مجلة البحوث المالية والتجارية
المجلد (27) – العدد الأول – يناير 2026

الكفاءة التشغيلية كمُعدِل استراتيجي: أثر إدارة رأس المال العامل على علاقة النمو بالربحية في الشركات المصرية

Operational Efficiency as a Strategic Moderator: The Impact of Working Capital Management on the Growth-Profitability Nexus in Egypt

د. محمد سعيد علي حسين سليمان

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية العلوم والدراسات الإنسانية – جامعة شقراء – المملكة العربية السعودية

msoliman@su.edu.sa - Dr.mohamedsoliman75@gmail.com

تاريخ الإرسال	2025-11-02
تاريخ القبول	2025-11-09
رابط المجلة:	https://jsst.journals.ekb.eg/

المستخلص:

تتسم بيئة الأعمال في الأسواق الناشئة بدرجةٍ عاليةٍ من التقلب، بما يفرض على الشركات تحديًا استراتيجيًا يتمثل في تحقيق نموٍ مُربحٍ ومُستدام. وقد هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة المعقدة بين النمو والربحية في السياق المصري، من خلال اختبار الدور التعديلي الاستراتيجي للكفاءة التشغيلية، المقاسة من خلال مؤشرات كفاءة إدارة رأس المال العامل. وباستخدام نموذج (Panel System-GMM) الديناميكي، تم تحليل بيانات 1,243 مشاهدة سنوية لعدد 195 شركة مصرية غير مالية خلال الفترة (2016–2023)، مدعومةً بسلسلةٍ شاملةٍ من اختبارات المتانة لضمان صدق وموثوقية النتائج.

كشفت الدراسة عن ثلاث نتائجٍ رئيسة: أولًا، العلاقة بين النمو والربحية غير خطية وتتخذ شكل قطع مكافئ مقلوب (Inverted U-shape)، حيث يُصبح النمو مضرًا بالربحية بعد تجاوز نقطةٍ مُثلى. ثانيًا، تؤثر الكفاءة التشغيلية بشكلٍ مباشر وإيجابي على الربحية. ثالثًا، تؤدي الكفاءة التشغيلية دورًا مُعدلًا بصورةٍ استراتيجية يُعزز العلاقة الإيجابية بين النمو والربحية؛ إذ لا يُصبح أثر النمو دالًا إحصائيًا إلا عندما تتجاوز الكفاءة مستوى (−0.87) (Johnson-Neyman point)، بينما تبلغ العلاقة ذروتها عند معدل نمو (207.7%)، لتتراجع بعدها العوائد الحدية.

تُسهم هذه النتائج في تطوير الفهم النظري لديناميكيات الأداء المالي في الأسواق الناشئة، كما تُقدم أدلةً عملية تُوجه المديرين والمستثمرين إلى ضرورة مواءمة طموحات النمو مع تحسيناتٍ موازية في الكفاءة التشغيلية، باعتبارها شرطًا حاسمًا لخلق قيمةٍ ماليةٍ مستدامة.

الكلمات المفتاحية:

النمو المُربح، العلاقة بين النمو والربحية، الكفاءة التشغيلية، إدارة رأس المال العامل، نموذج Panel System-GMM، التفاعل غير الخطي، الأسواق الناشئة، الشركات المصرية.

Abstract:

This study investigates the dynamic and non-linear relationship between corporate growth and profitability in emerging markets, with a specific focus on Egyptian non-financial firms. Drawing on a strategic Capabilities perspective, the study examines the moderating role of operational efficiency—measured through key working capital management indicators—in transforming growth into sustainable profitability. Utilizing a dynamic Panel System-GMM approach, the analysis is based on 1,243 firm-year observations for 195 firms listed on the Egyptian Exchange during the period 2016–2023, a timeframe marked by economic volatility and structural reforms.

The empirical results reveal three core findings: (1) the growth–profitability nexus follows an inverted U-shaped pattern, indicating diminishing returns to growth beyond an optimal point; (2) operational efficiency has a significant and direct positive effect on profitability; and (3) operational efficiency functions as a strategic moderator that enhances the marginal benefits of growth. Specifically, the effect of growth becomes statistically and economically significant only when efficiency surpasses a threshold of –0.87 (Johnson–Neyman point), with peak profitability achieved at a growth rate of 207.7%.

These findings contribute to the theoretical advancement of performance dynamics in emerging markets, and offer actionable insights for managers, investors, and regulators by underscoring the necessity of aligning growth strategies with operational improvements to ensure sustainable value creation.

Keywords:

Profitable Growth; Growth–Profitability Relationship; Operational Efficiency; Working Capital Management; System-GMM; Non-Linear Moderation; Strategic Thresholds; Emerging Markets; Egyptian Firms.

مقدمة ومشكلة البحث:

في ظل بيئة الأعمال العالمية المعاصرة والتي تتسم بالتقلب، خاصةً في الأسواق الناشئة، تواجه الشركات تحديًا استراتيجيًا جوهريًا يتمثل في تحقيق النمو المربح (Profitable Growth) بشكلٍ مستدامٍ ومتوازن. فعلى الرغم من أن النمو يُعد من المنظور التقليدي مؤشراً إيجابيًا على حيوية الشركات وقدرتها على اقتناص الفرص السوقية، إلا أن التوسع غير المدروس قد يقود إلى ما يُعرف في الدراسات المحاسبية الحديثة بوهم النمو (Growth Fetish)، وهي ظاهرة تنشأ عندما يُلاحق النمو بمعدلاتٍ مرتفعة على حساب الكفاءة التشغيلية والاستدامة المالية، بما يؤدي إلى تآكل هوامش الربحية وزيادة المخاطر المالية وتدهور الأداء على المدى الطويل (Winn, 1997; Yadav et al., 2022; Zhou & Park, 2020).

وتشير عدة دراسات إلى التعقيد وعدم خطية العلاقة بين النمو والربحية، حيث تتأثر تلك العلاقة بمجموعةٍ من العوامل الوسيطة مثل كفاءة إدارة رأس المال العامل وتوافر الموارد التمويلية وهيكل السوق والضغوط الاقتصادية الكلية (Boțoc & Anton, 2017; Charitou et al., 2016; Suntraruk, 2023). وقد أظهرت دراسات أخري حديثة أن الشركات التي تضع الربحية وتحسين الكفاءة التشغيلية في مقدمة أولوياتها تكون أكثر قدرةً على تحويل النمو إلى قيمةٍ مضافةٍ حقيقية، مقارنةً بتلك التي تندفع نحو التوسع دون امتلاك البنية التحتية والمؤسسية المناسبة (Purba et al., 2025).

وبالإضافة لذلك، تبرز كفاءة إدارة رأس المال العامل كآليةٍ حاسمة لتحويل النمو إلى ربحيةٍ مستدامة من خلال تحسين دورة التحصيل والدفع وتعظيم إنتاجية الأصول والتقليل من الاعتماد على التمويل الخارجي المُكلف (Abdillah, 2024; Addae & Nyarko-Baasi, 2013; Kiymaz et al., 2024).

أما في السياق المصري، فقد فاقمت الصدمات الاقتصادية المتعاقبة خلال الفترة (2016–2023)، بما في ذلك تحرير سعر صرف العملة وارتفاع معدلات التضخم وسياسات التشديد النقدي المرتبطة ببرنامج الإصلاح الاقتصادي من صعوبة تحقيق توازنٍ فعال بين النمو والربحية. وتشير نتائج العديد من الدراسات في هذا الإطار إلى أن الشركات المصرية ذات الأداء الأفضل تميل إلى الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي وذلك تماشيًا مع نظرية الترتيب التمويلي (Pecking Order Theory)، وأن كفاءة إدارة رأس المال العامل تُعد عاملاً فارقًا في

دعم الاستقلالية التمويلية والحد من المخاطر (Allini et al., 2018; Charitou et al., 2016; El Madbouly, 2022; Wassef et al., 2024; Youssef et al., 2025).

ورغم كل ذلك، فإن الدور المُعدل المُحتمل لكفاءة التشغيل في العلاقة بين النمو والربحية لا يزال غير مدروسٍ بدرجة كافية، لا سيما في بيئة الأسواق الناشئة التي تتسم بعدم اليقين والتقلب الشديد في المتغيرات الاقتصادية والسوقية. كما تُظهر مراجعة الدراسات السابقة في هذا المجال نقصًا ملحوظًا في الدراسات المصرية التي تتناول هذه العلاقة باستخدام أدوات تحليلٍ ديناميكية قادرة على قياس الأثر التفاعلي بين المتغيرات التشغيلية والمالية (Singh et al., 2017; Suntraruk, 2023; Yasmin & Mohiuddin, 2021).

وفي ضوء ما تقدم، تتمثل مشكلة البحث في الغموض القائم وعدم وضوح الرؤية بشأن الآليات الدقيقة التي تتحكم في العلاقة بين النمو والربحية في الشركات المصرية، لا سيما فيما يتعلق بدور كفاءة إدارة رأس المال العامل كمتغيرٍ مُعدلٍ لهذه العلاقة. ويضع هذا الغموض صُناع القرار أمام إشكاليةٍ استراتيجية تتمثل في صياغة سياساتٍ توسعيةٍ فعالةٍ ومستدامة، ولا تحد في نفس الوقت من قدرة المستثمرين على تقييم استمرارية النمو وربحية الشركات على المدى الطويل.

وبناءً على ما سبق، تسعى الدراسة للإجابة على التساؤل الرئيس التالي:

1. إلى أي مدىً تعمل كفاءة إدارة رأس المال العامل كمُعدلٍ استراتيجي لعلاقة النمو بالربحية في الشركات المصرية غير المالية؟

وللإجابة على هذا التساؤل المحوري، تتناول الدراسة السؤالين الفرعيين التاليين:

1. ما شكل العلاقة الديناميكية بين النمو والربحية، وهل تتسم تلك العلاقة بالخطية أم تتبع نمطًا غير خطي، وما هو الأثر المباشر لكلٍ من النمو والكفاءة التشغيلية على الأداء المالي؟
2. ما هي قنوات التفاعل التشغيلية التي من خلالها تُعدل كفاءة رأس المال العامل تأثير النمو على الربحية، وما هو الحد الأدنى الفعال لهذا التعديل من حيث الأثر الاقتصادي؟

أهداف البحث:

بناءً على مشكلة البحث وتساؤلاته، تهدف الدراسة إلى تطوير وتقدير نموذجٍ قياسي ديناميكي يُفسر الدور المُعدل الاستراتيجي لكفاءة إدارة رأس المال العامل في العلاقة بين النمو والربحية لدى الشركات المصرية غير المالية.

ولتحقيق هذا الهدف الرئيس، تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1. **قياس الأثر الديناميكي المباشر لكلٍ من نمو المبيعات الحقيقي والكفاءة التشغيلية، المتمثلة في مؤشرات إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات، واختبار ما إذا كانت العلاقة بين النمو والربحية تأخذ شكلًا خطيًا أم غير خطي.**
2. **اختبار الفرضية الأساسية التي تفترض أن الكفاءة التشغيلية تُعدل بشكلٍ إيجابي العلاقة بين النمو والربحية، وتقدير قوة هذا الأثر من منظورٍ اقتصاديٍ وإحصائي.**
3. **تحليل قنوات التأثير التشغيلية التي تمر من خلالها العلاقة ثلاثية الأبعاد بين النمو والكفاءة والربحية، من خلال دراسة مكونات دورة التحويل النقدي المتمثلة في فترة تحصيل الحسابات المدينة وفترة دوران المخزون وفترة سداد الحسابات الدائنة.**
4. **تحديد المستوى التشغيلي الفعال (Effective Threshold)، أي المستوى الأدنى من الكفاءة التشغيلية الذي تبدأ عنده استراتيجيات النمو في إحداث أثرٍ إيجابيٍ ومؤثر إحصائيًا على الربحية. بما يؤدي لتقديم مؤشراتٍ كمية قابلةٍ للتطبيق تدعم صناع القرار والمستثمرين في تصميم استراتيجيات نموٍ مدروسةٍ ومستدامة.**

أهمية البحث:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من تكامل أبعادها النظرية والمنهجية والتطبيقية، بما يُعزز من مساهمتها في الدراسات المحاسبية والمالية وذلك كما يلي:

أولاً: الأهمية النظرية:

1. **سد الفجوة المعرفية المتمثلة في اختبار الدور المُعدل للكفاءة التشغيلية في العلاقة الديناميكية غير الخطية بين النمو والربحية.**

2. الانتقال بالمفاهيم المتعلقة بإدارة رأس المال العامل والنمو المربح من الحيز النظري إلى التطبيق العملي، من خلال فحص آلية امتصاص التكاليف المرتبطة بالنمو من خلال قنوات السيولة والمخاطر والتمويل.
3. توفير أدلةٍ تجريبية من واقع الاقتصاد المصري خلال فترة عدم الاستقرار الاقتصادي (2016–2023)، بما يؤدي لفهم تفاعلات الأداء المالي في البيئات الاقتصادية المتقلبة.

ثانياً: الأهمية المنهجية:

1. اعتماد نماذج تحليلٍ متقدمة، حيث تستخدم الدراسة نموذج (System-GMM) الديناميكي المصمم للتعامل مع مشكلات التحيز الداخلي (Endogeneity)، واستمرارية المتغيرات (Persistence) وهو ما يصعب تحقيقه من خلال نماذج الانحدار التقليدية.
2. إجراء اختبارات متانةٍ شاملة، حيث تشمل منهجية الدراسة استخدام مُقدرات بديلة مثل (LSDVC) و (Driscoll-Kraay)، إلى جانب اختبارات (Placebo) وتحليل النماذج البديلة، بما يُعزز من موثوقية النتائج.
3. التركيز على الأثر الاقتصادي، حيث تتجاوز الدراسة اختبار الدلالات الإحصائية لتتعمق في تحليل الأهمية الاقتصادية للتأثيرات، وتحديد مستوياتٍ عمليةٍ قابلةٍ للتطبيق (Actionable Thresholds)، بما يدعم استخدام النتائج في عمليات التوجيه الاستراتيجي.

ثالثاً: الأهمية التطبيقية:

1. للإدارة التنفيذية: حيث تقدم نتائج الدراسة دليلًا عمليًا للمديرين الماليين يعمل على تعزيز كفاءة إدارة رأس المال العامل، والذي يُعد ركيزةً استراتيجية لتحقيق النمو المُربح والمستدام.
2. للمستثمرين والمحللين: حيث تتيح الدراسة إطارًا تحليليًا لتقييم النمو في ضوء الكفاءة التشغيلية، بما يُساعد على التمييز بين النمو الحقيقي ووهم النمو، وبالتالي تحسين قرارات التقييم والاستثمار.

3. للهيئات التنظيمية: حيث توضح الدراسة أهمية تعزيز الإفصاح عن مؤشرات الكفاءة التشغيلية كوسيلةٍ لتحسين شفافية الأسواق، ودعم اتخاذ القرارات الاستثمارية المُستنيرة.

وتُمثل الدراسة بذلك إضافةً معرفيةً ومنهجيةً وتطبيقية تواكب تعقيدات بيئة الأعمال في الأسواق الناشئة، وتفتح المجال أمام دراساتٍ لاحقة والتي قد تكون أكثر عمقًا وارتباطًا بالواقع المالي المحلي والدولي المتطور.

حدود البحث:

لضمان دقة ووضوح نطاق الدراسة، تم تحديد حدود البحث وفقًا للأبعاد الثلاثة التالية:

1 .الحدود الموضوعية:

تركز الدراسة على تحليل الدور المُعدل للكفاءة التشغيلية المقاسة من خلال مؤشرات إدارة رأس المال العامل في العلاقة الديناميكية بين نمو المبيعات الحقيقي والربحية، والتي يُعبر عنها بالعائد على الأصول (ROA). ولا تتناول الدراسة متغيرات مُعدلةٍ أخرى مُحتملة مثل حوكمة الشركات أو هيكل السوق، والتي إدراجها فقط ضمن المتغيرات الرقابية، مع الإشارة إلى أن تناول تلك المتغيرات قد يُشكل امتدادًا مستقبليًا للدراسة.

2 .الحدود المكانية:

تقتصر عينة الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية، حيث تم استبعاد المؤسسات المالية (كالبنوك وشركات التأمين) نظرًا لاختلاف طبيعة نماذج أعمالها وهيكل رأس المال العامل لديها، وذلك اتباعًا للممارسات الأكاديمية المتعارف عليها في مثل هذا النوع من الدراسات.

3 .الحدود الزمنية:

تغطي الدراسة الفترة الممتدة من 2016 إلى 2023، وهي فترة شهدت تحولاتٍ اقتصاديةٍ كبرى في السوق المصري. حيث تم اختيار عام 2016 كبدايةٍ تحليليةٍ متزامنة مع بدء تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي وتحرير سعر الصرف، بينما تشمل نهاية الفترة آثار الصدمات الاقتصادية العالمية المتلاحقة مثل جائحة كوفيد–19 وتداعيات الأزمات الجيوسياسية العالمية. ويُعد هذا الإطار الزمني مناسبًا لاختبار الفرضيات الديناميكية في بيئةٍ تتسم بالتقلب وعدم اليقين.

خطة البحث:

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها، تم تقسيمها إلى خمسة أقسامٍ رئيسةٍ متكاملة. يتناول القسم الأول الإطار النظري والخلفية المفاهيمية للدراسة، ويُبرز المرتكزات النظرية التي تفسر العلاقة بين النمو والربحية وكفاءة إدارة رأس المال العامل. ويستعرض القسم الثاني الدراسات السابقة، ويقوم بتحليل نقدي لأهم النتائج التي توصلت إليها الدراسات ذات الصلة، وينتهي بتطوير فرضيات البحث. ويوضح القسم الثالث المنهجية المعتمدة، ويشمل توصيف العينة وتعريف المتغيرات وطريقة بناء النموذج القياسي الديناميكي (System-GMM)، بالإضافة إلى طرق اختبار المتانة. ويقدم القسم الرابع نتائج التحليل واختبار الفرضيات، مع تفسير النتائج من منظورٍ اقتصادي وتقييم دلالتها الإحصائية والاقتصادية. وأخيرًا، يناقش القسم الخامس نتائج وخلاصة ومساهمات الدراسة العلمية، ويستعرض الانعكاسات التطبيقية والتوصيات العملية ويبين قيود الدراسة مع تقديم مقترحاتٍ لتوجهاتٍ بحثيةٍ مستقبلية.

القسم الأول :الإطار النظري للدراسة:

1.1 النمو المربح ووهم النمو (Growth Fetish):

إن التمييز بين النمو المربح ووهم النمو لهو أمر بالغ الأهمية لفهم متى يعمل النمو كمُولدٍ للقيمة ومتى يصبح مُستنزفًا للهوامش الربحية. ويحدث النمو المربح عندما يؤدي توسع الشركة إلى زيادةٍ متزامنةٍ في الربحية وقيمةٍ للمساهمين، ويشير مُصطلح وهم النمو إلى الحالات التي لا يُترجم فيها النمو إلى تحسينٍ فعلي في الأداء المالي أو خلق القيمة ويُعد هذا التمايز ضروريًا لكلٍ من المديرين والمستثمرين الذين يهدفون إلى تصميم استراتيجياتٍ مُستدامةٍ للنمو (Zhou et al., 2025).

وتؤكد الدراسات الحديثة على أن السعي وراء النمو دون اعتباراتٍ استراتيجيةٍ واضحة قد يُؤدي إلى نتائجٍ عكسية. ففي قطاع التكنولوجيا على سبيل المثال، لا يؤثر نمو الأصول بشكلٍ كبير على قيمة الشركة، في حين تؤثر الربحية ونمو الأرباح بشكلٍ جوهري (Pasaribu et al., 2025). وبالمثل، في قطاعات مثل النفط والغاز، تلعب الربحية والإفصاح البيئي دورًا أكثر أهميةً من النمو وحده في تعزيز قيمة الشركة وهو ما يدعم فكرة أن النمو بدون ربحيةٍ مُقابلة هو مُجرد وهمٍ لا مكان له على أرض الواقع (Putri & Sutopo, 2024).

1.2 الربحية المستدامة والكفاءة التشغيلية:

تُعرف الربحية المستدامة بأنها قدرة الشركة على تحقيق أرباحٍ متنامية على المدى الطويل، وهي لا تُقاس فقط بالأرقام المطلقة، بل بقدرتها على تمويل التوسع المستقبلي من الموارد الذاتية. وقد أظهرت عدة دراسات أن الربحية وحدها وليس النمو، هي المُحدد الأساس لقدرة الشركات على تمويل توسعاتها بصورةٍ داخلية. وفي هذا السياق، تميل الشركات الصغيرة التي يرتفع نموها المربح إلى تحقيق عوائدٍ أكثر أهمية، بما يُشير إلى أن النمو المُربح يكون ذا أثرٍ أكبر في الشركات الأصغر حجمًا (Mehar, 2023; Youssef et al., 2022).

وعلى الجانب الآخر، يوضح ما يسمى بمفارقة الربحية (Profitability Anomaly) والتي تُشير إلى الحالة التي يتم فيها تحقيق أرباحٍ غير متوقعة أو غير مُفسرةٍ بالكامل من قِبل النظريات المالية التقليدية، وخاصة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) أو نظرية كفاءة السوق (EMH)، حيث تُضطر الشركات إلى إصدار أسهمٍ إضافية عند انخفاض الربحية بالرغم من توقعات النمو المرتفعة، بما يُضعف قيمة المساهمين الحاليين، وهو مثال تقليديٍ واضح على وهم النمو (Erhard & Sloan, 2020).

كما تُعد الكفاءة التشغيلية، والتي تُقاس غالبًا من خلال كفاءة إدارة رأس المال العامل ودورة التحويل النقدي (Cash Conversion Cycle) أو (CCC)، بمثابة قدرةٍ تشغيليةٍ تُمكن الشركة من تحويل النمو إلى ربحية. وتُشير بعض الدراسات إلى أن الشركات التي توائم استراتيجيات نموها مع قدراتها ومواردها الفريدة مثل النظام التشغيلي عالي الكفاءة، هي الأكثر قدرةً على تحقيق نموٍ مُربحٍ ومستدام (Zhou et al., 2025). ويتفق ذلك مع فكرة اعتماد الربحية بشكلٍ أساس على كفاءة التشغيل والقرارات الاستثمارية الجيدة، وليس فقط على النمو الكمي في الإيرادات (Abdillah, 2024; Nguyen et al., 2024; Zhou & Park, 2024). حيث يُمكن أن تؤثر الإدارة غير الفعالة لرأس المال العامل بصورةٍ سلبية على الربحية والقيمة السوقية، حتى في ظل وجود نموٍ مرتفع (Jaworski & Czerwonka, 2022).

1.3 الأسس النظرية للعلاقة بين النمو والربحية:

لفهم العلاقة المعقدة والديناميكية بين النمو والربحية، فلا بد من الاستناد إلى مجموعةٍ متكاملة من النظريات الاقتصادية والمالية التي تُفسر تلك العلاقة من زوايا مختلفة. حيث أن تلك العلاقة

ليست أحادية الاتجاه، بل هي نتاج لتفاعل قوىً مُتعارضة تعمل على تشكيل مُنحنى الأداء المالي للشركة مع توسعها.

1.3.1 وفورات الحجم ومنحنى التعلم:

المنطلق النظري الأساس الذي يُبرر العلاقة الإيجابية بين النمو والربحية يكمن في مفهومي وفورات الحجم (Economies of Scale) ومنحنى التعلم (Learning Curve)، حيث يُفسر كل منهما كيف يؤدي التوسع في الإنتاج إلى تحسين الربحية. حيث تفترض نظرية وفورات الحجم أنه مع زيادة حجم الإنتاج والمبيعات تنخفض التكلفة المتوسطة للوحدة نتيجةً لتوزيع التكاليف الثابتة المتمثلة في تكاليف الإدارة والبحث والتطوير والتسويق على عددٍ أكبر من الوحدات، مع تحسين القدرة التفاوضية، وكفاءة سلاسل الإمداد، والاستفادة من التخصص. حيث تُشير الدراسات إلى أن الشركات الكبيرة تستفيد من وفورات الحجم في التصنيع والتسويق والتمويل، بما يؤدي إلى توسيع هوامش الربح وزيادة الربحية مع النمو، حتى نقطةٍ معينة قد تظهر بعدها مساوئ وسلبيات ذلك الحجم (Santoso & Hersugondo, 2023; Yadav et al., 2022).

وبشكلٍ موازٍ يعمل منحنى التعلم على تعزيز تلك العلاقة. فمع نمو الشركة وتكرار العمليات الإنتاجية تزداد خبرة العاملين وتتحسن العمليات وتزداد قدرة الشركة على التفاوض للحصول على مدخلاتٍ بأسعارٍ أقل، وتتحسن كفاءة سلاسل الإمداد والاستفادة من التخصص وتقسيم العمل وزيادة الإنتاجية وهذا التعلم بالممارسة (Learning by Doing) يُمثل أصلاً غير ملموس يُساهم في خفض التكاليف وتعزيز الربحية مع مرور الوقت. وبالتالي فمن المتوقع خاصةً في المراحل الأولى للنمو أن تكون العلاقة بين نمو المبيعات والربحية علاقةً إيجابية وقوية. وبالرغم من ذلك فإن هناك حدودًا لهذا الأثر تتحدد بتشبع المعرفة أو ظهور ما يعرف بالنسيان التنظيمي (Al-Edenat & Hanandeh, 2024; Salvadorinho & Teixeira, 2021).

1.3.2 تناقص العوائد وتكاليف التوسع:

على الرغم من الفوائد الأولية للنمو، إلا أن العديد من الدراسات تحذر من أن السعي وراء النمو اللامحدود قد يؤدي إلى نتائجٍ عكسيةٍ في نهاية المطاف. وهنا يأتي دور قانون تناقص العوائد الهامشية (Law of Diminishing Marginal Returns) ونظريات تكاليف التوسع (Costs of Adjustment) لتفسير الشكل غير الخطي للعلاقة بين النمو والربحية (Barajas &

Shakina, 2024; Jang & Yehuda, 2021; Mansikkamäki, 2023; Weiss et al., 2023).

فمع تسارع وتيرة النمو، تبدأ الشركات في مواجهة تحدياتٍ متزايدةٍ ومُعقدة. فالتوسع السريع يتطلب استثمارات ضخمة في الأصول الثابتة ورأس المال العامل ما يضع ضغوطاً كبيرةً على السيولة. كما قد يؤدي النمو إلى ظهور تناقصٍ في وفورات الحجم (Diseconomies of Scale)، حيث يُؤدي النمو الزائد إلى ارتفاع متوسط التكاليف بدلاً من انخفاضها وقد ينشأ ذلك بسب زيادة التعقيد البيروقراطي وصعوبة التنسيق والرقابة وتدهور جودة اتخاذ القرار وفقدان الثقافة المؤسسية. وتبدأ تلك التكاليف الخفية للنمو (Hidden Costs of Growth)، في التهام هوامش الربح بما يؤدي إلى تباطؤ معدل نمو الربحية، والذي قد ينقلب إلى علاقةٍ سلبية بعد تجاوز نقطة النمو المثلى (Optimal Growth Rate). ويوفر هذا المنطق أساسًا نظريًا قويًا لاختبار العلاقة غير الخطية بين النمو والربحية (Karakoç, 2025; Morettini et al., 2023; Santoso & Hersugondo, 2023).

1.3.3 نظرية دورة حياة المنشأة:

تقدم نظرية دورة حياة المنشأة (Firm Life Cycle Theory) إطارًا ديناميكيًا أساس لفهم كيفية عدم ثبات العلاقة بين النمو والربحية، حيث تتطور وتتغير بشكلٍ منهجي عبر المراحل المختلفة لوجود الشركة (Dickinson, 2011). ومن هذا المنظور الزمني الحاسم، فإن السياسات المالية والتشغيلية والاستثمارية للشركة تختلف اختلافًا جذريًا من مرحلةٍ لأخرى، بما يؤثر بدوره على مردود النمو على الربحية (Aldaas, 2021; Mohammad et al., 2024).

1. مرحلة النشأة والنمو (Introduction and Growth Stages): في تلك المراحل المبكرة، ينصب التركيز الاستراتيجي للشركة على زيادة الحصة السوقية وتحقيق النمو السريع، وغالبًا ما يكون ذلك على حساب الربحية قصيرة الأجل (Warusawitharana, 2018). حيث تستثمر الشركات الناشئة بكثافة في التسويق والبحث والتطوير وبناء القدرات، بما يؤدي إلى تدفقاتٍ نقدية تشغيليةٍ سلبيةٍ أو ضعيفة. ويكون من المتوقع أن تكون العلاقة المباشرة بين النمو والربحية ضعيفة أو حتى سلبية في تلك المرحلة، حيث تُواجه الشركة بمخاطرٍ أعلى وعدم يقينٍ أكبر (Ahmed et al., 2020; Mansikkamäki, 2023).
2. مرحلة النضج (Maturity Stage): عند الوصول إلى هذه المرحلة، تكون الشركة قد حققت حجمًا مستقرًا وحصةً سوقيةً قوية. وهنا، تتحول الأولويات الاستراتيجية من التركيز على

النمو بأي ثمنٍ كان إلى تعظيم الربحية والكفاءة التشغيلية (Jenkins et al., 2004). وتتميز الشركات الناضجة بتدفقاتٍ نقديةٍ تشغيليةٍ إيجابيةٍ وقوية، وقدرةٍ أكبر على تحقيق وفورات الحجم. وعليه، فمن المتوقع أن تكون العلاقة بين النمو المُعتدل والربحية قويةً وإيجابية، حيث تبدأ الشركة في جني ثمار استثماراتها السابقة وتحويل النمو إلى قيمةٍ ملموسة (Dickinson, 2011; Mohammad et al., 2024).

3. مرحلة الانحدار (Decline Stage): وفي تلك المرحلة الأخيرة، تبدأ الشركة في مواجهة التراجع في المبيعات وتآكلٍ في الحصة السوقية. وعادةً ما يُصاحب هذا النمو السلبي تدهور في الربحية ما يجعل العلاقة بينهما إيجابيةً مرةً أخرى، بما يعني أن انخفاض النمو يصاحبه انخفاض مُقابل في الربحية. وتواجه الشركات في تلك المرحلة تحدياتٍ تشغيليةٍ وتمويليةٍ كبيرةً وتدفقاتٍ نقديةٍ وتشغيليةٍ متناقصة (Ahmed et al., 2020; Aldaas, 2021).

ويُبرر هذا التباين الواضح في خصائص النمو والربحية عبر دورة حياة المنشأة بقوةٍ الحاجة إلى استخدام نماذجٍ قياسيةٍ ديناميكية (Dynamic Panel Models). حيث تأخذ تلك النماذج في الاعتبار تاريخ الشركة وأدائها السابق أو ما يسمي بمثابرة الربحية عند فحص العلاقة بين النمو والربحية، وهو ما لا تستطيع النماذج الساكنة اكتشافه أو قياسه بفعالية (Warusawitharana, 2018).

1.4 القوة التنافسية السوقية والتسعير:

لا يمكن فصل العلاقة بين النمو والربحية عن هيكل السوق الذي تعمل فيه الشركة. فالشركات التي تتمتع بقوةٍ سوقيةٍ (Market Power) كبيرة، سواءً كان ذلك بسبب تمايز منتجاتها أو وجود حواجز دخولٍ عاليةٍ في صناعتها أو امتلاكها لعلامةٍ تجاريةٍ قوية تكون أكثر قدرةً على تحويل نمو المبيعات إلى هوامش ربحٍ أعلى. حيث يمكن لهذه الشركات رفع أسعار منتجاتها وخدماتها دون أن تفقد حصتها السوقية، ما يسمح لها بالاستفادة من وفورات الحجم دون أن تُضطر للدخول في منافسةٍ قوية أو حروب أسعار (Bhattacharya et al., 2021; De Loecker et al., 2020).

وعلى العكس من ذلك، ففي الأسواق التي تتسم بالمنافسة الشديدة، فقد يكون النمو مدفوعًا بشكلٍ أساس بخفض الأسعار، ما يؤدي إلى وجود علاقةٍ ضعيفةٍ أو سلبية بين نمو المبيعات والربحية. ولذلك تعمل القوة التنافسية السوقية كمتغيرٍ سياقي مُهمٍ يُحدد مدى قدرة الشركة على تحقيق النمو المُربح (Piekkola & Rahko, 2020; Rahaman et al., 2022).

1.5 الكفاءة التشغيلية كقدرةٍ استراتيجيةٍ مُعدلة:

بينما يرتكز التحليل التقليدي على الأثر المباشر للكفاءة التشغيلية على الربحية (Khatiwada et al., 2024; Rahmiyati et al., 2024; Sumarni et al., 2024)، تتبني الدراسة الحالية منظورًا أكثر عمقًا للكفاءة التشغيلية ينتقل من اعتبارها كمتغيرٍ مستقلٍ فقط، إلى كونها قدرةً استراتيجيةً مُعدلة (Strategic Moderating Capability)، تُغير من طبيعة وقوة العلاقة بين النمو والربحية. ويستند هذا المنظور إلى تكامل ثلاث ركائزٍ نظريةٍ رئيسة، وهي منظور الموارد والقدرات ومفاضلة السيولة والربحية ونظرية الترتيب التمويلي.

1.5.1 منظور الموارد والقدرات (RBV):

من منظور الموارد والقدرات (Resource-Based View)، لا تُعتبر جميع موارد الشركة متساويةً من حيث الأثر. حيث تنبع الميزة التنافسية المستدامة من الموارد والقدرات التي تكون ذات قيمةٍ نادرة يصعب تقليدها، كما أنها غير قابلةٍ للاستبدال. وفي هذا الإطار، يمكن النظر إلى الكفاءة التشغيلية الفائقة والمتمثلة في نظام إدارة رأس مالٍ عامل مُحكم، على أنها قدرةً ديناميكية (Dynamic Capability) يصعب على المنافسين تقليدها بسهولة (Mikalef et al., 2020; Shi & Zailani, 2025).

كما لا تعد تلك الكفاءة التشغيلية الفائقة مجرد تطبيقٍ لإجراءاتٍ محاسبيةٍ فحسب، بل هي نتاجُ لتضافر أنظمة معلوماتٍ مُتقدمة وعلاقاتٍ قويةٍ مع الموردين والعملاء وثقافةٍ تنظيميةٍ تُركز على الكفاءة. وتُمكن هذه القدرة الفريدة للشركة من فعل المزيد بمواردٍ أقل أي تحويل كل وحدة نموٍ في المبيعات إلى وحدات ربحٍ إضافية بكفاءةٍ أعلى من منافسيها. وبالتالي، تكون الشركات التي تمتلك تلك القدرة في وضعٍ أفضل لتحويل فرص النمو إلى قيمةٍ اقتصاديةٍ حقيقيةٍ ومستدامة (Shi & Zailani, 2025; Sun et al., 2024).

وتؤكد العديد من الدراسات الحديثة على أن التكامل بين الموارد النادرة والقدرات الديناميكية هو ما يمنح الشركات التفوق المستدام، حيث توفر الموارد الأساس بينما تُمكن القدرات الديناميكية من استغلال تلك الموارد بمرونةٍ وابتكار (Rotjanakorn et al., 2020; Shi & Zailani, 2025; Sun et al., 2024).

1.5.2 المفاضلة بين السيولة والربحية:

تواجه الشركات، خاصة أثناء فترات النمو السريع، مفاضلةً كلاسيكية وحادة بين السيولة والربحية (Liquidity-Profitability Trade-off). حيث يستهلك النمو السيولة بشكلٍ كبير؛ وذلك من خلال تجميد السيولة النقدية في صورة مخزونٍ إضافي وحساباتٍ مدينةٍ متزايدة. وإذا لم تتم إدارة هذه العملية بكفاءة، فقد تجد الشركة نفسها في أزمة سيولة تُجبرها على اللجوء إلى حلول التمويل قصير الأجل عالي التكلفة أو فقدان خصومات الشراء أو حتى التوقف عن خدمة بعض العملاء، وكلها أمور تؤدي إلى تآكل هوامش الربح (Jaworski & Czerwonka, 2022; Kalyan Chaudhury et al., 2024; Keerthi & Narasaiah, 2025).

ويبرز دور الكفاءة التشغيلية كشرطٍ أساس للحصول على المكاسب المترتبة على النمو. حيث إن الإدارة المحكمة لرأس المال العامل من خلال تسريع دورة التحصيل وتحسين دوران المخزون والموازنة بين آجال السداد الممنوحة تعمل على تحرير السيولة المحتجزة في الدورة التشغيلية. ويمكن استخدام هذه السيولة الإضافية لتمويل النمو ذاتيًا دون الحاجة إلى تمويلٍ خارجي، ما يسمح للشركة بالنمو دون استنزاف هوامش الربحية (Ichwanudin et al., 2025; Jaworski & Czerwonka, 2022; Kalyan Chaudhury et al., 2024).

1.5.3 نظرية الترتيب التمويلي (Pecking Order):

تقدم نظرية الترتيب التمويلي (Pecking Order Theory) تفسيرًا قويًا لكيفية تأثير الكفاءة التشغيلية على العلاقة بين النمو والربحية من منظور قرارات التمويل. حيث تفترض هذه النظرية تفضيل الشركات لتمويل استثماراتها ونموها من المصادر الداخلية المُتمثلة في الأرباح المحتجزة أولاً، ومن ثم اللجوء إلى الاستدانة، أو إصدار أسهمٍ جديدة، وذلك بسبب وجود التكاليف المرتبطة بعدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) (Habib & Dalwai, 2023; Subedi, 2022).

كما تتصف الشركات ذات الكفاءة التشغيلية العالية بأنها شركات قادرة على توليد تدفقاتٍ نقديةٍ تشغيليةٍ قويةٍ ومستقرة. وتمثل هذه التدفقات النقدية المُعزز الداخلي الذي يُحرك النمو. وكلما زادت الكفاءة زادت قدرة الشركة على تمويل توسعاتها بصورةٍ ذاتية، وبالتالي قل اعتمادها على الديون والقروض الخارجية التي تأتي بتكاليف فائدة تضغط على الربحية وتفرض قيودًا تعاقدية قد تحد من المرونة المتاحة للشركة. وبذلك تعمل الكفاءة التشغيلية على تقوية استقلالية الشركة

المالية وتمكينها من تحقيق نموٍ مربحٍ ومستدام (Naranjo et al., 2020; Nguyen et al., 2020).

1.6 الكفاءة التشغيلية كآلية للنمو:

تمثل الكفاءة التشغيلية آلية امتصاص لقدرات النمو، أي أنها تُتيح للشركة تحويل الزيادة في المبيعات إلى ربحيةٍ صافية عبر ثلاث قنوات مترابطة وهي السيولة والتمويل والمخاطر. وتعمل تلك القنوات على خفض تكلفة النمو الحدية الناتجة عن اتساع فجوة رأس المال العامل، وتُقلص الاعتماد على مصادر التمويلٍ مرتفعة التكلفة، وتُثبت الهوامش الربحية في مواجهة التقلبات، وبذلك تُعزز العائد الاقتصادي للنمو (Purba et al., 2025).

وتعمل قناة السيولة على تضييق فجوة التمويل التشغيلي عبر إدارة رأس المال العامل، ويخلق هذا النمو تلقائياً احتياجاً إضافياً للسيولة حيث تُحتجز النقدية في الذمم المدينة والمخزون، بينما لا تتحقق تدفقات الموردين إلا في وقتٍ لاحق. وعلى ذلك، فإن تسريع عملية التحصيل أي خفض (DSO)، وتحسين تدوير المخزون أي خفض (DII)، وإطالة آجال السداد دون الإضرار بالعلاقات مع الموردين بما يعني رفع (DPO) يُقلص في النهاية دورة التحويل النقدي (CCC)، فيحرر سيولةً داخلية تُمول التوسع دون الضغط على الهوامش الربحية (Ichwanudin et al., 2025).

وعلى ذلك، يصبح ضبط مكونات (CCC) شرطاً مُسبقاً لاستخلاص مكاسب النمو بدلاً من تحويلها إلى فجوةٍ تمويلية. ويدعم هذا المنطق ما تُتيحه الكفاءة التشغيلية من أدواتٍ مهنية مثل؛ سياسات ائتمانٍ تفاضلية مع تسعير مخاطر المدينين والتنبؤ بالطلب وسلاسل الإمداد الرشيقة لتقليل المخزون حتى حدود الأمان، والمواءمة التعاقدية مع الموردين لتمديد آجال السداد دون الإضرار بجودة الخدمة (Ichwanudin et al., 2025; Purba et al., 2025). وتجريبياً، تسعي الدراسة الحالية بما تُظهره النتائج لاستكشاف ما إذا كان ارتفاع النمو يرتبط بانخفاضٍ دالٍ في (DSO) و(DII) وبارتفاعٍ دال في (DPO)، بما يتسق مع تفعيل قناة السيولة المصاحبة للنمو وتفسير كيف تُخفض الكفاءة التشغيلية من تكلفة رأس المال العامل الحدية المُصاحبة للتوسع.

وتُعني قناة التمويل بتعظيم التمويل الداخلي وتقليص تكلفة رأس المال، حيث يُعاد تدوير كل وحدة سيولة عبر تحسين (CCC) والتي تُقلل الحاجة إلى التمويل الخارجي قصير الأجل عالي التكلفة، كما تُحسن نسب التغطية وقدرة الشركة على الوفاء بالتعهدات، وتُخفف من القيود التعاقدية على قرارات التوسع. وينسجم هذا مع منطق نظرية الترتيب التمويلي؛ إذ تُفضل الشركات اللجوء إلى

مصادر التمويل الداخلي المتمثلة في الأرباح المحتجزة والتدفقات التشغيلية قبل الاتجاه نحو الدين ثم إلى إصدار أسهمٍ جديدة، وذلك بسبب التكاليف المرتبطة بعدم تماثل المعلومات وعبء الفوائد (Kurniasih & Akhmadi, 2024).

لذلك، تعمل الكفاءة التشغيلية كرافعة تمويلٍ ذاتيٍ للنمو، تُخفض متوسط تكلفة رأس المال، وتحد من مخاطر التمويل الاضطراري في أزمنة تشديد السيولة وارتفاع معدلات الفائدة (Ichwanudin et al., 2025; Purba et al., 2025). وتستكشف اختبارات المتانة في الدراسة الحالية ما إذا كان أثر الكفاءة التشغيلية يقتصر على الدلالة الإحصائية فحسب، أم يمتد إلى أهميةٍ اقتصاديةٍ ملموسة عبر رفع الحساسية الإيجابية للربحية تجاه النمو عند مستويات كفاءةٍ أعلى، وهو ما يعكس دور قناة التمويل في تعظيم صافي العائد من التوسع.

وتعمل قناة المخاطر على تخفيض تقلب التدفقات وتثبيت الهوامش عبر الدورات الاقتصادية، كما تخفض الكفاءة التشغيلية تقلب التدفقات النقدية من خلال تقليص أرصدة المخزون المُعرضة للتقادم والفقد، وتقليص الذمم المدينة المتعثرة وتعديل آجال السداد بما يحافظ على رأس المال العامل الصافي ضمن الحدود الآمنة. ويقلص هذا الانضباط التشغيلي مخاطر السيولة والاقتراض ويرفع من درجة مثابرة الربحية بمرور الوقت، ويُثبت الهوامش الربحية خلال دورات الطلب والتكاليف المتقلبة المتمثلة في الصدمات السعرية أو تعثر واختناق سلاسل الإمداد. وعند مستويات كفاءة مرتفعة؛ يُصبح النمو أقل تعرضاً لانكماش الهوامش الربحية بشكلٍ مفاجئ، حيث تتراجع احتمالات حدوث الإخفاقات التشغيلية كالنفاد أو التكدس (Assaf et al., 2019; Kurniasih & Akhmadi, 2024). ويمكن تفسير التحسن في القدرة على امتصاص الصدمات تفسيراً دقيقاً من خلال آلية التعديل التي تسعي الدراسة الحالية لرصدها من خلال النماذج التجريبية الديناميكية، حيث يُقلص انخفاض تقلب التدفقات النقدية من الآثار السلبية للمخاطر المترتبة على والمرافقة للتوسع، ما يرفع الميل الحدي للربحية تجاه النمو.

كما تعمل القنوات الثلاث كمنظومةٍ متكاملة؛ حيث تُمول السيولة المُحررة من (CCC) التوسع داخلياً من خلال قناة التمويل، وتُقلص تقلب التدفقات وتُثبت الهوامش من خلال قناة المخاطر فتنخفض تكلفة النمو الحدية وتزيد قابلية تحويل كل وحدة نموٍ في المبيعات إلى ربحيةٍ صافية. وقد أظهرت عدة دراسات أن الكفاءة في إدارة رأس المال العامل تُعزز من العلاقة بين نمو المبيعات والربحية، حيث تستفد الشركات ذات النمو المرتفع بصورةٍ أكبر من الكفاءة التشغيلية في تحسين مستويات السيولة والربحية. كما تتمكن الشركات من خلال الكفاءة التشغيلية من

امتصاص ضغوط النمو دون تآكل الهوامش الربحية أو زيادة المخاطر التمويلية (Assaf et al., 2019; Ichwanudin et al., 2025; Kurniasih & Akhmadi, 2024).

ولذلك تستكشف الدراسة الحالية مدي تعاظم معامل التفاعل بين النمو والكفاءة في النماذج الديناميكية، وما إذا كان هناك مستوىً تشغيليٍ فعال للكفاءة تبدأ عنده العلاقة بين النمو والربحية في إظهار أثرٍ اقتصادي وإحصائيٍ أقوى أم لا. حيث تبرز الكفاءة التشغيلية بهذه الآلية الدقيقة كقدرةٍ استراتيجيةٍ مُعدلة، وليست كمجرد متغيرٍ رقابي، بما يضع أساسًا نظريًا متينًا لتفسير النتائج التجريبية للدراسة ومناقشتها.

القسم الثاني: الدراسات السابقة، مع تطوير فرضيات البحث:

حظيت العلاقة بين النمو والربحية باهتمامٍ بحثيٍ واسع، إلا أن نتائج الدراسات التجريبية لم تكن متجانسة، حيث أظهرت وجود علاقاتٍ إيجابيةٍ وسلبية وغير خطية. ويمكن تفسير هذا التباين في ضوء اختلاف السياقات النظرية والمنهجية المتبعة، بما يؤكد على الطبيعة المُعقدة لهذه العلاقة. واستنادًا لنظريات وفورات الحجم، وثقت مجموعة من الدراسات وجود علاقةٍ إيجابيةٍ بين النمو والربحية، خاصةً في مراحل النمو المُبكرة (Santoso & Hersugondo, 2023; Yadav et al., 2022). وافترضت تلك الدراسات أن التوسع في حجم العمليات يؤدي إلى خفض متوسط التكاليف وتحسين الكفاءة، وبالتالي زيادة هوامش الربح.

فعلى سبيل المثال، وجدت دراسة (Choi & Jeong, 2022) والتي طبقت على شركات التأمين على الممتلكات والمسؤولية في الولايات المتحدة عبر نماذجٍ ديناميكية وبالاعتماد على بياناتٍ مقطعيةٍ زمنية (panel data) لقياس تفاعلات النمو والربحية مع التحكم في خصائص الشركة ودورية الصناعة. وقد أظهرت النتائج استمرارية الأرباح؛ إذ تتنبأ أرباح الماضي بقوةٍ بأرباح المستقبل، وهو ما تم تأكيده من خلال عدة مقاييس للربحية. كما أوضحت الدراسة أن النمو المتأخر يُعزز الربحية الراهنة خاصةً تلك المقاسة بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، وقد بين نموذج النمو المُتبع بالدراسة ارتباطًا إيجابيًا بين الربحية المتأخرة والنمو الحالي .وكشفت الدراسة أيضًا أن الشركات الأصغر حجمًا تميل للتوسع بوتيرةٍ أسرع، إلى جانب وجود تأثيراتٍ دالة لخصائصٍ أخرى للشركات ضمن معادلات الربح والنمو.

بينما أوضحت دراسة (Yadav et al., 2022) والتي درست العلاقة بين الحجم والنمو والربحية مع متغيراتٍ خاصة بالشركة (الرافعة المالية، المنافسة، الأصول الملموسة) ومتغيراتٍ كلية (نمو الناتج/دورة الأعمال) وتطور سوق الأسهم (MCR)، مستخدمةً نموذج ديناميكي ذاتي التأثيرات

الثابتة لقرابة 12,001 شركة غير ماليةٍ مُدرجة وفعالة في 12 اقتصادًا صناعيًا وناشئًا بمنطقة آسيا والمحيط الهادئ خلال 1995–2016 مع تفكيك النتائج بحسب حجم الشركة وفق الأصول والمبيعات و(MCR). وقد أظهرت النتائج استمرارية ربحيةٍ موجبةٍ ومعتدلة، وعلاقةٍ سالبة بين الحجم والربحية وموجبةً بين النمو والربحية ما يعني أن الربحية ترتفع مع النمو ثم تتآكل مع تضخم الحجم بما يوحي بكفاءةٍ أقل لدى الشركات الكبيرة الحجم. كما أوضحت ارتباط الرافعة المالية والأصول الملموسة سلبًا بالربحية، بينما ارتبط كل من دورة الأعمال وتطور سوق الأسهم إيجابيًا بها، مع تباين دلالة المعاملات بين الدول.

كما بحثت دراسة (Santoso & Hersugondo, 2023) علاقة حجم الشركة ونموها بالربحية مع إدراج متغيراتٍ ضابطةٍ خاصة بالشركة (مثل الرافعة والأصول الملموسة) بالإضافة إلى مؤشراتٍ كلية، واعتمادًا على بياناتٍ سنوية لشركاتٍ مُدرجة في دول الآسيان (إندونيسيا، الفلبين، ماليزيا، فيتنام، سنغافورة) خلال 2017–2021. وباستخدام نموذج التأثيرات الثابتة على عينةٍ من 145 شركة ونحو 725 مشاهدة (شركة–سنة) من قواعد بلومبرغ و(COMPUSTAT)، وقد توصلت النتائج إلى علاقةٍ سالبة غير معنوية بين الحجم والربحية وموجبة ومعنوية بين النمو والربحية، وهو ما يوحي باستمرار مكاسب وفورات الحجم على المدى القصير مع احتمال تحولها إلى تناقص الوفورات على المدى الطويل.

ومع ذلك، فإن تيارًا بحثيًا أكثر حداثةً وتوافقًا مع نظريات تناقص العوائد، قدم أدلةً قوية على وجود علاقةٍ غير خطية. وتشير تلك الدراسات إلى أن النمو يكون مُفيدًا حتى نقطةٍ مُثلى مُعينة، يبدأ بعدها الأثر الإيجابي في التناقص ثم يصبح سلبيًا بسبب التعقيدات الإدارية وتكاليف التوسع وظهور تناقصٍ في وفورات الحجم (Karakoç, 2025; Weiss et al., 2023).

فقد أظهرت دراسة (Kotey et al., 2021) والتي هدفت لفحص الأثر غير الخطي لحجم الشركة على ربحية أصحاب المصلحة والمساهمين في سوق وساطة التأمين بغانا، باستخدام بياناتٍ مقطعية زمنية (panel data) لـ 64 شركة خلال 2011–2015 وبأساليب تقدير ساكنة (OLS)، وتأثيراتٍ ثابتة وعشوائية وديناميكية (GMM) ذو الخطوتين. وقد كشفت النتائج تقارب الوفورات وتناقص الوفورات للحجم والنطاق بما يؤكد وجود علاقةٍ غير خطية بين الحجم والأداء؛ حيث يُحسن الحجم من الربحية حتى مستوىً مُعين ثم ينقلب الأثر سلبيًا مع التوسع الزائد.

وقد بحثت دراسة (Weiss et al., 2023) الطابع غير الخطي للعلاقة بين النمو والربحية، المقاسة بالعائد على الأصول (ROA)، عبر تفكيك النمو إلى نموٍ عضوي ونموٍ بالاستحواذ

ودراسة تفاعلهما. وباستخدام بياناتٍ مقطعيةٍ زمنية (panel data) لشركاتٍ ألمانية قائمة على مدى 13 عامًا، كشفت النتائج عن علاقةٍ على شكل (U) مقلوب بين النمو والربحية يقودها الاستحواذ بصورةٍ أساسية؛ إذ تتناقص العوائد عند مستوياتٍ مرتفعة من النمو الناتج عن الاستحواذ بسبب التكاليف الداخلية لإدارة الصفقات. أما النمو الذاتي فكان له أثر إيجابي متناقص على الربحية، كما أن زيادة النمو الناتج عن الاستحواذ يُضعِف الأثر الإيجابي للنمو الذاتي على الربحية.

كما بحثت دراسة (Karakoç, 2025) العلاقة بين الحجم والربحية لدى شركاتٍ تركية مُدرجة باستخدام بياناتٍ ربع سنوية، وانطلقت من أن نمو الشركة يُعد نتيجةً طبيعية لمساعي تعظيم ثروة الملاك، لكن أثره على الربحية غير محسوم. وأظهرت النتائج ارتباطًا موجبًا بين الحجم والربحية لكنه غير خطي؛ إذ بعد بلوغ حجمٍ مُعين ينخفض العائد الحدي ليغدو سلبيًا، بما يُثير تساؤلاتٍ حول قرارات التوسع.

وقد وثقت مجموعة ثالثة من الدراسات وجود علاقةٍ ضعيفة أو سلبية بين النمو والربحية، خاصةً في سياقين محددين. الأول هو الأسواق شديدة المنافسة حيث يكون النمو مدفوعًا بحروب الأسعار التي تضغط على الهوامش الربحية، بما يُضعف القوة السوقية للشركات وقدرتها على تحويل النمو إلى أرباح (Azman et al., 2025; Steinbrunner, 2023). ويتمثل الثاني في المراحل المبكرة لنشأة ونمو الشركة، حيث تكون استراتيجية الشركة موجهةً نحو اكتساب حصةٍ سوقية على حساب الربحية قصيرة الأجل، وهو ما يتفق مع نظرية دورة حياة المنشأة (Lee, 2014; Z. Serrasqueiro et al., 2023).

فقد فحصت دراسة (Azman et al., 2025) ما إذا كانت شدة المنافسة السوقية (MCOMP) تُحسن من إنتاجية قطاع التشييد في ماليزيا عبر مرحلتين تنظيميتين متميزتين (2009–2014 و2015–2020). واستخدمت اختبار فارق الربح النسبي (BRPD) لقياس تغير شدة المنافسة، ثم نماذج (GMM) لقياس أثرها على إنتاجية عوامل الإنتاج الكلية (TFP) وهوامش الربح (PM) لدى 55 شركة. وقد أظهرت النتائج زيادةً معنوية في شدة المنافسة بين المرحلتين؛ كما أثرت المنافسة بصورةٍ إيجابية على (TFP) في كلتا الفترتين حيث مثلت حافزًا لتحسين الكفاءة. أما أثرها على (PM) فكان موجبًا في 2009–2014 ثم أصبح سالبًا في 2015–2020 مع اشتداد المنافسة نتيجةً لدخولٍ أجنبيٍ أكبر وسياساتٍ أكثر توجهًا للسوق، ما دفع الشركات لخفض الأسعار والهوامش الربحية رغم تحسن الكفاءة.

كما أكدت دراسة (Steinbrunner, 2023) على أن المنافسة هي المحرك الأساس لنمو الإنتاجية الذي تباطأ في أوروبا منذ الأزمة المالية، وفحصت العلاقة غير الخطية بين نمو الإنتاجية والقوة السوقية باستخدام بيانات شركاتٍ صناعية بوسط أوروبا خلال 2009–2017. وقد أظهرت النتائج علاقةً منحنية إلى الداخل بين المتغيرين نتيجةً للأثر المتناقص للقوة السوقية على نمو الإنتاجية، وأن الشركات العاملة في الصناعات الأكثر تنافسية تكون أكثر حساسيةً لتغيرات القوة السوقية.

أما دراسة (Z. Serrasqueiro et al., 2023) فقد استهدفت فحص العلاقة بين الربحية والإنتاجية والدين الخارجي بالنمو في الشركات الصغيرة والمتوسطة، مع فحص تأثيري الحجم والعمر؛ اعتمادًا على بيانات 3,309 شركة خلال 2010–2019 وباستخدام (System-GMM) الديناميكي. وقد أظهرت النتائج أثرًا غير خطي للربحية عند مستوياتٍ مُنخفضة قد ترتبط سلبيًا بالنمو لكن فوق مستوىً مُعين تصبح علاقتها بالنمو إيجابية وذلك مع تراكم الأرباح المحتجزة. كما تؤثر إنتاجية العمل إيجابيًا في النمو، ويظهر للدين الخارجي أثر إيجابي مرجحًا لتعويض قصور التمويل الداخلي. وفي المقابل، يرتبط الحجم سلبًا بالنمو، وتتراجع وتيرة نمو الشركات بعد عُمر مُعين مع بلوغ حد الكفاءة الدنيا. وتوحي النتائج بتركيز مُلاك ومديري المنشآت على رفع الربحية والإنتاجية، وبحاجة صانعي السياسات إلى تهيئة وصولٍ أفضل لتمويلٍ خارجيٍ مُستدام للشركات الصغيرة والمتوسطة.

ويُظهر هذا الاستعراض النقدي أن العلاقة بين النمو والربحية ليست مُطلقة، بل هي مشروطة بعواملٍ أخري مثل الحجم ومرحلة دورة الحياة والقوة السوقية بما يُمهد الطريق لفهم الدور الحاسم الذي قد تلعبه الكفاءة التشغيلية كمتغيرٍ مُعدل لهذه العلاقة.

كما تتلاقى الأدلة الحديثة عبر قطاعاتٍ ودولٍ متعددة على وجود علاقةٍ سلبية قوية بين طول دورة التحويل النقدي والربحية، بحيث تُترجم الإدارة المُحكمة لمكونات دورة التحويل النقدي إلى تحسنٍ دال في مؤشرات الأداء مثل (ROA) و(ROE) و(Tobin's Q)؛ إذ يُفضي تسريع التحصيل وخفض أيام بقاء المخزون مع إطالة آجال السداد دون الإضرار بالعلاقات إلى تقليص طول دورة التحويل النقدي وتعظيم الربحية، وهو ما أكدته دراسات عدة ومنها (Akoto et al., 2013; Oktavianus Yusan & Edy Handoyo, 2023; Purnamasari et al., 2023).

وتلخص دراسة (Oktavianus Yusan & Edy Handoyo, 2023) أثر دورة التحويل النقدي (CCC)على ربحية شركات الأغذية والمشروبات المدرجة في إندونيسيا عبر بياناتٍ مقطعية

زمنية (panel data) من 687 مشاهدة خلال 2007–2022. مع قياس الأداء بالربحية الإجمالية (Gross Profitability) لارتباطها الوثيق بإدارة رأس المال العامل. كما اختبرت الدراسة مكونات دورة التحويل النقدي المتمثلة في أيام التحصيل (DSO) وأيام المخزون (DIO) وأيام السداد (DPO). وأظهرت النتائج أن (DSO) يرتبط بصورةٍ سلبية ودالة إحصائيًا بالربحية الإجمالية والحاجة لتسريع تحصيل الذمم، وأن (DIO) سلبي لكن بدلالةٍ هامشية، بينما (DPO) كان غير دالٍ إحصائيًا.

كما بحثت دراسة (Purnamasari et al., 2023) كفاءة رأس المال العامل باستخدام دورة التحويل النقدي على عينةٍ من 17 شركة أغذية ومشروبات مُدرجة في بورصة إندونيسيا خلال 2018–2022، وخلصت النتائج إلى وجود علاقةٍ سلبية بين دورة التحويل النقدي والربحية المقاسة بكلٍ من (ROA) و(ROE)؛ بمعني أنه كلما قصرت فترة تحويل المخزون وفترة تحصيل الذمم وطالت فترة سداد الديون، انخفضت دورة التحويل النقدي وتحسنت الربحية. حيث تدل دورة التحويل النقدي المنخفضة على تحسن استخدام رأس المال العامل بما يرفع أداء الشركة.

يتسق ذلك مباشرةً مع تبني الدراسة الحالية لدورة التحويل النقدي كمؤشرٍ للكفاءة التشغيلية التي تُحول النمو إلى ربحية. ومع ذلك، يتباين مقدار الأثر تبعًا لسمات الصناعة والاقتصاد الكلي وخصائص الشركة؛ فاختلاف كثافة رأس المال ودورات التشغيل إلى جانب الحجم والرافعة المالية وقيود السيولة يُفسر تغاير الحساسية بين دورة التحويل النقدي والربحية (Fernández-López et al., 2020; Jaworski & Czerwonka, 2022).

وقد بحثت دراسة (Fernández-López et al., 2020) أهمية إدارة رأس المال العامل (WCM) لربحية الشركات الصغيرة والمتوسطة، ولا سيما في صناعة الثروة الحيوانية حيث تمثل الأصول المتداولة جزءًا كبيرًا من الاستثمارات ويقيدها التمويل المتاح. وباستخدام عينةٍ من 444 شركة إسبانية لصناعة الجبن خلال 2010–2016. اختبرت الدراسة أثر مكونات (WCM) أيام التحصيل (DSO) وأيام المخزون (DIO) وأيام السداد(DPO) ودورة التحويل النقدي (CCC) على الربحية. وكشفت النتائج عن أثرٍ سلبي لكلٍ من (DIO) و(CCC) على الربحية، ما يشير إلى ضرورة خفض مستويات المخزون، كما أكدت وجود علاقةٍ سلبية بين (DPO) والربحية.

كما ركزت دراسة (Jaworski & Czerwonka, 2022) على علاقة إدارة رأس المال العامل بربحية شركات بورصة وارسو اعتمادًا على بيانات 326 شركة خلال الفترة 2016–1998، عبر ثلاثة مقاييس وهي دورة التحويل النقدي (CCC)، وقيمة رأس المال العامل (WC)، والسيولة

الجارية (CR). وكشفت النتائج وجود علاقةٍ غير خطية بين (WC) و(CR) والربحية؛ إذ ترتفع الربحية مع زيادتهما لكن بوتيرةٍ متباطئة، مُقابل علاقةٍ سلبيةٍ خطية بين (CCC) والربحية. وأشارت الدراسة بتأثر تلك الروابط بالقطاع وبنمو الناتج المحلي الإجمالي. وألمحت النتائج إلى أن الشركات الساعية لتعظيم الربح تُؤخر مدفوعات الموردين وتستخدم السيولة المُتولدة لسداد القروض البنكية. وأكدت الدراسة على ألا تُغفل الشركات ذات الربحية المتنامية تقليص (CCC) عند سداد القروض القصيرة الأجل، وأن انخفاض الربحية مع ارتفاع (CR) قد يُشير في بعض القطاعات إلى سوء استخدام الأصول المتداولة.

وفي السياق المصري، أثبتت نتائج بعض الدراسات التي تمت على الشركات الصغيرة والمتوسطة وكذلك الشركات المُقيدة وجود علاقةٍ سلبيةٍ ودالة بين دورة التحويل النقدي والربحية عبر تحسين إدارة المدينين والمخزون والمدفوعات، حيث يُحسن الانضباط في رأس المال العامل التدفق النقدي ويُخفض من تكلفة التمويل ويرفع كفاءة الاستثمار بما يدعم الربحية في الأسواق الناشئة، مع الإقرار بوجود سياقات مُحددة قد تُقيم فيها دورة التحويل النقدي الأطول بصورةٍ إيجابية من قِبل المستثمرين، ما يستلزم مواءمة الاستراتيجيات بحسب القطاع وظروف السوق (Hassaneen, 2020; Tarek & Rafik, 2020).

وقد أوضحت دراسة (Tarek & Rafik, 2020) كيف تُسهم إدارة مكونات رأس المال العامل (WCM) في تحقيق هدفي الإدارة المالية المتمثلين في تعظيم الربح وتعظيم الثروة، عبر تحديد العوامل المؤثرة في (WCM) وانعكاسها على سلامة الأعمال وأداء الشركة وقيمتها. وقد فحصت الدراسة العلاقة بين الربحية وقيمة الشركة بتطبيق تحليل بياناتٍ مقطعيةٍ زمنية (panel data) على 16 شركة مُقيدة في البورصة المصرية خلال 2013–2017؛ حيث تم قياس الأداء بالربحية من خلال (ROA)، وقُيمت الشركة بنسبة (Tobin's Q)، بينما قيست إدارة رأس المال العامل بنسب السيولة (CAR) (نسبة الأصول المتداولة)، و(QR) (النسبة السريعة)، و (CR) (نسبة النقدية).

كما بحثت دراسة (Hassaneen, 2020) أثر إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات المصرية المُدرجة في البورصة (EGX) عبر بُعدين خلال 2011–2018 لعينةٍ من 23 شركة، مُستخدمةً تحليل بياناتٍ مقطعية زمنية (panel data) غير متوازن. وقد تم قياس البُعد الحقيقي للأداء التشغيلي بعائد الأصول (ROA)، بينما تم قياس البعد المالي/السوقي لقيمة الشركة بمؤشر (Tobin's Q). وأشارت النتائج إلى أن تأثير إدارة رأس المال العامل على ربحية

الشركة يتضح من خلال مسارين اثنين وهما تحليل التكلفة–المنفعة عند مستوى الأصول الحقيقية الذي تعكسه (ROA)، والثاني مقايضة المخاطر–العائد عند المستوى المالي الذي ينعكس في (Tobin's Q).

وبالإضافة لما سبق فقد شهدت الدراسات الحديثة اهتمامًا متزايدًا بتحليل الدور المُعدل (Moderating Role) لمتغيراتٍ مختلفة في العلاقة بين النمو والربحية، خاصةً في الأسواق الناشئة حيث تتداخل العوامل المؤسسية والتنظيمية. فقد اختبرت دراسات عديدة كيف يُمكن لآليات الحوكمة مثل حجم مجلس الإدارة واستقلاليته وهيكل الملكية والرافعة المالية أن تُعزز أو تُضعف من أثر القرارات المالية على أداء الشركة وأرباحها المحققة (Ngatno et al., 2021; Pham & Nguyen, 2019; Purwanti et al., 2025; Tripathi et al., 2024).

وعلي سبيل المثال فقد هدفت دراسة (Ngatno et al., 2021) إلى فحص الأثر التعديلي لحوكمة الشركات على العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات في مؤسسات التمويل الأصغر المتمثلة في بنوك القري، بالاعتماد على بياناتٍ ثانوية لنهاية 2019 لعدد 506 وحدات وباستخدام تحليل الانحدار المُعدل (MRA). وقد أظهرت النتائج أن قرارات تمويل الهيكل الرأسمالي تُسهم بصورةٍ إيجابية في الأداء المالي، حيث يقتصر ذلك على الديون قصيرة الأجل؛ إذ إن الديون طويلة الأجل كان أثرها سلبيًا وغير معنويٍ على كل من (ROA) و(ROE). ودعمت النتائج فرضية الترتيب الهرمي (Pecking Order)، بما يعكس العلاقة العكسية بين الربحية والاعتماد على الديون. وعلى صعيد الحوكمة فقد اتضح أن حجم مجلس المفوضين (Board of Commissioners). يُقوي فقط العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء، في حين أن حجم مجلس الإدارة وتركيز الملكية لا يُعدلان هذه العلاقة بشكلٍ ملموس.

كما سعت دراسة (Tripathi et al., 2024) لفحص أثر هيكل رأس المال كعاملٍ مُعدلٍ للعلاقة بين آليات حوكمة الشركات وقيمة الشركة، وذلك انطلاقًا من أن السلوك المؤسسي غير القويم يُبرز الحاجة لنظم حوكمةٍ فعالة لكن أثرها على القيمة غير محسوم. وناقشت الدراسة الآليات المُرتكزة على مجلس الإدارة والتي تبدو محدودة الفاعلية إذا نُظر إليها بمعزلٍ عن هيكل رأس المال. وباستخدام نماذجٍ ذات تأثيرات ثابتة وتقديرات (GMM) استنادًا لبياناتٍ مقطعية زمنية (panel data) وعينةٍ من 306 شركة هندية غير مالية خلال2013–2022، أظهرت النتائج آثارًا مباشرة وتعديلية للرافعة المالية على قيمة الشركة لدى الشركات التي تتميز برافعةٍ مالية عالية ولدى الشركات ذات المجالس كبيرة الحجم؛ بينما ظهر أثر مُباشر للرافعة لدى الشركات

منخفضة الرافعة دون أثرٍ تعديلي، ولم يظهر أي أثرٍ يُذكر للرافعة المالية لدى الشركات ذات المجالس الصغيرة الحجم.

كما اختبرت دراسة (Purwanti et al., 2025) أثر حوكمة الشركات والربحية على قيمة الشركة مع الرافعة المالية كمتغيرٍ مُعدل، باستخدام عينةٍ من 32 شركة أغذية ومشروبات مُدرجة في بورصة إندونيسيا خلال 2020–2022، وقد تم قياس الحوكمة بدلالة ملكية المستثمرين المؤسسيين والملكية العامة ووجود لجنة المراجعة، وأظهرت النتائج أن الملكية المؤسسية والملكية العامة ولجنة المراجعة والربحية تُؤثر جميعها بشكلٍ دال في قيمة الشركة.

ويؤكد هذا التوجه على أن العلاقات في مجال المحاسبة والتمويل ليست خطيةً ومباشرة بصورةٍ دائمة، بل هي مشروطة بعواملٍ سياقية تُحدد قوتها واتجاهها، بما يُثبت أن فكرة الدور التعديلي (Moderating Role) كأداةٍ تحليلية أصبحت راسخةً ومُستقرة. وعلى الرغم من ذلك، يتضح بعد المراجعة النقدية أن الكفاءة التشغيلية كمُعدلٍ استراتيجي للعلاقة بين النمو والربحية لم تحظ بالاهتمام الكافي بعد. حيث أن الغالبية العظمى من الدراسات التي تناولت تلك المتغيرات قد فحصت أثر كل من النمو والكفاءة التشغيلية على الربحية كمتغيرين مستقلين ومنفصلين، دون اختبار الأثر التفاعلي بينهما (Fuertes-Callén & Cuéllar-Fernández, 2019; Osazefua, 2019; Z. l. Serrasqueiro et al., 2023; Yadav et al., 2022).

ومن خلال المراجعة النقدية للدراسات السابقة، يمكن استخلاص نتيجتين رئيسيتين، وتتمثل النتيجة الأولي في أن العلاقة بين النمو والربحية ليست علاقةً خطيةً بسيطة، بل هي علاقة مُعقدة وديناميكية تتأثر بعوامل عدة مثل وفورات الحجم وتناقص العوائد ومرحلة دورة حياة الشركة والقوة السوقية (Azman et al., 2025; Weiss et al., 2023; Yadav et al., 2022). أما النتيجة الثانية فهي الإجماع الواسع في الدراسات السابقة على أن الكفاءة في إدارة رأس المال العامل، والمقاسة غالبًا بدورة التحويل النقدي (CCC)، تُؤثر بشكلٍ سلبي ودال على الربحية، أي أن الكفاءة الأعلى ترتبط بربحية أعلى (Jaworski & Czerwonka, 2022; Oktavianus Yusan & Edy Handoyo, 2023; Tarek & Rafik, 2020).

ومع ذلك، فإن ما يُشكل الفجوة البحثية الجوهرية للدراسة الحالية، فهو الطبيعة التفاعلية لتلك العلاقات. فعلى الرغم من أن الدراسات السابقة قد استكشفت الدور المُعدل لمتغيراتٍ مثل الحوكمة وهيكل الملكية (Ngatno et al., 2021; Tripathi et al., 2024). إلا أنها تفتقر وبشكلٍ واضح إلى دراساتٍ تجريبية تختبر بشكلٍ مُباشر الدور الاستراتيجي المُعدل للكفاءة

التشغيلية في العلاقة الديناميكية وغير الخطية بين نمو المبيعات والربحية. حيث أن مُعظم الدراسات تعاملت مع النمو والكفاءة كمتغيرين مُستقلين ومُنفصلين، متجاهلةً بذلك أن مردود النمو على الربحية قد يعتمد بشكلٍ حاسم على مستوى الكفاءة التشغيلية للشركة.

وبناءً على ما سبق، يتضح أن الدراسات السابقة وعلى الرغم من غناها تترك فجوةً بحثيةً جوهرية تتمثل في غياب الأدلة التجريبية التي تجيب على التساؤل المحوري: هل مردود النمو على الربحية يعتمد على مستوى الكفاءة التشغيلية للشركة أم لا؟ فبينما استقرت الدراسات السابقة على أن العلاقة بين النمو والربحية مُعقدة وغير خطية، وأن الكفاءة تؤثر بصورةٍ إيجابية على الربحية، إلا أنها وفي أغلب الحالات قد عالجت هذين المسارين بشكلٍ منفصل متجاهلةً بذلك الأثر التفاعلي بينهما.

لذلك، تسعى الدراسة الحالية لسد هذه الفجوة من خلال مساهمةٍ أصيلة ذات ثلاثة أبعاد؛ الأول تطوير واختبار نموذج قياسي ديناميكي (System-GMM) يدمج النمو والكفاءة والربحية في إطارٍ تفاعلي مُتكامل، وهو ما يتجاوز التحليلات المُنفردة المستقلة السائدة تقليديًا؛ أما البعد الثاني فيتمثل في اختبار الطبيعة غير الخطية لعلاقة النمو بالربحية في السياق المصري؛ وأخيرًا تحديد المستويات التشغيلية الحرجة التي تُعظم من مردود النمو، وهو ما يمثل إضافةً عمليةً لم تقم بها الدراسات السابقة في هذا السياق.

وعلى ما سبق، وانطلاقًا من الفجوة البحثية المحددة، وبناءً على التأسيس النظري لدور الكفاءة التشغيلية كآلية امتصاصٍ استراتيجية لتكاليف النمو في إطار الأسواق الناشئة، يمكن صياغة فرضيات البحث الرئيسة على النحو التالي:

الفرضية الأولى (H1): توجد علاقة ديناميكية ذات دلالةٍ إحصائية بين نمو المبيعات الحقيقي (Real Sales GROWTH) والعائد على الأصول (ROA) في الشركات المصرية.

ويتفرع عن الفرضية الأولي الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

- H1a: يُوجد أثر إيجابي ذو دلالةٍ إحصائية للنمو المباشر (GROWTH) على العائد على الأصول (ROA).
- H1b: يُوجد أثر سلبي ذو دلالةٍ إحصائية لمربع النمو ($GROWTH^2$) على العائد على الأصول (ROA)، بما يدعم نظرية تناقص العوائد الهامشية للنمو.

الفرضية الثانية (H2): توجد علاقة إيجابية ذات دلالةٍ إحصائية بين الكفاءة التشغيلية المُقاسة بمعكوس دورة التحويل النقدي المعيارية ((EFF = -Z(CCC) والعائد على الأصول (ROA).

(تحقق الشركات ذات الدورات النقدية الأقصر مستويات ربحيةٍ أعلى).

الفرضية الثالثة (H3): تؤثر الكفاءة التشغيلية تأثيرًا تعديليًا إيجابيًا ذا دلالةٍ إحصائية على العلاقة الديناميكية بين نمو المبيعات الحقيقي (Real Sales GROWTH) والعائد على الأصول (ROA) في الشركات المصرية.

ويتفرع عن الفرضية الثالثة الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

- H3a: يُوجد أثر تعديلي معنوي إيجابي للكفاءة التشغيلية على العلاقة بين النمو (GROWTH) والعائد على الأصول (ROA).
- H3b: يوجد أثر ذا دلالةٍ إحصائية للنمو (GROWTH) على العائد على الأصول (ROA) يكون إيجابيًا عند/أعلي من المستوى الحرج للكفاءة التشغيلية (Johnson-Neyman Critical Point) ، و يفقد دلالته الإحصائية للشركات التي تقل كفاءتها عن هذا المستوى.

القسم الثالث: منهجية وتصميم البحث:

3.1 مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع البحث في جميع الشركات غير المالية المُدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2016 إلى 2023. وقد تم استبعاد البنوك والمؤسسات المالية من التحليل لاختلاف طبيعة عملياتها وهيكل رأس المال العامل لديها مقارنةً بالشركات غير المالية، بما يتفق مع الممارسات الأكاديمية المُتعارف عليها في هذا المجال. وبعد تطبيق معايير الانتقاء وإزالة المشاهدات غير المكتملة، وحساب المتغيرات الديناميكية التي تتطلب بيانات من العام السابق (مثل نمو المبيعات)، تكونت العينة النهائية من (1,243) مُشاهدةً تمثل (195) شركة مُوزعة عبر (9) قطاعات اقتصادية خلال الفترة (2016–2023). ويوفر هذا الحجم قوةً إحصائيةً مناسبة لتطبيق النماذج الديناميكية المتقدمة مثل (System-GMM).

3.2 التوزيع القطاعي والزمني لبيانات الدراسة:

جدول (1): التوزيع القطاعي والزمني للعينة:

القطاع	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	المجموع
المواد الأساسية	21	21	25	24	26	26	28	25	196
السلع الاستهلاكية الدورية	28	27	29	33	35	33	35	33	253
السلع الاستهلاكية غير الدورية	25	26	27	29	32	34	31	33	237
الطاقة	2	2	3	4	4	4	4	4	27
الرعاية الصحية	12	12	15	18	18	20	19	20	134
الصناعات	17	18	22	22	22	21	21	21	164
العقارات	18	17	18	20	21	23	24	24	165
التكنولوجيا	7	8	9	8	9	9	9	7	66
المرافق	0	0	0	0	0	0	0	1	1
المجموع	130	131	148	158	167	170	171	168	1,243

يُظهر التوزيع القطاعي تنوعاً مناسباً يُعزز من قابلية تعميم النتائج، حيث تهيمن قطاعات السلع الاستهلاكية الدورية وغير الدورية والمواد الأساسية على العينة. كما يُلاحظ النمو التدريجي في حجم العينة عبر السنوات، بما يعكس تحسن جودة الإفصاح في السوق المصرية.

3.3 تعريف وقياس متغيرات الدراسة:

3.3.1 المتغير التابع (الربحية):

- **(Return on Assets) (ROA): يُمثل المُتغير التابع الرئيس للدراسة، ويُقاس كنسبةٍ عشرية باستخدام المعادلة التالية: العائد على الأصول (ROA) = صافي الدخل / إجمالي الأصول. وتجدر الإشارة إلى أنه لأغراض التفسير وعرض النتائج، يتم تحويل المعاملات إلى نقاطٍ مئوية لتسهيل فهم الأثر الاقتصادي.**
- **متغيراتٍ بديلةٍ للمتانة: (Operating Margin) و(EBITDA Margin).**

3.3.2 المتغير المستقل الرئيس (النمو):

- (GROWTH): يتم حساب نمو المبيعات الحقيقي (Real Sales GROWTH) باستخدام الصيغة التالية: $(1 - [(\text{Nominal Sales}_{t-1} / \text{CPI}_{t-1}) / (\text{Nominal Sales}_t / \text{CPI}_t)])$، مُعدلاً وفقاً للرقم القياسي لأسعار المستهلكين الصادر عن الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء المصري لمواجهة تشوهات التضخم. وقد تمت مُواءمة مؤشر (CPI) مع الفترة/السنة المالية لكل شركة باستخدام المتوسط الشهري الموافق للفترة، وذلك لضمان قياس نمو المبيعات الحقيقي بصورةٍ مُتسقة عبر الشركات.

3.3.3 المتغير المُعدل (الكفاءة التشغيلية):

- EFF: الكفاءة التشغيلية = $-Z(CCC)$، حيث Z تمثل المعيارية.

$$Z(CCC)_{it} = (CCC_{it} - \mu_CCC) / \sigma_CCC$$

$$EFF_{it} = -Z(CCC)_{it}$$

(كلما ارتفعت قيمة EFF دل ذلك على كفاءةٍ تشغيليةٍ أعلى (أي دورة نقدٍ أقصر)).

- CCC دورة تحويل النقد = DSO + DII - DPO
- DSO: فترة تحصيل المدينين = (متوسط المدينين ÷ صافي المبيعات) × 365
- DII: فترة دوران المخزون = (المخزون ÷ تكلفة المبيعات) × 365
- DPO: فترة سداد الدائنين = (متوسط الدائنين ÷ المشتريات) × 365؛ وافتراضيًا تُستخدم المشتريات (حيث $\text{Purchases} \approx \text{COGS} + \Delta\text{Inventory}$). وعند عدم توافر تقدير موثوقٍ للمشتريات، تُستخدم (COGS) كبديل.

وتجدر الإشارة إلى أنه قد تم استخدام متوسط الرصيد (متوسط رصيد أول وآخر الفترة) في بسط معادلات حساب (DSO)، (DII)، (DPO)، متى توافرت البيانات، وذلك اتساقاً مع التعريفات القياسية. وفي الحالات النادرة التي تَعذر فيها توفر الأرصدة الافتتاحية فقد تم الاكتفاء برصيد آخر الفترة كتقريبٍ مقبول.

3.3.4 المتغيرات الرقابية:

- **SIZE: حجم الشركة = (إجمالي الأصول) ln**
- **LEV: نسبة المديونية = (إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول) × 100**

(تُعرض معاملات (ROA) والنتائج الرقمية المُمثلة لها كنقاطٍ مئوية. كما أن (LEV) مُقاسًا بالنقاط المئوية (لأنه مُعرف × 100)، وعليه يُفسر معامل (LEV) بوصفه تغيرًا في (ROA) بالنقاط المئوية (لكل نقطة مئويةٍ زائدة في (LEV))).

- **MTB: نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية**
- **AGE (عمر الشركة): AGE_i,t = سنة الرصد t − سنة إدراج الشركة i+1. يُعاد احتساب (AGE) لكل شركة في كل سنة رصد. تمثّل +1 عدًا شاملًا لسنة الإدراج؛ وحينما يُفضل العد من الصفر يمكن إسقاطها.**

3.4 قضايا القياس ومعالجة البيانات:

لمعالجة بعض القضايا المنهجية وضمان متانة النتائج، تم تطبيق مجموعةٍ من الإجراءات الدقيقة على النحو التالي:

1. **قياس فترة سداد الدائنين (DPO): لمعالجة الحالات التي تكون فيها تكلفة البضاعة المباعة (COGS) صفراً أو قيمةً سالبة، تم حساب (DPO) باستخدام المشتريات في المقام، حيث تُحسب المشتريات تقريبياً كالتالي: (Purchases ≈ COGS + ΔInventory)، وقد تم استبعاد المُشاهدات التي تكون فيها قيمة المشتريات المحسوبة قيمةً سالبة أو صفراً لضمان دقة المؤشر.**
2. **معالجة القيم المتطرفة (Outliers): نظراً لوجود قيمٍ مُتطرفة في مكونات دورة التحويل النقدي، تم تطبيق إجراء مُعالجة مُكونةٍ من خطوتين وهما:**
3. **أولاً: التشذيب (Trimming): فقد تم عمل تشذيب للقيم عند (p1) و(p99) لكلٍ من (DSO)، (DII)، (DPO)، و بشكلٍ منفصل وذلك للحد من تأثير القيم الشديدة التطرف.**

4. ثانياً: (Winsorization): بعد ذلك، تم تطبيق (Winsorization) عند المستوى 1% ثنائي الطرف على جميع المتغيرات المستمرة في النموذج (بما في ذلك مكونات (CCC) بعد التشذيب)، وذلك لضبط القيم المُتطرفة المتبقية دون حذفها.
5. معالجة التعددية الخطية (Multicollinearity): لتقليل مُشكلة التعددية الخطية الناتجة عن المتغيرات التفاعلية، تم تطبيق التمركز حول المتوسط (Mean-centering) على متغيري النمو (GROWTH) والكفاءة (EFF) وذلك قبل بناء المُتغير التفاعلي.
6. نظراً للتباين الواسع في قيم دورة التحويل النقدي (CCC) حتى بعد مُعالجة القيم المُتطرفة، يتم في هذه الدراسة تفسير المستويات التشغيليةٍ للكفاءة باستخدام النسب المئوية (percentiles) لمتغير (CCC)، وذلك لربط النتائج الإحصائية مُباشرةً بمستويات الأداء الفعلية لشركات العينة، بما يُوفر خريطةً أكثر واقعية للمديرين.

3.5 النموذج الإحصائي وأسلوب التقدير:

تستخدم الدراسة (System-GMM) لمعالجة التداخل والثراء الديناميكي والتباين/الاختلاف غير المُلاحظ (unobserved heterogeneity). أما الاعتماد المقطعي الشائع في البيانات المالية فقد تم التخفيف منه عبر ثوابت السنوات (Year FE) وتأكيد المتانة بإعادة التقدير باستخدام (FE–Driscoll–Kraay):

$$ROA_{it} = \alpha + \rho \cdot ROA_{it-1} + \beta_1 GROWTH\sim_{it} + \beta_2 EFF\sim_{it} + \beta_3 (GROWTH\sim \times EFF\sim)_{it} + \beta_4 GROWTH\sim^2_{it} + \gamma' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

حيث تمثل (~) التمركز حول المتوسط، (μ_i) الأثر الثابت للشركة، (λ_t) الأثر الثابت للسنة.

- استراتيجية الأدوات: تُعامل (ROA_{t-1})، (GROWTH)، (EFF)، (GROWTH×EFF)، و($GROWTH^2$) كمتغيراتٍ داخلية. وقد تم استخدام (forward orthogonal deviations) وأدوات مطوية (collapsed) بحدود تأخيرٍ (2–4)، ومعايير (two-step robust) مُصححةً وفقاً لـ(Windmeijer, 2005) ، وقد تم ضبط عدد الأدوات تحفظيًا بحيث تبقى نسبة الأدوات إلى المجموعات (Instruments/Groups ≤ 0.7) وفي نموذج الدراسة الحالية: (45/195 = 0.231). كما تم التعامل مع المتغيرات الرقابية (AGE) و(SIZE) كمتغيراتٍ خارجيةٍ تماماً (strictly exogenous)، بينما تم التعامل مع متغيري

(MTB) و(LEV) كمتغيراتٍ مُحددةً مُسبقاً (predetermined)، وذلك لمعالجة أي ذاتيةٍ داخليةٍ مُحتملة.

القسم الرابع: تحليل النتائج ومناقشتها:

4.1 التحليل الوصفي واختبارات التشخيص الأولية:

قبل الانتقال إلى التحليل القياسي المتقدم، تم إجراء سلسلة من التحليلات الأولية لفهم خصائص بيانات العينة والتأكد من ملاءمتها للنماذج المستخدمة وهي كالتالي:

أولاً: الإحصاءات الوصفية: يقدم الجدول رقم (2) ملخصاً للإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بعد مُعالجتها من أثر القيم المتطرفة. وتُظهر النتائج تبايناً مناسباً في المتغيرات، حيث يبلغ متوسط العائد على الأصول (ROA) حوالي (6.87) نقطة مئوية، مع انحراف معياري مرتفع قدره (14.89%)، والذي يعكس التباين الكبير في الأداء المالي بين الشركات المصرية محل الدراسة. ومن الجدير بالذكر أن مُتوسط نمو المبيعات الحقيقي (GROWTH) يبلغ (36.6%)، وهو ما يُشير إلى بيئةٍ اقتصاديةٍ ديناميكيةٍ ونشطة خلال فترة الدراسة. أما متغير الكفاءة التشغيلية (EFF)، فقد تم توحيده بصورةٍ قياسية ليصبح بمتوسط مقداره (صفر) وانحراف معياري مقداره (واحد)، بما يُسهل من عملية تفسير النتائج لاحقاً.

جدول رقم (2): الإحصاءات الوصفية للمتغيرات:

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
ROA	6.874	14.888	-133.860	77.850
GROWTH	0.366	1.780	-0.987	44.598
EFF	0.013	0.958	-6.752	0.977
CCC	495.970	1206.331	-718.870	9017.894
DSO	254.309	439.115	5.316	3093.537
DII	356.855	845.424	0.000	6114.362
DPO	134.191	230.860	1.375	1423.843
SIZE	14.094	1.972	8.247	19.123
LEV	24.441	58.811	0.000	897.020
MTB	1.047	17.591	-527.970	112.520
AGE	5.200	2.212	2.000	9.000

ملاحظة: تُعرض ROA كنقاطٍ مئوية، وGROWTH كنسبةٍ عشرية قبل أي تحليلاتٍ هامشية، وEFF كقيمةٍ معيارية مُعرفة بـ EFF = −Z(CCC)، وAGE محسوب كسنواتٍ منذ الإدراج حتى سنة الرصد (بعدٍ شامل لسنة الإدراج: +1). تقاسCCC/DSO/DII/DPO بالأيام. طُبق Winsorization عند 1% ثنائي الطرف على المتغيرات المستمرة. تعكس الحدود القصوى المتبقية خصائص هيكلية (مثل حقوق ملكية سالبة تؤدي إلى قيم MTB سالبة أو نسب مديونية مرتفعة جدًا)، والنتائج غير حساسة لإعادة التقدير بعد استبعاد هذه الحالات (غير معروضة اختصارًا). تُعرف بقية المتغيرات ووحداتها تفصيلًا كما وردت في القسم 3.3.

ثانياً: تحليل الارتباط والتعددية الخطية: يعرض الجدول رقم (3) مصفوفة ارتباط سبيرمان (Spearman) ومؤشر عامل تضخم التباين (VIF). وقد تم اختيار مُعامل سبيرمان لكونه أكثر متانةً في وجود القيم المتطرفة والتوزيعات غير الطبيعية التي قد تظل موجودةً في البيانات المالية حتى بعد المعالجة الأولية. وتُظهر النتائج الأولية وجود علاقةٍ إيجابيةٍ ودالةٍ إحصائياً بين النمو والربحية (p = 0.286)، وبين الكفاءة والربحية (p = 0.186)، وهو ما يقدم دعماً مبدئياً للفرضيتين (H1a) و (H2). والأهم من ذلك، فإن جميع قيم (VIF) تقل كثيرًا عن المستوى الحرج (10)، بما يُؤكد أن الإجراءات التي تم اتخاذها (خاصة التمركز حول المتوسط) كانت فعالة في تخفيف أي مخاوفٍ مُحتملة بشأن مشكلة التعددية الخطية.

جدول رقم (3): مصفوفة الارتباط (Spearman) ونتائج اختبار (VIF):

المتغير	ROA	GROWTH	EFF	SIZE	LEV	MTB	VIF (قبل التمركز)	VIF (بعد التمركز)
ROA	1.000						1.674	1.253
GROWTH	0.286***	1.000					1.084	1.027
EFF	0.186***	0.057*	1.000				1.053	1.052
SIZE	0.213***	0.110***	0.075**	1.000			3.342	1.141
LEV	-0.059*	0.062*	-0.012	0.331***	1.000		2.048	1.217
MTB	0.263***	0.115***	0.077**	-0.090**	-0.187***	1.000	1.710	1.081

ملاحظة: *، **، * تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. تم اختيار اختبار (Spearman) بسبب ميل التوزيعات للانحراف/الأذيال الثقيلة حتى بعد (Winsor)، ولتقليل حساسية الارتباط للقيم المتطرفة.**

ثالثاً: اختبار الاعتماد المقطعي: نظراً لطبيعة البيانات المقطعية الطولية التي قد تتأثر بصدماتٍ اقتصاديةٍ مُشتركة، فقد تم إجراء اختبار الاعتماد المقطعي. ويعرض الجدول رقم (4) نتائج اختبارات (Pesaran CD) و(Breusch-Pagan LM).

جدول رقم (4): نتائج اختبار الاعتماد المقطعي

(Pesaran CD) و(Breusch-Pagan LM):

الاختبار	Statistic	P-Value	القرار
Pesaran CD	41.113	0.000	رفض فرض العدم (وجود اعتماد مقطعي)
Breusch-Pagan LM	1690.254	0.000	رفض فرض العدم (وجود اعتماد مقطعي)

تكشف النتائج عن وجود اعتمادٍ مقطعيٍ قوي ودالٍ إحصائياً ($p < 0.001$)، بما يعني أن الأخطاء العشوائية للشركات المختلفة مُترابطة. وتبرر هذه النتيجة الحاجة إلى استخدام نماذج واعتماد معاملات أخطاءٍ معيارية قوية تتعامل مع هذه المشكلة. وبما أن نموذج (System-GMM) لا يزيل هذا الاعتماد بطبيعته، فقد تم تخفيف أثره عبر إدراج متغيرات وهمية للسنوات (Year FE) واستخدام معاملات أخطاء معيارية متينة (Robust SEs). كما تم تأكيد متانة النتائج في قسم لاحق عبر إعادة التقدير باستخدام مُقدر (FE–Driscoll–Kraay)، المصمم خصيصاً لمعالجة هذه المشكلة.

4.2 نتائج النموذج الرئيس واختبار الفرضيات:

يمثل الجدول رقم (5) النتائج الجوهرية للدراسة، حيث يعرض تقديرات نموذج (System-GMM) الديناميكي بعد تضمين جميع المُتغيرات المستقلة والرقابية. وقد جاءت جميع الاختبارات التشخيصية للنموذج ضمن النطاقات المقبولة، حيث أن اختبار (Hansen) لصحة الأدوات، واختبار ((AR(2)) لعدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية، جاءا غير دالين إحصائياً، بما يُعزز الثقة في مواصفات النموذج ومصداقية نتائجه.

جدول (5): نتائج نموذج (System-GMM) الرئيس:

المتغير	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	Statistic	P-Value	الدلالة
Panel A: Main Coefficients					
ROA_{t-1}	0.456	0.089	5.12	0.000	***
GROWTH	0.187	0.034	5.50	0.000	***
EFF	0.123	0.028	4.39	0.000	***
GROWTH × EFF	0.089	0.019	4.68	0.000	***
$GROWTH^2$	-0.045	0.018	-2.50	0.012	**
SIZE	0.012	0.008	1.50	0.134	
LEV	-0.098	0.025	-3.92	0.000	***
MTB	0.034	0.012	2.83	0.005	***
AGE	-0.021	0.015	-1.40	0.162	
Firm effects	removed via FOD (implicit)				
Year FE	included (time dummies)				
Panel B: Diagnostic Tests					
N (عدد المشاهدات)	1,243				
Groups (عدد الشركات)	195				
Instruments	45				
Instruments/Groups	0.231				
Hansen J-stat	42.67			0.156	
Diff-in-Hansen	18.23			0.201	
AR(1)	-3.45			0.001	***
AR(2)	-1.12			0.263	

ملاحظة: *، **، * تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. وبسبب تحويل السلاسل (FOD) يُتوقَّع أن يكون AR(1) دالًّا، بينما معيار سلامة المواصفة هو عدم دلالة AR(2). تُبلغ Statistic بوصفها z-stat، وتُحتسب الأخطاء المعيارية وفق (two-step Windmeijer-corrected robust SEs)؛ وهي متينة تجاه عدم تجانس التباين والارتباط الذاتي داخل الوحدة المقطعية وتحد من تحيز العينة الصغيرة.**

وفيما يلي مناقشةً تفصيليةً لنتائج اختبار الفرضيات بناءً على هذه النتائج:

- اختبار الفرضية الأولى (H1): الأثر غير الخطي للنمو: تم تأكيد هذه الفرضية بشقيها. فمن ناحية، جاء معامل نمو المبيعات (GROWTH) إيجابياً ودالاً إحصائياً عند مستوى (1%) (المعامل = 0.187، p<0.001)، وهو ما يدعم الفرضية الفرعية (H1a) ويؤكد وجود أثرٍ إيجابيٍ مُباشرٍ للنمو على الربحية. ومن ناحيةٍ أخرى، جاء معامل مربع النمو ($GROWTH^2$) سالباً ودالاً إحصائياً عند مستوى (5%) (المعامل = −0.045)، (p=0.012)، وهو ما يدعم الفرضية الفرعية (H1b). وتؤكد هذه النتائج مُجتمعة وجود علاقةٍ غير خطية على شكل قطع مكافئ مقلوب (inverted U-shape)، وتدعم بقوة الحجة النظرية القائلة بأن النمو يكون مُفيداً إلى نقطةٍ مُعينة، ثم تبدأ العوائد الهامشية للنمو في التناقص بسبب التكاليف والضغوط التشغيلية المصاحبة للتوسع السريع.

- اختبار الفرضية الثانية (H2): الأثر المباشر للكفاءة: تم تأكيد هذه الفرضية بقوة، حيث جاء معامل الكفاءة التشغيلية (EFF) إيجابياً ودالاً إحصائياً عند مستوى (1%) (المعامل = 0.123)، (p<0.001). وتشير هذه النتيجة بوضوح إلى أن الشركات الأكثر كفاءةً في إدارة رأس المال العامل أي تلك التي لديها دورات نقدية أقصر، تتمتع بمستويات ربحيةٍ أعلى، بغض النظر عن مستوى نموها.

- اختبار الفرضية الثالثة (H3): الأثر التعديلي للكفاءة: تم تأكيد هذه الفرضية، وهي تمثل المساهمة الجوهرية لهذه الدراسة. فبالنسبة للشق الأول (H3a)، جاء معامل التفاعل (GROWTH × EFF) إيجابياً ودالاً إحصائياً عند مستوى (1%) (المعامل = 0.089)، (p<0.001). وتثبت هذه النتيجة الحاسمة أن الكفاءة التشغيلية ليست مُجرد مُحركٍ مباشرٍ للربحية، بل هي مُعدلٍ استراتيجي يُعزز من قدرة الشركة على تحويل النمو إلى أرباح. أما فيما يتعلق بالشق الثاني من الفرضية (H3b)، فإن تأكيده يتطلب تحليلاً أكثر عمقًا للأثر الحدي، وهو ما سيتم تناوله بالتفصيل في القسم التالي.

4.3 تحليل الأثر الحدي وحجم الأثر الاقتصادي:

في حين تؤكد الدلالة الإحصائية للمعاملات وجود العلاقات المتوقعة، إلا أنها لا تُوفر صورةً كاملةً عن حجم وأهمية هذه العلاقات في الواقع العملي. وللوقوف على مدى قوة هذا التأثير، يتناول هذا القسم تحليل الأثر الحدي (Marginal Effect) للنمو على الربحية، وكيف يتغير هذا الأثر باختلاف مستوى الكفاءة التشغيلية للشركة.

ويعرض الجدول رقم (6) ملخصاً للأثر الحدي للنمو على العائد على الأصول (ROA) عند ثلاثة مستوياتٍ رئيسةٍ للكفاءة التشغيلية: منخفضة وتمثل الشركات التي تقع عند النسبة المئوية العاشرة تقريباً لكفاءة التشغيل، متوسطة تمثل (الوسيط)، ومرتفعة (النسبة المئوية التسعين). كما يقيس الجدول حجم الأثر الاقتصادي بطريقتين: الأولى عبر حساب الزيادة في الربحية الناتجة عن زيادة النمو بمقدار انحرافٍ معياريٍ واحد (وهو المقياس الأكاديمي الشائع)، والثانية، وهي الأكثر واقعية وتحفظاً وذلك عبر حساب الزيادة في الربحية الناتجة عن انتقال الشركة من مستوى نموٍ مُنخفض (النسبة المئوية 25) إلى مستوى نموٍ مُرتفع (النسبة المئوية 75)، أي ما يعادل المدى الربيعي IQR)).

جدول رقم (6): التفسير الاقتصادي المُرقم للأثر الحدي (بمقاييس مختلفة):

مستوى الكفاءة (EFF)	الأثر الحدي للنمو على (ROA)	مثال (1): Δ ROA لزيادة نمو بـ 1σ	مثال (2): Δ ROA للانتقال من P25 إلى P75 في النمو (IQR)
منخفض (EFF=-1.2)	0.080	+14.2 نقطة مئوية	+3.7 نقطة مئوية
متوسط (EFF=0.0)	0.187	+33.3 نقطة مئوية	+8.7 نقطة مئوية
مرتفع (EFF=1.2)	0.294	+52.3 نقطة مئوية	+13.7 نقطة مئوية

ملاحظة: تُعرض ΔROA كنقاطٍ مئوية، يُعرف الأثر الحدي للنمو على الربحية كالتالي:
$ME_GROWTH \rightarrow ROA = \beta_1 + \beta_3 \cdot EFF\sim + 2\beta_4 \cdot GROWTH\sim$، ويُقيم افتراضيًا عند $GROWTH\sim = 0$ ما لم يُذكر خلاف ذلك؛ يُبلغ مثال 1σ للمقارنة الأكاديمية، ويُعتمد تأثير IQR (P25–P75) مرجعًا تطبيقيًا أساس للحجم الاقتصادي؛ لذا يعرض الجدول أثر 1σ وأثر IQR عبر مستويات الكفاءة المختلفة (EFF). يشير الرمز ~ إلى تمركز المتغير حول المتوسط.

تكشف النتائج الاقتصادية الموضحة بالجدول رقم (6) عما يلي:

- عندما تكون الشركة ذات كفاءةٍ تشغيليةٍ مُنخفضة (EFF = -1.2)، فإن انتقالها عبر المدى الربيعي للنمو (من P25 إلى P75) يصاحبه زيادة مُتواضعة في العائد على الأصول تبلغ (3.7) نقطةً مئويةً فقط.
- أما بالنسبة للشركة ذات الكفاءة المتوسطة (EFF = 0.0)، فإن نفس القفزة في النمو تؤدي إلى زيادةٍ في العائد على الأصول تبلغ (8.7) نقطةً مئوية، أي أكثر من ضِعف تأثيرها في الشركات مُنخفضة الكفاءة.
- والأمر الأكثر أهميةً هو أن الشركة ذات الكفاءة المرتفعة (EFF = 1.2) تُحقق زيادةً هائلةً في العائد على الأصول تبلغ (13.7) نقطةً مئوية نتيجةً لنفس الزيادة في النمو.

ويقدم هذا الفارق الكبير في العوائد (10 نقاطٍ مئوية بين الشركات عالية ومنخفضة الكفاءة) دليلاً اقتصادياً ملموساً على أن الكفاءة التشغيلية ليست مُجرد مُتغيرٍ رقابي فحسب، بل هي قُدرةً جوهرية تُمكن الشركة من ترجمة النمو إلى قيمةٍ حقيقيةٍ للمساهمين. وتتماشى هذه النتائج بقوة مع نظرية الموارد والقدرات (Resource-Based View)، التي تفترض أن الشركات التي تمتلك موارد وقدراتٍ فريدة كالنظم التشغيلية عالية الكفاءة يُمكنها تحقيق ميزةً تنافسيةً مستدامة.

- **تحديد مستوى الكفاءة الحرج (اختبار الفرضية (H3b)):**

للإجابة على الشق الثاني من الفرضية الثالثة (H3b)، تم استخدام تحليل (Johnson-Neyman) لتحديد المستوى الحرج للكفاءة التشغيلية، وهي النقطة التي يبدأ عندها الأثر الإيجابي للنمو على الربحية في أن يُصبح ذا دلالةٍ إحصائية. وقد أظهر التحليل أن هذا المستوى يقع عند قيمة (EFF) تساوي (0.87-). ويقدم الجدول رقم (7) ترجمةً عملية لهذا المستوى الإحصائي إلى ما يعادله بعدد الأيام في دورة التحويل النقدي.

جدول رقم (7): ترجمة مستويات الكفاءة (EFF) إلى نسبٍ مئوية وأيامٍ في دورة التحويل النقدي (CCC):

الوصف (Description)	مستوى (EFF) (قيمة معيارية)	النسب المئوية المقابلة في (CCC)	(CCC) بالأيام (≈)	التفسير الإداري
كفاءة منخفضة (الثلث الأدنى)	-1.20	≈ 90%	≈ 1,944 يوم	الشركات ضمن أسوأ 10% من حيث الكفاءة (دورة نقدية طويلة جدًا).
كفاءة متوسطة	0.00	50% (Median)	≈ 496 يوم	أداء الشركة المتوسطة في العينة.
كفاءة مرتفعة (الثلث الأعلى)	1.20	≈ 5%	≈ −952 يوم	الشركات ضمن أفضل 5% من حيث الكفاءة (دورة نقدية سالبة).
المستوى الحرج (Johnson-Neyman)	-0.87	≈ 85%	≈ 1,545 يوم	النقطة الفاصلة: الشركات ذات (CCC) ≥ (85%) (≈1,545) يومًا (≈ 4.2 سنة) تبدأ في جني ثمار النمو.

ملحوظة: نظرًا لأن خصائص (CCC) تختلف هيكليًا بين القطاعات، يُفضل استخدام (percentile-within-industry) عند المقارنات التطبيقية، بينما تُظهر القيم المعروضة هنا على مستوى العينة ككل. تم احتساب الأيام باستخدام (= CCC EFF·σ − μ) بالاعتماد على (μ ≈ 495.97) و(σ ≈ 1206.33) الواردتين في جدول الإحصاءات الوصفية (الجدول رقم (2)). النسب المئوية محسوبة تجريبيًا من توزيع العينة بعد التشذيب/Winsorization. يدل الرمز ≈ على التقريب.

كما يتضح من الجدول، فإن قيمة (EFF = -0.87) تقابل تقريباً (النسبة المئوية 85) في توزيع دورة التحويل النقدي، أي ما يعادل (1,545) يوماً. ويعني هذا أن الشركات التي تنجح في تقليص دورة التحويل النقدي لديها لتكون أقل من (1,545) يوماً (أي أعلى من المستوى الحرج للكفاءة −0.87) تبدأ في جني ثمار النمو بشكلٍ إيجابي ودالٍ إحصائياً. أما الشركات التي تزيد دورة التحويل النقدي لديها عن هذا المستوى (أي الشركات ذات الكفاءة التشغيلية المنخفضة جداً)، فإن جهودها لتحقيق النمو قد لا تنعكس على مستوي الربحيةٍ لديها بشكلٍ ملموس وذي دلالةٍ إحصائية. وتقدم هذه النتيجة دليلاً قوياً على صحة الفرضية (H3b) وتوفر للمديرين والمستثمرين معيارًا كمياً قابلاً للقياس لتقييم مدى قدرة الشركة على الاستفادة من استراتيجيات النمو.

4.4 اختبارات المتانة الشاملة (Robustness Checks):

لضمان مصداقية النتائج الرئيسة وقابليتها للتعميم، تم إخضاع النموذج لمجموعةٍ من اختبارات المتانة المُصممة للتحقق من استقرار النتائج في ظل مواصفاتٍ ونماذجٍ بديلة.

4.4.1 تحليل قنوات التفاعل:

لفهم أعمق للآليات التي يعمل من خلالها الأثر المُعدل للكفاءة، تم تفكيك دورة التحويل النقدي (CCC) إلى مكوناتها الثلاثة: فترة تحصيل المدينين (DSO)، فترة دوران المخزون (DII)، وفترة سداد الدائنين (DPO)، وتم اختبار تفاعل كلٍ منها مع النمو بشكلٍ مُنفصل ويعرض الجدول رقم (8) لهذه النتائج.

جدول رقم (8): تحليل قنوات التفاعل (GROWTH × CCC Components):

التفاعل	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	Statistic	P-Value	الدلالة	الأهمية النسبية
GROWTH × DSO	-0.034	0.012	-2.83	0.005	***	38.2%
GROWTH × DII	-0.028	0.014	-2.00	0.046	**	31.5%
GROWTH × DPO	0.027	0.011	2.45	0.014	**	30.3%

ملاحظة: *، **، *** تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. يُشير عمود (Statistic) إلى (z-stat) في مواصفات (GMM) (بأخطاء two-step Windmeijer-corrected robust SEs) وإلى (t-value) في مواصفات (LSDVC/FE-Driscoll–Kraay) (بأخطاء معيارية متسقة مع كل مُقدر). تم احتساب الأهمية النسبية بعد توحيد المقياس (Standardization) لمكونات DSO/DII/DPO قبل بناء التفاعل، ثم تطبيع القيم المطلقة لمعاملات التفاعل لِتجمع إلى 100%.

تشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (8) إلى أن جميع القنوات الثلاث تُساهم بشكلٍ دالٍ إحصائياً في الأثر التعديلي، إلا أن قناة (DSO) التي تمثل فترة تحصيل المدينين تبرز كأهم قناةٍ، حيث تفسر (38.2%) من الأثر الكلي. وتُسلط هذه النتيجة الضوء على أن القدرة على تحصيل المستحقات من العملاء بسرعة هي المُحرك الرئيس الذي يُمكن الشركات من تمويل نموها بصورةٍ ذاتية وتحويله إلى ربحية.

4.4.2 بدائل القياس والنمذجة:

للتأكد من أن النتائج ليست حساسة لكيفية قياس المتغيرات أو اختيار النموذج، فقد تم إعادة تقدير النموذج باستخدام مقاييسٍ بديلةٍ للربحية مثل (ROE) ومُقدراتٍ بديلة لا تعتمد على أدوات (GMM) مثل (LSDVC) و (FE-Driscoll-Kraay)، ويلخص الجدول رقم (9) نتائج هذه الاختبارات.

جدول رقم (9): ملخص اختبارات المتانة للمواصفات البديلة:

البديل المختبر	المعامل الرئيس (GROWTH × EFF)	Statistic	P-Value	Instruments / Groups (Ratio)	التفسير
النموذج الأساس (System-GMM)	0.089***	4.68	0.000	45 / 195 (0.231)	مرجع المقارنة
(NTC) بدلاً من (CCC) (System-GMM)	0.076***	4.12	0.000	45 / 195 (0.231)	متانة مؤكدة
(OC) بدلاً من (CCC) (System-GMM)	0.082***	4.30	0.000	45 / 195 (0.231)	متانة مؤكدة
(CCE) بدلاً من (CCC) (System-GMM)	0.094***	4.91	0.000	45 / 195 (0.231)	متانة مؤكدة
(ROE) كمتغير تابع (System-GMM)	0.156***	4.55	0.000	45 / 195 (0.231)	متانة مؤكدة
(Operating Margin) كمتغير تابع (System-GMM)	0.078***	4.01	0.000	45 / 195 (0.231)	متانة مؤكدة
مقدر LSDVC (Bruno, 2005)	0.085***	4.20	0.000	N/A	متانة مؤكدة
مقدر FE-Driscoll–Kraay (Driscoll & Kraay, 1998)	0.091***	4.54	0.000	N/A	متانة مؤكدة

ملاحظة: *، **، *** تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. يُشير (Statistic) إلى (z-stat) في مواصفات (GMM) (two-step Windmeijer-corrected robust SEs)، وإلى (t-value) في (LSDVC وFE-Driscoll–Kraay). تم إدراج (N/A) (غير قابل للتطبيق) لنماذج (LSDVC) و (FE-Driscoll–Kraay) لأنها لا تعتمد على نفس مفهوم الأدوات الداخلية المستخدم في (GMM).

وكما يتضح من الجدول، فإن مُعامل التفاعل الرئيس (GROWTH × EFF) يظل إيجابياً ودالاً إحصائياً عند مستوى (1%) في جميع المُواصفات البديلة. ويؤكد هذا الاستقرار القوي أن العلاقة التي تم التوصل إليها ليست نتيجةً عرضية لاختيار مقياسٍ أو نموذجٍ مُعين، بل هي علاقة جوهريةٍ ومتينة.

4.4.3 اختبارات اللاخطية والعوامل المؤثرة:

للتحقق من عدم تأثر النتائج بالقيم الشاذة، تم إجراء اختبارين: الأول عبر استبعاد المشاهدات ذات التأثير الأعلى وفقاً لمقياس (Cook's D)، والثاني عبر اختبار ما إذا كانت العلاقة مدفوعةً فقط بالشركات الكبيرة جداً. وكما يوضح الجدول رقم (10) فإن مُعامل التفاعل (× GROWTH EFF) يبقى قوياً ودالاً إحصائياً بعد استبعاد (1%) و (2%) من المشاهدات المُؤثرة، وحتى بعد استبعاد (5%) من الشركات الأكبر حجماً. ويؤكد هذا أن النتائج تعكس نمطاً عاماً في العينة وأنها ليست مُدفوعةً بحالاتٍ شاذة. وبالإضافة لذلك، يُشير معامل (EFF^2) الموجب والدال إلى وجود علاقةٍ غير خطية إضافية للكفاءة، بما يدعم فرضية تعقد العلاقة محل الدراسة.

جدول رقم (10): اختبارات اللاخطية والعوامل المؤثرة:

الاختبار	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	Statistic	P-Value	الدلالة	التفسير
EFF^2	0.032	0.015	2.13	0.033	**	دعم إضافي للاخطية
حذف أعلى 1% (Cook's D)	0.087	0.020	4.35	0.000	***	النتائج مستقرة
حذف أعلى 2% (Cook's D)	0.084	0.021	4.00	0.000	***	النتائج مستقرة
حذف الشركات الكبيرة (أعلى 5%)	0.092	0.022	4.18	0.000	***	النتائج مستقرة

ملاحظة: *، **، *** تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. يُشير عمود (Statistic) إلى (z-stat) في مواصفات (GMM) (بأخطاء two-step Windmeijer-corrected robust SEs) وإلى (t-value) في مواصفات (LSDVC/FE-Driscoll–Kraay) (بأخطاء معيارية متسقة مع كل مُقدر).

4.4.4 اختبار الاستقرار الهيكلي:

نظراً لما شهدته فترة الدراسة من صدماتٍ اقتصاديةٍ كبرى (مثل تعويم الجنيه عام 2016 وجائحة كوفيد–19)، فقد تم اختبار ما إذا كانت العلاقة الأساسية قد تغيرت بعد هذه الأحداث أم لا. ويوضح الجدول رقم (11) أن معاملات التفاعل الثلاثية (× Post2016 × GROWTH EFF) و(Post2020 × GROWTH × EFF) غير دالةٍ إحصائياً، بما يُشير إلى أن الدور المُعدل

للكفاءة التشغيلية ظل مستقراً ولم يتغير بصورةٍ جوهرية بفعل تلك الصدمات، وهو ما يُعزز من قابلية تعميم النتائج عبر دورات الأعمال المختلفة.

جدول رقم (11): تحليل الكسور الهيكلية (Post-2016) و (Post-2020):

التفاعل	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	Statistic	P-Value	الدلالة	التفسير
(GROWTH × EFF) (الأساس)	0.089	0.019	4.68	0.000	***	الأثر الأساس
Post2016 × GROWTH	-0.012	0.025	-0.48	0.631		لا يوجد تغير جوهري
Post2016 × GROWTH × EFF	0.018	0.032	0.56	0.575		لا يوجد تغير جوهري
Post2020 × GROWTH	-0.034	0.028	-1.21	0.226		لا يوجد تغير جوهري
Post2020 × GROWTH × EFF	0.025	0.035	0.71	0.478		لا يوجد تغير جوهري

ملاحظة: *، **، *** تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. يُشير عمود (Statistic) إلى (z-stat) في مواصفات (GMM) (بأخطاء two-step Windmeijer-corrected robust SEs) وإلى (t-value) في مواصفات (LSDVC/FE-Driscoll–Kraay) (بأخطاء معيارية متسقة مع كل مُقدر).

4.4.5 اختبار السببية (Placebo Test):

للتأكد من عدم وجود سببيةٍ عكسية بما يعني أن النمو المستقبلي هو الذي يؤثر على الربحية الحالية، تم إجراء اختبار وهمي عبر تفاعل الكفاءة الحالية مع النمو المستقبلي (GROWTH_t+1) و(GROWTH_t+2). وكما هو موضح في الجدول رقم (12)، جاءت مُعاملات التفاعل غير دالةٍ إحصائياً على الإطلاق (p-values > 0.10)، بما يدعم بقوة التفسير السببي بأن الكفاءة الحالية تُؤثر على مردود النمو الحالي وليس العكس.

جدول رقم (12): اختبار (Lead-Lag Test) (Placebo):

النموذج (المتغير التفاعلي)	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	Statistic	P-Value	الدلالة	التفسير
النموذج الأساسي: $GROWTH_t \times EFF_t$	0.089	0.019	4.68	0.000	***	الأثر الأساس
Placebo — GROWTH_t+1 × EFF_t	0.012	0.024	0.50	0.617		لا توجد علاقة مستقبلية
Placebo — GROWTH_ t+2 × EFF_t	-0.008	0.026	−0.31	0.758		لا توجد علاقة مستقبلية
الاختبارات التشخيصية للنموذج الأساس	حجم العينة: N = 1.243 مشاهدة؛ Firms = 195 شركة. الأدوات: Instruments = 45 (Ratio to Groups = 0.231). صحة الأدوات: (Hansen p-value = 0.156؛ Diff-in-Hansen p-value = 0.201). الارتباط الذاتي: (AR(1) p-value = 0.002؛ AR(2) p-value = 0.263).					

ملاحظة: *، **، * تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. يُشير عمود (Statistic) إلى (z-stat) في مواصفات (GMM) (بأخطاء two-step Windmeijer-corrected robust SEs) وإلى (t-value) في مواصفات (LSDVC/FE-Driscoll–Kraay) (بأخطاءٍ معيارية متسقة مع كل مُقدر). يختبر الـ (Placebo) تفاعل (GROWTH_t+k × EFF_t) (حيث k = 1, 2) مع ROA_t؛ ويُتوقع هنا عدم الدلالة؛ حيث إن أي دلالةٍ قوية قد تُشير إلى مخاطر توقيت/سببية.**

4.4.6 متانة تصنيف الأدوات (Instrument Classification Robustness):

قد يثار بعض الجدل بأن بعض المتغيرات الرقابية قد تكون داخليةً بالكامل. وللتحقق من متانة النتائج تجاه هذا الافتراض الأكثر تحفظاً، تم إعادة تقدير النموذج مع التعامل مع جميع المتغيرات الرقابية كمتغيراتٍ داخلية. ويوضح الجدول رقم (13) أن النتائج الرئيسة تظل مُتسقة إلى حدٍ كبير، حيث يبقى مُعامل التفاعل الرئيس قوياً ودالاً إحصائياً، بما يُؤكد أن النتائج ليست حساسة لافتراضات تصنيف الأدوات.

جدول رقم (13): مقارنة النتائج بافتراضات مختلفة لتصنيف الأدوات:

المتغير	(1) النموذج الأساس	(2) النموذج البديل (جميع الضوابط داخلية)
Panel A: Main Coefficients		
ROA_{t-1}	0.451*** (0.088)	0.448*** (0.091)
GROWTH	0.185*** (0.035)	0.191*** (0.037)
EFF	0.121*** (0.027)	0.125*** (0.029)
GROWTH × EFF	0.088*** (0.019)	0.092** (0.021)
$GROWTH^2$	-0.046** (0.018)	-0.049** (0.020)
Firm effects	removed via FOD (implicit)	
Year FE	included (time dummies)	
Panel B: Diagnostic Tests		
Instruments	45	58
Instruments / Groups	0.231	0.297
Hansen J-stat (p-value)	0.156	0.138
Diff-in-Hansen (p-value)	0.201	0.185
AR(1) (p-value)	0.002	0.001
AR(2) (p-value)	0.263	0.281
N	1,243	1,243
Groups	195	195

ملاحظة: *، **، *** تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. الأخطاء المعيارية القوية بين قوسين. وبسبب تحويل السلاسل (FOD) يُتوقَّع أن يكون AR(1) دالًّا، بينما معيار سلامة المواصفة هو عدم دلالة AR(2). تُبلَّغ الإحصائية بوصفها z-stat، وتُحتسب الأخطاء المعيارية وفق (two-step Windmeijer-corrected robust SEs)؛ وهي متينة تجاه عدم تجانس التباين والارتباط الذاتي داخل الوحدة المقطعية وتحدّ من تحيّز العيّنة الصغيرة.

يتضح من الجدول رقم (13)، أن نتائج النموذج البديل (العمود 2) تظل متسقةً إلى حدٍ كبير مع النموذج الأساس (العمود 1). كما لا يزال معامل التفاعل الرئيس (GROWTH × EFF) إيجابياً

ودالاً إحصائياً عند مستوى (1%)، مع زيادة طفيفة في حجمه (من 0.088 إلى 0.092). كما حافظت جميع المتغيرات الرئيسة الأخرى على نفس اتجاهها ومستوى دلالتها التقريبي.

علاوة على ذلك، لا تزال الاختبارات التشخيصية للنموذج البديل ضمن النطاقات المقبولة اختبار (Hansen) (p-value = 0.138)، واختبار ((AR(2)) (p-value = 0.281). ويؤكد هذا الاستقرار بقوة أن النتائج الرئيسة للدراسة ليست حساسة لافتراضات تصنيف الأدوات، وأن العلاقة بين النمو والكفاءة والربحية هي علاقة قوية ومتينة.

4.4.7 متانة قياس نمو المبيعات:

بالنظر إلى خواص مُتغير نمو المبيعات في العينة، تبين وجود ذيول مُمتدة لبعض الحالات حتى بعد تطبيق وسائل مُعالجة القيم المتطرفة التقليدية مثل (Winsorization) عند (1%) وللتأكد من أن استنتاجات الدراسة حول العلاقة بين النمو والربحية غير مُدفوعةً بقيمٍ شاذة أو متطرفة في متغير النمو، تم إجراء اختبار متانةٍ إضافي يُستبدل فيه المقياس الأساس للنمو بمقياسٍ بديل أكثر تحفظًا واستقرارًا. لذا فقد تم إجراء اختبار متانة إضافي باستخدام مقياسٍ بديلٍ للنمو، وهو الفرق اللوغاريتمي للمبيعات الحقيقية، والذي يعزل أثر التضخم عن نمو المبيعات الاسمي كما توضح الصيغة التالية:

$$\Delta \ln(\text{Real Sales})_{it} = [\ln(\text{Sales}_{it}) - \ln(\text{Sales}_{it-1})] - [\ln(\text{CPI}_{it}) - \ln(\text{CPI}_{it-1})]$$

حيث يمثل القوس الأول النمو اللوغاريتمي الاسمي للمبيعات، ويمثل القوس الثاني مُعدل التضخم اللوغاريتمي. وهو مقياس شائع في الدراسات المالية والمحاسبية لمواجهة مشكلة الأذيال الطويلة وللتقليل من تأثير القيم الشاذة في السلاسل الزمنية.

تمت إعادة تقدير نموذج (System-GMM) بكافة الاختبارات التشخيصية، وتُركز المقارنة على أهم النتائج الرئيسة (معاملات النمو والتفاعل والكفاءة والمربعات). وقد أظهرت النتائج ما يلي:

- احتفظت معاملات النمو الأساس والتفاعل (GROWTH) و(GROWTH × EFF) بنفس الاتجاه الإيجابي وبمستوى دلالةٍ إحصائيةٍ مرتفع عبر النماذج كافة.
- لم تتغير تفسيرات المتغيرات الرقابية أو دوال الاختبار التشخيصي اختبار (Hansen J-stat) و ((AR(2)) عند استبدال مقياس النمو.

- بقيت دلالة النتائج واستنتاجات الفرضيات الرئيسة متماسكة سواءً عند استخدام النمو النسبي البسيط المعبر عنه بالنسبة المئوية أو النمو اللوغاريتمي.

وتوضح نتائج هذا الاختبار أن قيم الارتباط بين النمو والكفاءة التشغيلية وأثر التفاعل ليست مدفوعةً بقيمٍ متطرفة أو حالاتٍ شاذة في مُتغير نمو المبيعات بل تعكس علاقةً مُنتظمة ومنهجية ضمن هيكل العينة. ويُعزز ذلك من مصداقية الاستنتاجات ويوفر دليلًا إضافيًا على أن الأثر الاقتصادي الحقيقي ليس وليد تقنيات معالجةٍ فقط أو خصائص خارجة عن السيطرة وهو ما كان متوقعًا.

4.4.8 متانة النتائج تجاه اختيار عمق التأخير (Lag Depth Robustness):

في نماذج (System-GMM)، يُعد اختيار عمق التأخير (lag depth) المُستخدم لإنشاء الأدوات قرارًا مُهمًا قد يُؤثر على النتائج. فعمق التأخير القصير جداً قد لا يعالج مشكلة الذاتية الداخلية بشكلٍ كاف، بينما العمق الطويل جداً قد يُؤدي إلى ضعف الأدوات وتضخمها. ففي النموذج الأساس، تم استخدام تأخيرات من (t-2) إلى (t-4) كأدوات، وهو خيار شائع في الدراسات المحاسبية والمالية.

وللتحقق من أن النتائج التي تم التوصل إليها ليست حساسة لهذا الاختيار المُحدد، تم إجراء اختبار متانةٍ عبر إعادة تقدير النموذج الأساس باستخدام أعماق تأخير مُختلفة. ويعرض الجدول رقم (14) مقارنةً بين النموذج الأساس (عمق 2–4) ونموذجين بديلين: أحدهما بعمق أقصر (2–3)، والآخر بعمق أطول (2-5).

جدول رقم (14): مقارنة النتائج باختلاف عمق التأخير للأدوات:

المتغير	(1) النموذج الأساس (Lags 2-4)	(2) عمق أقصر (Lags 2-3)	(3) عمق أطول (Lags 2-5)
Panel A: Main Coefficients			
ROA_{t-1}	0.451*** (0.088)	0.455*** (0.089)	0.449*** (0.087)
GROWTH	0.185*** (0.035)	0.182*** (0.036)	0.188*** (0.034)
EFF	0.121*** (0.027)	0.119*** (0.028)	0.124*** (0.026)
GROWTH × EFF	0.088***	0.085***	0.091***

(0.019)	(0.020)	(0.019)	
-0.047*** (0.018)	-0.044** (0.019)	-0.046** (0.018)	GROWTH²
		removed via FOD (implicit)	Firm effects
		included (time dummies)	Year FE
			Panel B: Diagnostic Tests
53	38	45	Instruments
0.272	0.195	0.231	Instruments / Groups
0.141	0.188	0.156	Hansen J-stat (p-value)
0.198	0.235	0.201	Diff-in-Hansen (p-value)
0.001	0.002	0.002	AR(1) (p-value)
0.259	0.275	0.263	AR(2) (p-value)

ملاحظة: *، **، *** تُشير إلى المعنوية الإحصائية عند مستوى 10%، 5%، 1% على التوالي. الأخطاء المعيارية القوية المصححة بطريقة Windmeijer بين قوسين. وبسبب تحويل السلاسل (FOD) يُتوقع أن يكون AR(1) دالًا، بينما معيار سلامة المواصفة هو عدم دلالة AR(2). تُبلغ الإحصائية بوصفها z-stat، وتُحتسب الأخطاء المعيارية وفق (two-step Windmeijer-corrected robust SEs)؛ وهي متينة تجاه عدم تجانس التباين والارتباط الذاتي داخل الوحدة المقطعية وتحد من تحيز العينة الصغيرة.

كما يتضح من الجدول رقم (14)، فإن النتائج الرئيسة للدراسة تُظهر استقرارًا ملحوظًا عند تغيير عمق التأخير. حيث يظل معامل التفاعل الجوهري (GROWTH × EFF) إيجابيًا ودالاً إحصائياً عند مستوى (1%) في جميع المواصفات، مع تذبذبٍ طفيفٍ جداً في حجمه (بين 0.085 و0.091). كما تُحافظ جميع المتغيرات الرئيسة الأخرى على نفس اتجاهها ومستوى دلالتها التقريبي.

علاوة على ذلك، تظل جميع الاختبارات التشخيصية ضمن النطاقات المقبولة في كافة النماذج. حيث لا يزال اختبار (Hansen) غير دالٍ إحصائيًا، بما يدعم صحة الأدوات، كما أن اختبار ((AR(2)) غير دالٍ أيضاً، بما يؤكد عدم وجود ارتباطٍ ذاتيٍ من الدرجة الثانية. كما أن نسبة عدد الأدوات إلى عدد المجموعات تظل مُنخفضة ومقبولة في جميع الحالات.

ويؤكد هذا الاستقرار بقوة أن النتائج التي تم التوصل إليها متينة وليست مدفوعةً باختيارٍ مُحدد لهيكل التأخير في أدوات النموذج.

القسم الخامس: المناقشة وخاتمة الدراسة:

5.1 مناقشة النتائج:

تتفق نتائج الدراسة الحالية مع العديد من الدراسات السابقة النظرية منها والتطبيقية، وتُضيف إليها أبعادًا جديدة.

أولاً، على صعيد العلاقة بين النمو والربحية، تتفق النتيجة القائلة بوجود علاقةٍ غير خطية على شكل قِطع مُكافئٍ مقلوب مع نظرية تناقص العوائد الهامشية. حيث يُؤكد الأثر الإيجابي الأولي للنمو على الربحية ما تطرحه نظرية وفورات الحجم ونماذج النمو الداخلي (Camille, 2015; Penrose, 1960; Penrose & Oughton, 2019; Romer, 1986)، بينما يفسر الانحناء السلبي لاحقًا فكرة وجود تكاليفٍ للنمو (Costs of Growth) والتي تحدث بعد تجاوز نقطة النمو المُثلى.

ثانيًا، على صعيد دور الكفاءة التشغيلية، يتفق الأثر المباشر والإيجابي للكفاءة التشغيلية على الربحية مع دراساتٍ سابقةٍ عِدة في الأسواق الناشئة (Bashir et al., 2024; Padachi, 2006; Raheman & Nasr, 2007; Rahmiyati et al., 2024). وتُضيف الدراسة الحالية بُعدًا جديدًا من خلال اختبار الدور المُعدل الديناميكي للكفاءة، حيث أثبتت أنها ليست مُجرد محركٍ مُستقلٍ للربحية فحسب، بل هي عامل استراتيجي يُحدد مدى قدرة الشركة على الاستفادة من فرص النمو.

ثالثًا، من منظور المساهمة النظرية، تُساهم نتائج الدراسة في إثراء الدراسات المحاسبية من خلال تقديم دليلٍ تجريبي على أن الكفاءة التشغيلية تعمل كآلية امتصاص لتكاليف النمو. ويدعم هذا الاستنتاج بشكلٍ مباشر نظرية الموارد والقدرات (Resource-Based View)، حيث يُمكن اعتبار الكفاءة التشغيلية قدرةً ديناميكية (Dynamic Capability) تُمكن الشركة من التكيف وتحقيق عوائدٍ أعلى من أصولها في أثناء التوسع.

كم تقدم النتائج دلالاتٍ اقتصاديةٍ قابلةٍ للقياس تتجاوز مُجرد تحديد اتجاه العلاقة: أولاً، أظهرت النتائج أن نقطة الانقلاب في العلاقة بين النمو والربحية تحدث عند معدل نموٍ يبلغ (207.7%). ويمثل هذا الرقم ذروة النمو المربح، ويقدم للمديرين مؤشرًا كميًا لحدود التوسع الآمن، والذي يبدأ بعده الأثر الهامشي للنمو في التآكل. ثانيًا، وهو الأهم من الناحية الاستراتيجية، فقد حدد تحليل (Johnson-Neyman) مستوىً حرجٍ للكفاءة التشغيلية (EFF) عند (0.87-). ويعني

هذا أن الشركات التي يقل مستوى كفاءتها عن هذه النقطة لا يمكنها تحقيق عوائدٍ إيجابيةٍ من النمو، بما يجعل تحسين العمليات الداخلية أولويةً حتمية تسبق أي طموحاتٍ توسعية. وبالتالي، لم تعد الكفاءة مجرد هدفٍ تشغيلي، بل أصبحت شرطًا استراتيجيًا مُسبقًا لنجاح النمو.

5.2 الخلاصة والمساهمات العلمية:

انطلقت هذه الدراسة من مشكلةٍ استراتيجية تواجه الشركات في الأسواق الناشئة، تتمثل في المفاضلة الصعبة بين السعي وراء النمو وتحقيق الربحية. وفي محاولةٍ لتحليل تلك العلاقة المُعقدة في سياق الشركات المصرية غير المالية، اختبرت الدراسة فرضية أن الكفاءة التشغيلية تعمل كمُعدلٍ استراتيجي يُحدد قدرة الشركة على تحويل النمو إلى قيمة.

وباستخدام نموذج (System-GMM) على عينةٍ من 195 شركة (2016–2023)، وبعد سلسلةٍ شاملة من اختبارات المتانة توصلت الدراسة إلى نتيجةٍ جوهرية مفادها أن العلاقة بين النمو والربحية غير خطية وتتخذ شكل قطعٍ مكافئٍ مقلوب، وأن الكفاءة التشغيلية لا تُعزز الربحية بشكلٍ مباشرٍ فحسب، بل تعمل كعاملٍ حاسم يُعزز بشكلٍ كبير العلاقة الإيجابية بين النمو والربحية، بما يجعل النمو أكثر ربحيةً للشركات ذات الكفاءة العالية.

كما يكمن الإسهام العلمي الرئيس لهذه الدراسة في كونها –على حد علم الباحث– من أولي الدراسات في السياق المصري والعربي التي اختبرت هذا التفاعل الديناميكي المزدوج غير الخطي والتعديلي بين النمو والكفاءة والربحية. كما تتميز باستخدام منهجيةٍ متقدمة (System-GMM) مُعززةٍ باختباراتٍ متانةٍ مُكثفة وتحديد مستوياتٍ عملية قابلةٍ للتطبيق للكفاءة التشغيلية، بما يُضيف قيمةً تطبيقيةً مباشرة للدراسات في هذا السياق.

5.3 الانعكاسات التطبيقية والتوصيات العملية:

بناءً على نتائج الدراسة، يُمكن تقديم التوصيات الموجهة التالية لأصحاب المصلحة الرئيسيين:

- للمديرين الماليين والتنفيذيين: يجب ألا يُنظر إلى النمو كهدفٍ في حد ذاته. حيث يجب الاستثمار في تقليص دورة التحويل النقدي، خاصةً من خلال تحسين آليات تحصيل الديون (DSO)، كشرطٍ أساس لضمان أن يكون النمو مربحًا ومستدامًا حيث أن

استراتيجيات النمو غير المدعومة بتحسيناتٍ موازية في كفاءة إدارة رأس المال العامل قد تؤدي إلى تآكل الربحية.

- اعتماد سياساتٍ رقابية تربط قرارات النمو بالربحية الفعلية من خلال تتبع دورة التحويل النقدي وتقييم المستويات التشغيلية قياسًا على المستوى أو النقطة الحرجة.
- تضمين مؤشرات الكفاءة التشغيلية ضمن نماذج إعداد الموازنات وتخطيط التدفقات النقدية، مع تطوير أدواتٍ رقابيةٍ تنبؤية لرصد أي اختلالٍ في العلاقة بين النمو والربحية.

▪ للمستثمرين والمحللين الماليين: عند تقييم الشركات سريعة النمو، لا ينبغي الاكتفاء بمعدلات نمو المبيعات فقط. حيث أنه من الضروري دمج مُؤشرات الكفاءة التشغيلية، وعلى رأسها دورة التحويل النقدي (CCC)، كأداة تقييمٍ رئيسة للتنبؤ بقدرة الشركة على ترجمة النمو إلى أرباحٍ مستقبلية.

- دمج مؤشرات الكفاءة في التحليل المالي وعدم الاكتفاء بمعدلات النمو الاسمية عند إجراء عمليات التقييم.

▪ لواضعي السياسات والهيئات التنظيمية: تدعم النتائج أهمية تطوير بيئةٍ تنظيميةٍ تشجع الشركات على تبني أفضل الممارسات في إدارة رأس المال العامل.

- إعداد دليلٍ وطني لإدارة رأس المال العامل يُساعد على رفع الكفاءة التشغيلية في بيئة الأعمال المصرية، لا سيما للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، عبر مبادرات تمويلٍ وتدريب تستهدف تعزيز القدرات التشغيلية لديها.
- تحديث أطر الإفصاح المالي لتشمل مؤشرات الكفاءة التشغيلية، وبصفةٍ خاصة دورة التحويل النقدي ومكوناتها ضمن التقارير المالية وغير المالية، بما يُعزز من شفافية الأسواق وكفاءة التقييمات الاستثمارية.
- أهمية إدراج البنوك ومؤسسات التمويل لمؤشرات الكفاءة التشغيلية ضمن نماذج تقييم الجدارة الائتمانية، خصوصًا عند تمويل خطط التوسع، لما لها من دلالةٍ قوية على قدرة الشركات على توليد تدفقاتٍ نقديةٍ مستقرةٍ ومستدامة.

▪ للمراكز البحثية والجامعات: التأكيد على أهمية تشجيع الجهات والمؤسسات الأكاديمية للدراسات التطبيقية التي تستخدم نماذجٍ ديناميكيةٍ لتحليل الأداء المالي في الشركات

المصرية، خاصةً في القطاعات ذات الكثافة التشغيلية المرتفعة، بما يُسهم في توسيع قاعدة المعرفة، ويُساعد صُناع السياسات على اتخاذ قراراتٍ رشيدة قائمة على الأدلة.

وبهذا، لا تقتصر مساهمة الدراسة على تقديم تحليلٍ نظري مُتقدم للعلاقة بين النمو والربحية، بل تمتد إلى تقديم إطارٍ تطبيقي قابلٍ للتنفيذ يدعم صُناع القرار والمستثمرين والممارسين في تصميم استراتيجيات نموٍ واقعية وذات جدوى اقتصادية، في سياقٍ يتسم بالتقلب وعدم اليقين كما هو الحال في الأسواق الناشئة. ورغم القيمة التطبيقية لنتائج وتوصيات الدراسة، إلا أن نطاقها يظل محددًا بشروطٍ منهجية وبيئيةٍ تقتضي توسيع البحث مستقبلًا وفق ما يلي:

5.4 قيود الدراسة والتوجهات البحثية المستقبلية:

تخضع الدراسة الحالية – كأي دراسةٍ أخري– لبعض القيود التي تفتح في الوقت ذاته آفاقاً لأبحاث ودراساتٍ مستقبلية. ومن أهم هذه القيود اقتصار الدراسة على الشركات غير المالية المُدرجة في البورصة، وقد تختلف النتائج بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم. وبناءً على ذلك، يمكن اقتراح التوجهات البحثية المستقبلية التالية:

- توسيع نطاق العينة: إعادة اختبار النموذج على عينةٍ من الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم غير المُدرجة لفهم مدي انطباق نفس الديناميكيات عليها.
- اختبار مُعدلات أخرى: بحث دور متغيراتٍ أخرى كمتغيراتٍ مُعدِلة للعلاقة بين النمو والربحية، مثل جودة حوكمة الشركات ودرجة المنافسة في القطاع أو مستوى الابتكار التكنولوجي.
- التحليل على مستوى القطاع: إجراء تحليلٍ مُقارن بين القطاعات المختلفة لفهم ما إذا كان المستوى الحرج للكفاءة يختلف بشكلٍ جوهري بين قطاعٍ وآخر، مثل قطاع التجزئة مقارنةً بقطاع الصناعات الثقيلة مثلًا.

وبذلك، تُشكل نتائج هذه الدراسة أساسًا علميًا وتطبيقيًا لصياغة استراتيجيات نموٍ أكثر اتزانًا وربحية في بيئات الأسواق الناشئة.

References:

Abdillah, M. (2024). Analysis of the Influence of Financial Performance and Investment on Company Profit Growth. *KINERJA: Jurnal Manajemen Organisasi dan Industri*, *3*(2), 140-149 .

Addae, A. A., & Nyarko-Baasi, M. (2013). Working capital management and profitability: an empirical investigation in an emerging market. *Research Journal of Finance and Accounting*, *4*(15), 143-152 .

Ahmed, B., Akbar, M., Sabahat, T., Ali, S., Hussain, A., Akbar, A., & Hongming, X. (2020). Does firm life cycle impact corporate investment efficiency? *Sustainability*, *13*(1), 197 .

Akoto, R. K., Awunyo-Vitor, D., & Angmor, P. L. (2013). Working capital management and profitability: Evidence from Ghanaian listed manufacturing firms. *Journal of economics and international finance*, *5*, 37 .379-3

Al-Edenat, M., & Hanandeh, M. B. h. (2024). Virtual organization and organizational learning: A literature review and conceptual model. *Philip Roth Studies*, *20*, 2 .

Aldaas, A. A. (2021). The effect of firm life cycle on profitability: Evidence from Jordanian firms. *Management Science Letters*, *11*, 1919-1926 .

Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in International Business and Finance*, *44*, 297-308 .

Assaf, A. G., Berger, A. N., Roman, R. A., & Tsionas, M. G. (2019). Does Efficiency Help Banks Survive and Thrive during Financial Crises? *ERN: Financial Crises (Econometric) (Topic)* .

Azman, M. A., Chuweni, N. N., Muhamad Halil, F ,.Ku Azir, K. M. A., Juhari, F. N., Lee, B. L., & Skitmore, M. (2025). Market competition and construction firm productivity: the role of market regulation in a developing economy. *Engineering, Construction and Architectural Management* .

Barajas, A., & Shakina, E. (2024). Non-optimality of intellectual capital inputs: a new avenue for research. *Journal of Intellectual Capital*, *25*(5/6), 1210-1236 .

Bashir, R., Ahmad, M., & Sherif, S. R. (2024). Determining the nexus between Dynamic Working Capital Management and Operational

Efficiency in Emerging Southeast Asia. ***GATR Journal of Finance and Banking Review*** **.**

Bhattacharya, A., Morgan, N. A., & Rego, L. L. (2021). Examining Why and When Market Share Drives Firm Profit. ***Journal of Marketing*****,** ***86*****, 73 - 94 .**

Boțoc ,C., & Anton, S. G. (2017). Is profitability driven by working capital management? Evidence for high-growth firms from emerging Europe. ***Journal of Business Economics and Management*****,** ***18*****(6), 1135-1155 .**

Camille, S. (2015). The Origins of Endogenous Growth de Paul Romer, The Journal of Economic Perspectives, 1994 .

Charitou, M. S., Elfani, M., & Lois, P. (2016). The effect of working capital management on firm's profitability: Empirical evidence from an emerging market. ***Journal of Business & Economics Research*****,** ***14*** **.(3)**

Choi, B. P., & Jeong, J.-G. (2022). Relationship Between Growth and Profitability: An Empirical Analysis of U.S. Property and Liability Insurers. ***Journal of Finance Issues*** **.**

De Loecker, J., Eeckhout, J., & Unger, G. (2020). The rise of market power and the macroeconomic implications. ***The Quarterly journal of economics*****,** ***135*****(2), 561-644 .**

Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. ***The Accounting Review*****,** ***86*****, 1969-1994 .**

El Madbouly, D. (2022). Factors affecting the sustainable growth rate and its impact on firm value: Empirical evidence from the Egyptian stock exchange .40-1 ,(1)11 ,مجلة المحاسبة والمراجعه لاتحاد الجامعات العربيه .

Erhard, R., & Sloan, R. G. (2020). Explaining the profitability anomaly. ***Available at SSRN 3431482*** **.**

Fernández-López, S., Rodeiro-Pazos, D., & Rey-Ares, L. (2020). Effects of working capital management on firms' profitability: evidence from cheese-producing companies. ***Agribusiness*** **.**

Fuertes-Callén, Y., & Cuéllar-Fernández, B. (2019). INTER-RELATIONSHIP BETWEEN FIRM GROWTH AND PROFITABILITY IN A CONTEXT OF ECONOMIC CRISIS. ***Journal of Business Economics and Management*** **.**

Habib, A. M., & Dalwai, T. (2023). Does the Efficiency of a Firm's Intellectual Capital and Working Capital Management Affect Its Performance? ***Journal of the Knowledge Economy*****, 1 - 37 .**

Hassaneen, A. (2020). Two Dimensional Analyses for the Company's Profitability Under the Working Capital Management: Evidence From Egypt. ***International Journal of Accounting and Financial Reporting*****,** ***10*****, 13-29 .**

Ichwanudin, W., Mulyani, A. S., Nufus, H., & Anwar, C. J. (2025). Improving firm value: The role of profitability-liquidity trade-off. ***International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting* .**

Jang, Y., & Yehuda, N .(2021) .Resource adjustment costs, cost stickiness, and value creation in mergers and acquisitions. ***Contemporary Accounting Research*****,** ***38*****(3), 2264-2301 .**

Jaworski, J., & Czerwonka, L. (2022). Profitability and working capital management: evidence from the Warsaw stock exchange. ***Journal of Business Economics and Management (JBEM)*****,** ***23*****(1), 180-19 .8**

Jenkins, D. S., Kane, G. D., & Velury, U. (2004). The Impact of the Corporate Life-Cycle on the Value-Relevance of Disaggregated Earnings Components. ***Review of Accounting and Finance*****,** ***3*****, 5-20 .**

Kalyan Chaudhury, D. S., Sekhar Pattnaik, D. C., & Kumar Acharya, D. P. (2024). Strategic Working Capital Management: Perspective from Balancing Profitability and Liquidity. ***International Journal of Management Studies and Social Science Research* .**

Karakoç, B. (2025). A Nonlinear Relationship Between Corporate Size and Profitability. ***Journal of Accounting and Taxation Studies*****,** ***18*****(1), 151-170 .**

Keerthi, G., & Narasaiah, D. P. V. (2025). IMPACT OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON PROFITABILITY – A SPECIAL FOCUS ON NIFTY FMCG INDEXED COMPANIES. ***International Scientific Journal of Engineering and Management* .**

Khatiwada, M., Bhatta, M., Shah, M. M., Bogati, N., Sapkota, P., & Pradhan, S. (2024). Impact of Operating Efficiency on Profitability of Nepalese Commercial Banks. ***Nepalese Journal of Economics* .**

Kiymaz, H., Haque, S., & Choudhury, A. A. (2024). Working capital management and firm performance: A comparative analysis of

developed and emerging economies. *Borsa Istanbul Review*, *24*(3), 634-642 .

Kotey, R. A., Akomatey, R., & Kusi, B. A. (2021). Exploring the nonlinear effect of size on profitability: evidence from an insurance brokerage industry in an emerging market. *African Journal of Economic and Management Studies* .

Kurniasih, R. P., & Akhmadi, A. (2024). Profitability mediates the Influence of Operational Efficiency on Company Financial Performance. *International Journal of Social Science and Human Research* .

Lee, S. (2014). The relationship between growth and profit: evidence from firm-level panel data. *Structural Change and Economic Dynamics*, *28*, 1-11 .

Mansikkamäki, S. (2023). Firm growth and profitability: The role of age and size in shifts between growth–profitability configurations. *Journal of Business Venturing Insights*, *19*, e00372 .

Mehar, M. A. (2023). Determinants of internal financing: small and medium enterprises in Pakistan. *Journal of Economics Finance and Accounting*, *10*(4), 224-235 .

Mikalef, P., Krogstie, J., Pappas, I. O., & Pavlou, P. A. (2020). Exploring the relationship between big data analytics capability and competitive performance: The mediating roles of dynamic and operational capabilities. *Inf. Manag.*, *57*, 103169 .

Mohammad, S. J., Aldaas, A. A., Al Jundi, N. A., & Alkhateeb, N. A. (2024). Firm life cycle, profitability and the impact of financial crisis: Evidence from developing market .*Journal of Governance and Regulation* .

Morettini, L., Potì, B., & Gabriele, R. (2023). Process and strategies of growth in medium-sized fast-growing firms. *Journal of Industrial and Business Economics*, *50*(3), 605-626 .

Naranjo, P., Saavedra, D., & Verdi ,R. S. (2020). The Pecking Order and Financing Decisions: Evidence From Changes to Financial-Reporting Regulation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, *37*, 727 - 750 .

Ngatno, Apriatni, E. P., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. *Cogent Business & Management*, *8* .

Nguyen, H. M., Vuong, T. H. G., Nguyen, T. T. H., Wu, Y.-C., & Wong, W. K. (2020). Sustainability of Both Pecking Order and Trade-Off Theories in Chinese Manufacturing Firms. ***Sustainability*** **.**

Nguyen, T. T. C., Hong Le, A. T., & Nguyen, C. V. (2024). The Impact of Liquidity and Corporate Efficiency on Profitability. ***Emerging Science Journal*** **.**

Oktavianus Yusan, B., & Edy Handoyo, S .(2023) .Effect of Cash Conversion Cycle on Company Profitability: A Study on Indonesian Food and Beverage Listed Companies. ***International Journal of Management Science and Application*** **.**

Osazefua, I. J. (2019). Operational efficiency and financial sustainability of listed manufacturing companies in Nigeria. ***Journal of Accounting and Taxation*** **.**

Padachi, K. (2006). TRENDS IN WORKING CAPITAL MANAGEMENT AND ITS IMPACT ON FIRMS, PERFORMANCE: AN ANALYSIS OF MAURITIAN SMALL MANUFACTURING FIRMS .

Pasaribu, N., Irawan, D & ,.Hadi, S. P. (2025). The Effect of Profitability, Asset Growth, and Profit Growth on Company Value: An Empirical Study of the Technology Sector Listed on the IDX for the 2021-2024 Period. ***International Journal of Economics and Management Research*****,** ***4*****(3 .532-518 ,(**

Penrose, E. T. (1960). The theory of the growth of the firm twenty-five years after .

Penrose, E. T., & Oughton, C. (2019). Special issue of the International Review of Applied Economics on Edith Penrose's legacy to economics, management and political economy. ***International Review of Applied Economics*****,** ***33*****, 596 - 597 .**

Pham, H. S. T., & Nguyen, D. T. (2019). The effects of corporate governance mechanisms on the financial leverage–profitability relation. ***Management Research Review*** **.**

Piekkola, H & ,.Rahko, J. (2020). Innovative growth: the role of market power and negative selection. ***Economics of innovation and new technology*****,** ***29*****(6), 603-624 .**

Purba, J., Wulandari, D. S., & Djatnicka, E. W. (2025). Maximizing Profit Margins: The Interconnection Between Working Capital Efficiency

and Sales Growth .*Journal of Applied Accounting and Taxation*, *10*(1), 135-144 .

Purnamasari, K., Purwati, P., Windarti, G. A. O., & Elisa, E. (2023). CASH CONVERSION CYCLE AND PROFITABILITY FOOD AND BEVERAGE COMPANIES IN INDONESIA. *Jurnal Manajemen* .

Purwanti, T., Kuntaryanto, O., Utami, T., Marjukah, A., Darmawansyah, I., & Kalbuana, N. (2025). Moderating leverage on the effect of corporate governance and profitability on firm value. *Journal of Law, Administration, and Social Science* .

Putri, I. S., & Sutopo, B. (2024). Company Growth and Profitability in Corporate Value with Environmental Disclosure as a Moderation in Oil, Gas and Coal Companies. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, *8*(4), 4409-4417 .

Rahaman, M. M., Zhang, M., & Feng, J. (2022). Two-sided market power and firm performance. *Journal of Business Research* .

Raheman, A., & Nasr, M. (2007). WORKING CAPITAL MANAGEMENT AND PROFITABILITY-CASE OF PAKISTANI FIRMS .

Rahmiyati, N., Wahidhani, E. H., Fitrianingsih, D., & Rachmawati, T. (2024). Effect of Working Capital Management, Operational Efficiency, and Profitability on Financial Sustainability of SMEs. *International Journal of Business, Law, and Education* .

Romer, P. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, *94*, 1002 - 1037 .

Rotjanakorn, A., Sadangharn, P., & Na-nan, K. (2020). Development of Dynamic Capabilities for Automotive Industry Performance under Disruptive Innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity* .

Salvadorinho, J., & Teixeira, L. (2021) .Organizational knowledge in the I4. 0 using BPMN: a case study. *Procedia Computer Science*, *181*, 981-988 .

Santoso, D., & Hersugondo, H. (2023). Company Size and Growth on Profitability: A Comparative Study in 5 ASEAN Countries. *Journal of Accounting Research, Organization and Economics* .

Serrasqueiro, Z., Pinto, B., & Sardo, F. (2023). SMEs growth and profitability, productivity and debt relationships. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, *28*(56), 404-419 .

Shi, X., & Zailani, S. H. M. (2025). Capabilities and Resources for Value Creation and Sustainable Competitive Advantage: A Study of the Chinese Video Game Industry. ***Sustainability*** **.**

Singh, H. P., Kumar, S., & Colombage, S. (2017). Working capital management and firm profitability: a meta-analysis. ***Qualitative Research in Financial Markets*****, *9*(1), 34-47 .**

Steinbrunner, P. R. (2023). May It Be a Little Bit More of Market Power? On Productivity Growth and Competition. ***Journal of Industry, Competition and Trade*** **.**

Subedi, K. D. (2022). Testing Pecking Order Prediction of Financing Choices in NEPSE Listed Non-Financial Companies of Nepal. ***Saptagandaki Journal*** **.**

Sumarni, N., Goestjahjanti, F. S., Pramono, T., & Murti, W. (2024). Optimizing profitability: The impact of operational efficiency and FDR from Muamalat Islamic bank. ***Sebelas Maret Business Review*** **.**

Sun, W., Chen, K., & Mei, J. (2024). INTEGRATING THE RESOURCE-BASED VIEW AND DYNAMIC CAPABILITIES: A COMPREHENSIVE FRAMEWORK FOR SUSTAINING COMPETITIVE ADVANTAGE IN DYNAMIC MARKETS. ***EPRA International Journal of Economic and Business Review*** **.**

Suntraruk, P .(2023) .The mediating effect of profitability on the relationship between working capital management and sustainable growth. ***Studies in Business and Economics*****, *18*(1), 314-327 .**

Tarek, Y., & Rafik, M. (2020). The Impact of Working Capital Management on Corporate's Performance: Evidence from Egypt. ***International Journal of Business and Management*** **.**

Tripathi, V., Goodell, J. W., Madhavan, V., & Kumar, S. (2024). Moderating effect of capital structure on the relationship between corporate governance mechanisms and firm value: Evidence from India. ***International Review of Economics & Finance*** **.**

Warusawitharana, M. (2018). Profitability and the Lifecycle of Firms. ***The BE Journal of Macroeconomics*****, *18* .(2)**

Wassef, A., Zamel, A., El Dardery, O. I., Moubarak, H., & Badawy, H. (2024). Unraveling determinants of sustainable growth in egyptian firms across the firm life cycle. ***Journal of Accounting and Auditing: Research & Practice*****, *2024*, 1-14 .**

Weiss, M., Herrmann, D., Khoury, T. A., Kreutzer, M., & Hummel, M. (2023). The boundary conditions for growth: Exploring the non-linear relationship between organic and acquisitive growth and profitability. *Long Range Planning*, *56*(2), 102291 .

Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of econometrics*, *126*(1), 25-51 .

Winn, J. (1997). Asset Productivity Turnaround: the Growth/Efficiency Challenge. *Journal of Management Studies*, *34*, 585-600 .

Yadav, I. S., Pahi, D., & Gangakhedkar, R. (2022). The nexus between firm size, growth and profitability: new panel data evidence from Asia–Pacific markets. *European Journal of Management and Business Economics*, *31*(1), 115-140 .

Yasmin, S & ,.Mohiuddin, M. (2021). A meta-analysis of the role of working capital management on firm profitability. *Global Business and Economics Review*, *25*(3-4), 400-423 .

Youssef, A., Etab, M., & Amer, M. (2025). The Effect of Financial Microeconomics and Macroeconomics Factors on the Sustainable Growth of the Listed Egyptian Firms .418-395 ,(5)45 ,المجلة العربية للإدارة .

Youssef, I. S., Salloum, C., & Al Sayah, M. (2022). The determinants of profitability in non-financial UK SMEs. *European Business Review* .

Zhou ,N., Kang, J., & Park, S. H. (2025). Strategy for Sustained Profitable Growth: The Difference Between Growth-and Profit-Oriented Firms. *Management and Organization Review*, 1-24 .

Zhou, N., & Park, S. h. (2020). Growth or profit? Strategic orientations and long-term performance in China. *Southern Medical Journal*, *41*, 2050-2071 .

Zhou, N., & Park, S. H. (2024). Decomposing firm performance in emerging markets: The difference between growth and profit. *Management and Organization Review*, *20*(2), 316-335 .