



أثر المرونة المالية على الربحية وكفاءة الاستثمار في الفترات الحالية والمستقبلية: أدلة تطبيقية من سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري

إعداد

د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة المنوفية

elkholy.osama@hotmail.com

د. محمد صابر حموده السيد

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة المنوفية

Mohamed.elsayed@commerce.menofia.edu.eg

د. السيد عيد محمد عيد

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة المنوفية

S_eid85@yahoo.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الخامس - العدد الأول – الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٤

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

السيد، محمد صابر حموده؛ الخولي، أسامة عبد المنعم عبد الحميد؛ عيد، السيد عيد محمد (٢٠٢٤). أثر المرونة المالية على الربحية وكفاءة الاستثمار في الفترات الحالية والمستقبلية: أدلة تطبيقية من سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٥(١)، ٧٤٥-٧٨٦.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

أثر المرونة المالية على الربحية وكفاءة الاستثمار في الفترات الحالية والمستقبلية:

أدلة تطبيقية من سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

ملخص الدراسة:

يتمثل الهدف الأساسي للدراسة في تقييم أثر المرونة المالية على الربحية الحالية والمستقبلية وكذلك تأثيرها على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية، بالتطبيق عينة مكونة من (١٣) شركة مقيدة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري، خلال الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠٢١، بإجمالي عدد مشاهدات (١٤٣) مشاهدة، وقد توصلت الدراسة إلى؛ أولاً: تؤدي المرونة المالية للشركات إلى تقديم دعم مالي جيد لنمو ربحيتها، وبالتالي تتمتع بأداء أفضل مقارنة بالشركات غير المرنة ماليًا، حيث وثقت الدراسة وجود تأثير إيجابي للمرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية للشركة، وبشكل أكثر تفصيلاً، تؤثر على ربحية الشركة في العام الحالي والتالي، بينما لم يكن لها أي تأثير على الربحية المستقبلية في العام بعد التالي. ثانياً: أظهر التحليل الإضافي، أن الشركات التي تمتلك فائض من النقدية المحتفظ بها وبقدرة كبيرة على الإقراض تتمتع بربحية عالية أفضل، إلا أنه لا يوجد تأثير لمرونة النقدية والديون على الربحية المستقبلية. ثالثاً: يعد تحقيق المرونة المالية أمراً حاسماً لتبني الشركات إستراتيجيات استثمارية مستقبلية مثلى من خلال تقليل مستوى الإفراط ونقص الاستثمار، حيث أكدت الدراسة على وجود تأثير إيجابي للمرونة المالية على كفاءة الاستثمار المستقبلية، بينما لم يكن لها أي تأثير على كفاءة الاستثمار الحالية. أخيراً: أظهر التحليل الإضافي، وجود تأثير إيجابي لمرونة النقدية على كفاءة الاستثمار الحالية وفي العام التالي، غير أنه لا يوجد لها أي تأثير على كفاءة الاستثمار المستقبلية (في العام بعد التالي)، وعلى العكس من ذلك، وجود تأثير إيجابي لمرونة الديون على كفاءة الاستثمار المستقبلية (في العام بعد التالي)، بينما لا يوجد لها أي تأثير على كفاءة الاستثمار الحالية وفي العام التالي، ومعنى ذلك أنه من بين عنصري المرونة، وهما سياسة الاحتفاظ بالنقد والرافعة المالية المتحفظة، تعد مرونة الديون المحرك الرئيسي لسلوك الاستثمار في المستقبل، بينما تعتمد الشركات بدرجة أقل على توافر الأموال الداخلية للاستثمار في المستقبل ومن المرجح أن يتم الاحتفاظ بالنقد كشكل من أشكال التأمين ضد مخاطر الضائقة المالية والإفلاس، كما يعكس التأثير الإيجابي لمرونة الديون على كفاءة الاستثمار في العام بعد التالي، أن الشركات غالباً ما تتوخى الحذر عن إصدار ديون لتحافظ على سعة ديون إحتياطية في المستقبل لتمويل فرص الاستثمار المربحة.

الكلمات الدالة: المرونة المالية، المرونة النقدية، مرونة الديون، الربحية، كفاءة الاستثمار، المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

مقدمة:

تعكس الأزمات الاقتصادية والمالية صدمات خارجية على جدوى الشركات وربحيته وتدفقاتها النقدية، وتقلل بشكل عام من العائد المتوقع لفرص الاستثمار. غير أنها، نظرًا لانخفاض أسعار الأصول قد تخلق فرصًا لنمو الشركات التي تتمتع بقدر أكبر من المرونة المالية والجدارة الائتمانية بالشكل الذي يمكنها من الوصول أسهل إلى أسواق رأس المال الخارجية لتلبية احتياجات التمويل، وبالتالي تجنب المواقف التي قد تؤدي إلى استثمار دون المستوى الأمثل وضعف الأداء.

علاوة على ذلك، فإن تحقيق المرونة المالية يعد أمرًا حاسمًا، للتحوط ضد الطوارئ المستقبلية غير المؤكدة الناشئة عن النقص غير المتوقع في الأرباح، إلى الحد الذي تكون فيه الشركات مجهزة بشكل أفضل لتجنب مخاطر الإفلاس والضائقة المالية والتوسع في الأسواق، وتبنى استراتيجيات استثمارية مثلى تحقق النمو والأرباح المستدامة. وبناءً عليه، تعد المرونة المالية أداة إستراتيجية تنافسية فعالة لما لها من تأثير محتمل على السلوك المالي للشركة وبخاصة في أوقات الأزمات.

وبشكل أكثر تفصيلاً، قد تتبنى الشركات سياسة ديون متحفظة للحفاظ على "احتياطات كبيرة من قوة الاقتراض غير المستغلة"، بحيث تكون قادرة على جمع الأموال الخارجية خلال فترات الأزمات (Marchica & Mura, 2010)، بالشكل الذي يسمح لهم بتقليل الأثر السلبي لصددمات السيولة (Ferrando et al., 2017)، كما أنه من المرجح أن تصدر الشركات التي تحجم عن الاقتراض في فترات غير مقيدة ديونًا أكثر في الفترات التي يكون فيها الوصول إلى أسواق رأس المال أكثر تقييداً (De Jong et al., 2012)، وبخاصة عندما تجبرهم مشاكل التعاقد والمعلومات غير المتماثلة على التخلي عن فرص النمو المربحة (Marchica & Mura, 2010).

من ناحية أخرى، فإن الشركات التي تحتفظ بقدر مناسب من النقدية، أقل عرضة لعيوب السوق حتى أثناء الظروف القاسية للأزمة، كما يتضح من انخفاض حساسية الاستثمار للتدفق النقدي (Ferrando et al., 2017)، بعكس الشركات الأقل مرونة كونها أكثر عرضة لانخفاضات المفاجئة في تدفقاتها النقدية (Arslan-Ayaydin et al., 2014).

وبناءً على الإطار النظري السابق، تفترض الدراسة الحالية أهمية تحقيق المرونة المالية -سواء من خلال الاحتفاظ بالنقد أو اعتماد سياسة رافعة مالية متحفظة أو تعديل مستويات السيولة والرافعة المالية في آن واحد- كونها تعطي للمديرين المزيد من الفرص ليس فقط لزيادة مستويات الاستثمار، ولكن أيضاً لإستثمار الأموال في المشاريع المربحة وتجنب المشاريع التي تنطوي على مخاطر أكبر وعوائد أقل، وبشكل خاص، تقدم أدلة تطبيقية حول أثر المرونة المالية على الربحية وكفاءة الاستثمار (الحالية والمستقبلية) بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري.

أولاً: مشكلة الدراسة

تعترف خطط التنمية بالدور المركزي الذي تلعبه الشركات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد المصري، حيث توفر هذه المشروعات ما يقرب من (٧٠٪) من وظائف القطاع الخاص وتساهم بأكثر من (٣٤٪) من الناتج المحلي الإجمالي للدولة، (البورصة المصرية "سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة"، ٢٠٢٣)، إلا أن إفتقار هذه الشركات إلى المعلومات الموثوقة التي يواجهها المستثمرون المحتملون لتقييم جدارتها الائتمانية قد يؤدي إلى تدهور وصولها إلى التمويل الخارجي، ارتفاع أسعار الفائدة، وزيادة الطلب على الضمانات وقيود التمويل، وبالتالي فإن تلك المشكلات تجعلها تعتمد بشكل أساسي على مصادر التمويل الداخلية وتعيق من كفاءة سياساتها الاستثمارية والتمويلية (Uyar & Guzelyurt, 2015; Ferrando et al., 2017).

في الوقت نفسه، يعد تنفيذ قرارات الاستثمار الفعالة هدفاً حيوياً لمعظم الشركات، لأنها تسهل عملية النمو المستدام وتساهم في تعظيم ثروة المساهمين، غير أن القدرة الاستثمارية للشركات تتأثر بمدى تطور الأسواق التي تعمل فيها، ففي ظل الأسواق الناشئة غير الكاملة تلك التي تتعلق بقضايا التعاقد وقيود التمويل ومشاكل الوكالة والمعلومات غير المتماثلة تكون عملية الوصول إلى الأموال الداخلية والخارجية صعبة بالشكل الذي يعرقل من قدرة الشركات على تحقيق الكفاءة الاستثمارية (Almeida & Campello, 2010).

ويقصد بكفاءة الاستثمار المستوى الأمثل للاستثمارات التي تختار الشركات عنده متابعة والاستمرار في المشروعات ذات القيمة الحالية الإيجابية الصافية ورفض الاستثمارات التي ستولد أرباحاً سلبية وذات قيمة عالية صافية سلبية (Cherkasova & Kuzmin, 2018) وعلى ذلك يمثل الاستثمار غير الكفاء مقدار الانحراف عن المستوى الأمثل وعادةً ما يُطلق على هذه المواقف بالإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمار.

وترتبط جدارة المرونة المالية ارتباطاً وثيقاً بكفاءة القرارات الاستثمارية، حيث تحث سياستي الاحتفاظ بالنقد والرافعة المالية المتحفظة، الشركات على الوصول إلى تمويلها في الوقت المناسب للاستجابة للصدمات الإقتصادية غير المتوقعة أو اغتنام فرص الاستثمار القِيمة بتكلفة تمويل منخفضة للغاية وبالتالي تحقيق قيمتها المثلى وتجنب مشاكل الإفلاس والضائقة المالية (Arslan-Ayaydin et al., 2014; Ma & Jin, 2016; Liu et al., 2020). وبناءً على ذلك، على الشركات ضرورة الحفاظ على مستوى معين من المرونة المالية.

في الوقت نفسه، كشفت الإهتمامات البحثية عن أهمية المرونة المالية باعتبارها الحلقة المفقودة في قرارات هيكل رأس المال. وفي هذا الصدد، أولت معظم الأبحاث في أواخر العقد الأول من القرن الحادي والعشرين اهتمامهم بشكل أساسي على تحديد مصادر المرونة المالية (DeAngelo & DeAngelo, 2007; Gamba & Triantis, 2008; Hotchmunt, 2010; Daniel et al., 2010)، بينما ركزت الأبحاث اللاحقة بشكل أكبر على الآثار المترتبة على المرونة المالية لاسيما، تأثيراتها المختلفة على سياسة توزيعات الأرباح (Rapp et al., 2014)، ديناميكيات الرافعة

المالية (Hegde et al., 2023)، الابتكار المستدام (Hao et al., 2022)، إستدامة الشركات (Zhang et al., 2020; Teng et al., 2021)، جودة الأرباح (Islam et al., 2022)، والمخاطر التنظيمية (Chang & Wu, 2021).

من جانب آخر، تجادل الأدبيات الحديثة على أن المزيج التمويلي الأمثل يرتبط بقرارات مثلى لسياسات الاستثمار بالشركة ويعظم من ربحيتها. وفي هذا الشأن، أفاد الباحثون بأن الشركات التي تحافظ على مستوى عالٍ من المرونة المالية من خلال سعة الديون الاحتياطية، تُظهر مستويات محسنة من الاستثمار (Yung et al., 2015)، كما تتمتع بأداء مستقبلي أفضل مقارنةً بالشركات الأقل مرونة (Raza et al., 2021). ويوفر ذلك دليلاً قوياً على أن الشركات تضحى بالاقتراض اليوم لتعزيز قدرتها على اغتنام فرص الاستثمار المربحة ومتابعة فرص النمو ومواجهة النقص غير المتوقع في الأرباح (Arslan-Ayaydin et al., 2014).

وقدم (De Jong et al., 2012) دليلاً على أن المرونة المالية قد خفضت بشكل كبير من تشوهات الاستثمار، ويرجعون ذلك إلى قدرة هذه الشركات على إصدار ديون إضافية بدلاً من الاضطرار إلى بيع الأسهم بأسعار غير جذابة لا سيما في الفترات التي يكون فيها الوصول إلى رأس المال مقيداً. ويكشف التحليل الإضافي أنه بعد فترة الديون المتحفظة، تكتسب الشركات نفقات رأسمالية أكبر وتزيد من الاستثمار غير الطبيعي، علاوة على ذلك، تكشف اختبارات الأداء طويلة المدى أن الشركات المرنة مالياً لا تستثمر أكثر فحسب، بل تستثمر أيضاً بشكل أفضل (Marchica & Mura, 2010).

علاوة على ذلك، تلعب المرونة المالية دوراً مهماً في التخفيف من مشكلات الاستثمارات دون المستوى الأمثل وتنفيذ إستراتيجيات استثمارية أكثر كفاءة تعظم من قيمة الشركة (Cherkasova & Kuzmin, 2018; Islam et al., 2020; Sun, 2023)، وبناءً عليه، تزداد أهميتها في البلدان ذات الحماية القانونية الضعيفة للمستثمرين، وفي ظل الوصول المحدود إلى الائتمان (Ferrando et al., 2017).

من ناحية أخرى، يجادل باحثون آخرون بوجود علاقة سلبية بين المرونة المالية وربحية الشركة وكفاءة استثماراتها، وفي هذا الصدد، ذكر (Modigliani & Miller, 1963) أن الشركات تميل إلى استخدام الديون الإضافية في هيكل رأس مالها كون الفوائد المدفوعة على الديون تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، الأمر الذي ينعكس على زيادة ثروة حملة الأسهم وبناءً عليه توفر الديون خياراً مربحاً للحماية الضريبية أو ما يعرف بالدرع الضريبي *Tax Shield*، ويشجع ذلك الشركات على الاعتماد بشكل كبير على تمويل الديون كإستراتيجية للتخطيط الضريبي *Tax Planning Strategy*، أو ما يعرف باسم الرسملة *Capitalization*.

ويرى (Gdala, 2009) أنه بالنسبة للشركات الموجودة في بورصة وارسو للأوراق المالية، لا توجد علاقة معنوية بين سياسات الديون والتغيرات في نفقاتها الرأسمالية، غير أن قيمة الموجودات النقدية أكثر أهمية لتوقعات نموها، وعلى العكس من ذلك وجد (Arslan-Ayaydin et al., 2014) أن مرونة الديون تعد المحرك الرئيسي لسلوك الاستثمار، بينما تعتمد الشركات بدرجة أقل على توافر الأموال الداخلية للاستثمار ومن المرجح أن يتم الاحتفاظ بالنقد كشكل من أشكال التأمين ضد مخاطر الضائقة المالية والإفلاس وليس لزيادة الاستثمار.

هذا وقد أكد *Ferrando et al. (2017)*، على أن المرونة أكثر شيوعاً في الشركات الكبيرة وتسمح لها بتبني سياسات استثمار أكثر كفاءة، بينما تمنح هذه السياسة للشركات الصغيرة فرصة للحصول على مجموعة متنوعة من خيارات الائتمان، مما يحسن حجم الاستثمارات وليس كفاءتها. كما أشار *Ma & Jin (2016)* إلى أن تأثير المرونة المالية كان أكبر على مقياس حجم الاستثمار مقارنة بتأثيرها على الكفاءة، ويمكن تفسير هذه النتيجة من خلال طبيعة الاقتصاد الصيني سريع النمو، فالشركات في البلدان الناشئة أكثر استعداداً لإيلاء مزيد من الاهتمام نحو التوسع بدلاً من التركيز على عوامل الكفاءة.

ووفقاً لـ *Nouri & Jafari (2016)*، فإن الزيادة في مستويات المرونة المالية قد أدت إلى زيادة الاستثمار المفرط والنقص في الاستثمار. وتوصل *Raza et al. (2021)*، أيضاً إلى عدم وجود علاقة غير مباشرة بين المرونة المالية وأداء الشركة، حيث فشل مقياس كل من حجم وكفاءة الاستثمار في التوسط بين المرونة المالية وأداء الشركة، إلا أنه كان لمقياس حجم الاستثمار تأثير سلبي على العلاقة بين المرونة المالية وأداء الشركة، بينما لم يكن لكفاءة الاستثمار أي تأثير على هذه العلاقة.

وتوفر هذه الأدبيات نتائج مثيرة للإهتمام ومع ذلك، فإن معظمها يرتبط بالاقتصاديات المتقدمة والشركات كبيرة الحجم، وبالتالي فإن نتائجها ليست قابلة للتعميم على الاقتصاديات الناشئة ولا تصلح لتمثيل الفكرة العامة لسلوك هيكل رأس المال في الشركات الصغيرة والمتوسطة في البيئة المصرية، نظراً لما تتمتع به هذه الاقتصاديات بتكوين مؤسسي مختلف تماماً مقارنة بالاقتصاد المتقدم، من حيث الآليات القانونية والمالية والتنظيمية الضعيفة، إلى جانب مخاطر عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي التي حدثت في الأونة الأخيرة، وما صاحب ذلك بالعديد من الإختلالات في أسواق رأس المال (مثل: ارتفاع تكاليف المعاملات، محدودية توافر الائتمان، ضعف هيكل الحوكمة وتراخي الأداء الإداري، والإضطراب المؤسسي إضافة إلى تفاقم مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات).

وبالنظر إلى هذه القضايا، والنتائج غير المتسقة، يصبح من الضروري استكشاف أثر المرونة المالية على الربحية وكفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بالشركات الصغيرة والمتوسطة في البيئة المصرية، ويتم تحفيز هذا البحث لمعالجة تلك القضية الحاسمة وسد الفجوة.

ثانياً: أهداف الدراسة

تركز هذه الدراسة بشكل أساسي على تقييم أثر المرونة المالية على الربحية وكفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري، من خلال تحقيق الأهداف التالية:

- أ. فحص أثر المرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية.
- ب. قياس أثر المرونة النقدية ومرونة الديون على الربحية الحالية والمستقبلية.
- ج. تقدير أثر المرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية.
- د. إختبار أثر المرونة النقدية ومرونة الديون على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية.

ثالثاً: أهمية الدراسة

تقدم الدراسة العديد من المساهمات المهمة في الأدبيات الموجودة، وتعد نتائجها مفيدة للأكاديميين والمديرين والمساهمين والمستثمرين الحاليين والمرقبين حيث:

أ. تضيف الدراسة نتائج مكملة للأبحاث المتنامية المتعلقة بتحليل العلاقة بين الاستراتيجيات المالية والاستثمارية للشركات، وتقدم دليل تطبيقي حول أثر المرونة المالية - في شكل سياسة ديون متحفظة أو إحتياطيات نقدية محتفظ بها- على تراجع القرارات الاستثمارية دون المستوى الأمثل (عن طريق خفض مستوى الاستثمار المفرط ونقص الاستثمار). في الوقت نفسه، تركز الدراسة بشكل أوسع على كيفية تأثير المرونة المالية على الربحية المستقبلية للشركات.

ب. تركز بشكل خاص على الدور المحتمل الذي قد تلعبه المرونة المالية في تقييم الشركات في سوق ناشئ، وتقدم أدلة مباشرة، حول تأثير هذه السياسة على الربحية وكفاءة الاستثمار بالشركات الصغيرة والمتوسطة، وتعد نتائجها مهمة للغاية ضمن التطورات الأخيرة في أدبيات هيكل رأس المال.

ج. تبحث الدراسة أيضاً في كيفية تفاعل المقاييس التقليدية للقيود والصحة المالية للشركات، مثل توزيعات الأرباح وحجم وعمر الشركة ونتاج أعمالها ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى المبيعات وملموسية ومعدل نمو الأصول ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية للشركة، مع مؤشرات المرونة المالية الإجمالية والقائمة على الرافعة المالية والنقدية لشرح السياسة الاستثمارية للشركات وأدائها.

د. تضيف الدراسة إلى الأدبيات المتعلقة بحماية المستثمر في الأسواق الناشئة ذات الحماية القانونية الضعيفة وأسواق رأس المال الأقل تطوراً وقيود التمويل، وتعد نتائجها مفيدة لمديري الشركات من خلال فهم أهمية تحقيق والحفاظ على المرونة المالية بما يسمح لهم بتبني إستراتيجيات تمويلية وإستثمارية مثلى سواء للمشاريع الاستثمارية القائمة أو الجديدة وبالشكل الذي يمكنهم من الحصول على المزيد من رأس المال بمخاطر ائتمانية وتكلفة أقل ويعظم من قيمة الشركات.

هـ. كما قد تكون نتائجها مفيدة أيضاً للمستثمرين عند اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة، حيث بناءً على قيمة المرونة المالية قد يتردد الدائنون والمساهمين المرقبين في الإقراض أو شراء أصول مالية في الشركات التي تحتفظ بقدر منخفض من النقدية أو ليس لديها قدرة دين احتياطية، وكذلك لمنظمي الأسواق والمؤسسات المالية، لصياغة سياسات تعزز الأنشطة الاقتصادية وتساعد في تنمية القطاع المالي وتحسن الجودة التنظيمية للشركات. علاوة على ذلك، فهذه الأمور مهمة ومفيدة أيضاً للاقتصاد ككل.

و. أخيراً، توفر الدراسة أدلة مهمة حول كيفية إدارة السياسات التمويلية والاستثمارية بالشركات الصغيرة والمتوسطة بشكل استباقي لضمان إستدامة عملياتها، وتلقي مزيداً من الضوء على

الآليات التي من خلالها تعالج هذه الشركات القيود المالية المحتملة لها، ويرجع إختيار الجانب التطبيقي نظراً لأهمية تلك الشركات كونها تلعب دوراً حيوياً في مؤشرات النمو والتنمية الاقتصادية والاجتماعية وفقاً لرؤية مصر ٢٠٣٠.

رابعاً: تنظيم الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة، سوف يتم تنظيم ما تبقى من الدراسة على النحو التالي؛ مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة، منهجية الدراسة التطبيقية، تحليل ومناقشة نتائج إختبارات فروض الدراسة، نتائج الدراسة، التوصيات المقترحة، ومجالات الأبحاث المستقبلية.

خامساً: مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة

(أ) تقييم أثر المرونة المالية على الربحية الحالية والمستقبلية

تناولت العديد من الدراسات طبيعة العلاقة بين المرونة المالية والربحية إلا أنها توصلت إلى نتائج مختلفة، حيث ذكر *Modigliani & Miller (1963)* أن الشركات تميل إلى استخدام الديون الإضافية في هيكل رأس مالها كون الفوائد المدفوعة على الديون تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، الأمر الذي ينعكس على زيادة ثروة حملة الأسهم وبناءً عليه توفر الديون خياراً مريحاً للحماية الضريبية أو ما يعرف بالدرع الضريبي *Tax Shield*، ويشجع ذلك الشركات على الاعتماد بشكل كبير على تمويل الديون كإستراتيجية للتخطيط الضريبي *Tax Planning Strategy*.

وتؤدى المرونة المالية إلى تعزيز قدرة الشركات على التخصيص الأمثل للموارد المالية للتعامل مع المخاطر واستغلال الفرص المستقبلية، وتقديم دعم مالى جيد لنمو ربحيتها *(Cherkasova & Raza et al., 2021)*، وكذلك تتفوق في الأداء على السوق عند قياس أدائها على المدى الطويل بعد قيامها باستثمارات غير طبيعية *(Arslan-Ayaydin et al., 2014)*، ومعنى ذلك أن الشركات قد تضحي بالاقتراض في الوقت الحالي لتعزيز قدرتها على جمع الأموال اللازمة لمواجهة الصدمات الخارجية الناشئة عن النقص غير المتوقع في الأرباح خلال فترات الانكماش الاقتصادي، وكذلك متابعة فرص النمو في المستقبل في أقل وقت *(Marchica & Mura, 2010; Arslan-Ayaydin et al., 2014; Yi, 2020)*، كما توفر بدائل مختلفة للتعامل مع احتياجات التمويل والاستثمار غير المتوقع في المستقبل *(Teng et al., 2021)*، وزيادة الرقابة على سوء سلوك المديرين *(Yi, 2020)*.

وفي الوقت نفسه، كشفت نتائج دراسة (Arslan-Ayaydin et al. (2014)، عن وجود تأثير إيجابي للمرونة المالية على الأداء اعتماداً على عينة مكونة من (١٠٦٨) شركة لدول شرق آسيا خلال الفترة ١٩٩٤م - ٢٠٠٩م، وتوصلت نتائج دراسة (Chang & Ma (2019)، وجود تأثير إيجابي للمرونة المالية على معدل العائد على الأصول بالتطبيق على عينة مكونة من (٢٨٧) شركة مقيدة في سوق الأوراق المالية الصيني خلال الفترة ٢٠١٠م - ٢٠١٢م. وفي نفس السياق، أشارت أيضاً نتائج دراسة (Yi (2020) إلى وجود تأثير إيجابي للمرونة المالية على الربحية بالتطبيق على عينة مكونة من (٢٩٢) شركة صناعية مقيدة في سوق الأوراق المالية الصيني خلال الفترة ٢٠١١م - ٢٠١٧م، وخلصت نتائج دراسة (Teng et al. (2021)، التي أجريت على عينة مكونة من (١٦٩٤) مشاهدة للشركات الصناعية المقيدة في سوق الأوراق المالية بتايوان خلال الربعين الأول والثاني من عام ٢٠٢٠م إلى وجود تأثير إيجابي للمرونة المالية على معدل العائد على الأصول.

وباستخدام بيانات الشركة المدرجة في الصين، توصلت دراسة (Guo et al. (2020)، أن المرونة المالية والاستثمار في البحث والتطوير يقللان بشكل كبير من التأثير السلبي للمسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة والتأثير الإيجابي على المخاطر التنظيمية، كما درس (Fahlenbrach et al. (2021) قيمة المرونة المالية في الوضع الفريد المتمثل في حدوث عجز مفاجئ وغير متوقع في الإيرادات بسبب صدمات أزمة COVID-19، حيث قام بفحص ما إذا كانت الشركات الأكثر تعرضاً لصدمة COVID-19 تستفيد أكثر من المرونة المالية الناتجة عن انخفاض نسبة الديون طويلة الأجل أو زيادة الحيازات النقدية، وتوصلت الدراسة، إلى أنه يمكن للشركات استخدام المرونة المالية لتمويل النقص في التدفق النقدي أثناء هبوط سوق الأسهم وعلى ذلك فإن نقص الإيرادات الناشئ عن الأزمة يؤثر بشكل أقل على أسهم الشركة إذا كانت الشركة أكثر مرونة، وقد بلغ متوسط الفرق بين انخفاض سعر السهم للشركات التي تتمتع بمرونة مالية عالية وانخفاض سعر السهم للشركات الأقل مرونة ٢٦٪. ومعنى ذلك أن المرونة المالية تعد أداة مهمة لإدارة مخاطر صدمات الإنهيار الإقتصادي.

وتشير الربحية المستقبلية أو ما يعرف بإستدامة الربحية إلى مدى قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح في المستقبل وتعكس ظروف التشغيل من منظور طويل الأجل، وتعتبر أحد المؤشرات الهامة للمساهمين والدائنين، وبالتالي تلعب دوراً أساسياً في التحليل المالي وخاصة في ظل زيادة ظروف عدم التأكد في أسواق الأوراق المالية. وفي هذا الشأن، قامت دراسة (Cai & Wu (2020) بإختبار ما إذا كانت المرونة المالية تؤثر على الربحية الحالية أم المستقبلية؟ بالتطبيق على عينة مكونة من (٦٢) شركة مقيدة في سوق الأوراق المالية الصيني خلال الفترة ٢٠١٣م - ٢٠١٧م، وأظهرت نتائج الدراسة أن تأثير المرونة المالية على ربحية المنشآت له فترة تأخير قد تصل إلى عدة سنوات، وبالتالي فإنها تؤثر على الربحية المستقبلية وليست الحالية، أي أن فوائد المرونة المالية تنعكس بشكل أكبر في الفترات المستقبلية.

من ناحية أخرى، تجادل دراسات أخرى بأن المرونة المالية قد تضر بأداء الشركة، وفي هذا الشأن أفاد (Dong & Mao (2016) بوجود تأثير سلبي للمرونة المالية على ربحية الشركات نظراً لإرتباطها بعدم كفاية الاستثمار من منظور قيود التمويل، ووفقاً لـ (Agha & Faff (2014) تؤدي المرونة المالية العالية

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

إلى الإفراط في الاستثمار من منظور تكاليف الوكالة. وعلى الجانب الآخر، قد تُستخدم الاحتياطات النقدية الكبيرة لغرضي الوقاية أو الاستخدام، وبناءً عليه يمكن أن تتسبب الموارد غير المستغلة في شكل نقدية مفرطة محتقظ بها. في عدم استغلال أموال المنشآت وزيادة تكاليف الفرصة البديلة، وينعكس ذلك سلبيًا على ربحيتها.

هذا وأشارت نتائج دراسة *Yi (2020)* إلى وجود تأثير سلبي لمربع المرونة المالية على الربحية مقاسه بمعدل العائد على الأصول بالتطبيق على عينة مكونة من (٢٩٢) شركة صناعية مقيدة في سوق الأوراق المالية الصيني خلال الفترة ٢٠١١م - ٢٠١٧م، وبالتطبيق على عينة مكونة من أربع شركات صناعية وأربع بنوك مقيدة في سوق الأوراق المالية العراقي خلال الفترة ٢٠١٥م - ٢٠٢٠م توصلت نتائج دراسة *Ahmed (2022)* إلى وجود تأثير سلبي لمرونة الديون ومرونة النقدية على عوائد الأسهم العادية، إلا أن هذا التأثير يختلف بين شركات قطاعي البنوك والشركات الصناعية.

وتعاني الشركات في الأسواق الناشئة من مشاكل عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تسعى إدارة المنشآت إلى تعظيم مصالحها حتى يتمكنوا من استخدام الأموال غير المستغلة لخطط الأعمال التي تتعارض مع مصالح المساهمين مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الوكالة (*Jensen, 1986*)، بالإضافة لذلك قد تحد المرونة المالية من تأثير الحوكمة على التزامات الشركات ويؤثر ذلك بشكل سلبي على أدائها (*Yi, 2020*)، وتتفق تلك الآراء مع نظرية تكاليف الإفلاس التي تشير إلى أن زيادة نسبة التزامات في هيكل تمويل الشركة، يؤدي إلى زيادة مصروف فوائد الديون مما يخفض من ربحيتها ويزيد من فرص افلاسها (*Cai & Wu, 2020*).

ويظهر العرض السابق نتائج متباينة بشأن طبيعة العلاقة بين المرونة المالية والربحية الحالية والمستقبلية، وقد يرجع ذلك إلى اختلاف البيئة التطبيقية، طبيعة الصناعة، الفترة الزمنية، وتطور أسواق المال، كما أن جميع هذه الدراسات لا تتعلق بالبيئة المصرية، لذلك سوف تقوم الدراسة الحالية بإختبار الفرض الأول التالي:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري".

ولأغراض التحقق من متانة النتائج سوف تقوم الدراسة بإجراء إختبار أكثر تحليلاً بإستخدام مؤشرين فردين للمرونة المالية يتمثلان في مرونة النقدية (*FC*) ومرونة الديون (*FL*) وبناءً عليه تقترح الفرض الثاني التالي:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة النقدية ومرونة الديون على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري".

(ب) تقييم أثر المرونة المالية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية

كشفت الإهتمامات البحثية الأخيرة عن أهمية سياسات المرونة المالية -سواء في شكل نقدية محتفظ بها أو اعتماد رافعة مالية متحفظة أو تعديل مستويات السيولة والرافعة المالية في آن واحد- باعتبارها الحلقة المفقودة في قرارات هيكل رأس المال، وتجادل بارتباطها بكفاءة وقدرة الشركات على الاستثمار وبخاصة أوقات الأزمات الاقتصادية وفي ظل الوصول المحدود لمصادر التمويل الداخلية والخارجية. ومع ذلك، فقد تباينت نتائج هذه الأدبيات بشكل ملحوظ.

وفي هذا الصدد، قامت دراسة *Marchica & Mura (2010)* بإختبار ما إذا كانت درجة المرونة المالية لها أي تأثير على القدرة الاستثمارية للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الشركات المرنة ماليًا لديها قدرة استثمارية معززة، حيث كشفت عن أن الشركات التي تحافظ على سياسة ديون احتياطية لمدة ثلاث سنوات تزداد نفقاتها الرأسمالية بحوالي ٣٧٪، غير أنه ينخفض ذلك التأثير كلما طالت فترة الرافعة المالية المنخفضة فالشركات التي إحتفظت بقدرة ديون فائضة لست سنوات على الأقل زادت نفقاتها الرأسمالية بحوالي ٢٨٪ فقط، ويفسرون ذلك بسبب تراجع قدرة المديرين على توقع فرص النمو المستقبلية.

وفي نفس السياق قامت دراسة *De Jong et al. (2012)*، بفحص ما إذا كانت الشركات الأمريكية التي تتمتع بقدر أكبر من المرونة المالية من خلال سياسة الديون المتحفظة قادرة على تقليل تشوهات الاستثمار بسبب قدرتها على إصدار ديونًا أكبر بكثير من نظيراتها في الأوقات المقيدة، وقد وجدت الدراسة أن المرونة المالية لها بالفعل تأثير إيجابي كبير على استثمارات الشركات المستقبلية، ومعنى ذلك أن الشركات غالبًا ما تتوخى الحذر عن إصدار ديون في فترات إئتمان غير مقيدة لتحافظ على سعة ديون إحتياطية للأوقات المقيدة.

وهدفت دراسة *Arslan-Ayaydin et al. (2014)*، إلى تقييم أثر المرونة المالية على فرص الاستثمار والأداء في الشركات المدرجة بخمس دول من شرق آسيا (هونغ كونغ وإندونيسيا وماليزيا وكوريا الجنوبية وتايلاند)، وأظهرت النتائج أن المرونة المالية تعد عاملاً محددًا هاماً للاستثمار والأداء ولا سيما أثناء الأزمة الآسيوية، مما يعني أن سياسات مرونة السيولة النقدية والرافعة المالية للشركات في فترة ما قبل الأزمة ليست عشوائية ولكنها مدفوعة بالقيود الناشئة عن عيوب سوق رأس المال، ويظهر التحليل الإضافي أنه من بين عنصري المرونة، وهما سياسة الاحتفاظ بالنقد والرافعة المالية المتحفظة، تعد مرونة الديون المحرك الرئيسي لسلوك الاستثمار خلال فترات الأزمات، بينما تعتمد الشركات بدرجة أقل على توافر الأموال الداخلية للاستثمار ومن المرجح أن يتم الاحتفاظ بالنقد كشكل من أشكال التأمين ضد مخاطر الضائقة المالية والإفلاس وليس لزيادة الاستثمار، واستنادًا إلى نتائج الأزمة الآسيوية ١٩٩٧-١٩٩٨، لا تؤدي المرونة المالية إلى زيادة الإنفاق الاستثماري وانخفاض حساسية التدفق النقدي للاستثمار فحسب، بل تؤدي أيضًا إلى تحسين الأداء. ومن المثير للاهتمام، أنهم لم يجدوا اختلافات كبيرة من حيث مستوى الاستثمار وحساسية التدفق النقدي للاستثمار بين الشركات المرنة وغير المرنة خلال الأوقات العادية (خلال الفترة ١٩٩٩-٢٠٠٦). ويعزز ذلك الحجة القائلة بأن قيمة المرونة المالية تكون أعلى خلال الفترات غير الطبيعية للدورة الاقتصادية.

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

وبحثت دراسة *Cherkasova & Kuzmin (2018)* عن ما إذا كانت الشركات المرنة ماليًا تتخذ قرارات استثمارية مثلى (عن طريق تقليل مستويات الاستثمار الزائد أو الناقص) مقارنة بتلك غير المرنة بالتطبيق على الشركات العامة من ثماني دول آسيوية - الهند وإندونيسيا والصين واليابان وكوريا الجنوبية وتايوان وهونج كونج وسنغافورة، وكشفت نتائج الدراسة أن المرونة المالية تلعب دورًا مهمًا في التخفيف من مشكلات الاستثمارات دون المستوى الأمثل والتي بدورها ستزيد من قيمة الشركة، حيث أن الشركات التي تتمتع بمستوى عالٍ من المرونة تنفق أكثر على نفقاتها الاستثمارية في أوقات الأزمة، وتنفذ إستراتيجيات استثمارية أكثر كفاءة من خلال تقليل مستوى الإفراط ونقص الاستثمار.

وبإستخدام بيانات الشركات الأوروبية من ثماني دول في منطقة اليورو (بلجيكا وفنلندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا وهولندا والبرتغال وإسبانيا)، والمملكة المتحدة، توصلت نتائج دراسة *Ferrando et al. (2017)* أن ٣١٪ من شركات العينة لديها مرونة مالية من خلال سياسة رافعة مالية متحفظة لمدة ثلاث سنوات متتالية على الأقل، كما يوجد تأثير إيجابي للمرونة المالية على قدرة الشركة على الاستثمار، وقد كان لجودة الخصائص المؤسسية تأثير سلبي على العلاقة بين المرونة المالية للشركات وقدرتها الاستثمارية، حيث تؤدي الحماية القانونية المنخفضة إلى زيادة المعلومات غير المتماثلة المتوقعة للشركات ومشاكل التعاقد والوكالة، والتي بدورها تؤثر سلبيًا على قرارات الشركات المالية والاستثمارية. وعلاوة على ذلك تكون المرونة المالية أكثر أهمية للشركات في البلدان ذات الحماية القانونية المنخفضة للمستثمرين، وفي ظل الوصول المحدود إلى الائتمان. هذا وتسمح المرونة المالية للشركات بتقليل الأثر السلبي لخدمات السيولة خلال فترات الأزمة، وأخيرًا، يبدو أن شركات المرونة ماليًا أقل تعرضًا لعيوب السوق حتى أثناء الظروف القاسية للأزمة، كما يتضح من حساسية الاستثمار المنخفضة للتدفق النقدي.

وأختبرت دراسة *Islam et al. (2020)* طبيعة العلاقة بين المرونة المالية وكفاءة الاستثمار بإستخدام بيانات الشركات الصناعية الصينية، وكشفت النتائج التجريبية أنه مقارنة بالشركات غير المرنة فإن الشركات التي تتمتع بمرونة مالية تمتلك قدرة كبيرة على زيادة الاستثمار وتحسين كفاءتها عن طريق تقليل الاستثمار دون المستوى الأمثل، كما توجد علاقة إيجابية كبيرة بين الرافعة المالية الحالية والمتوقعة ومعني ذلك أن الشركات المرنة ماليًا تمتلك قوة إضافية للاقتراض الخارجي لتمويل فرص الاستثمار المربحة.

وإستكشفت دراسة *Sun (2023)* تأثير المرونة المالية على كفاءة الاستثمار وإنعكاس ذلك على نمو الشركة بالتطبيق على قطاع شركات تكنولوجيا المعلومات، وأظهرت النتائج التجريبية أن الجيل الجديد من شركات تكنولوجيا المعلومات يواجه تحديات انخفاض مرونة رأس المال وكفاءة الاستثمار وخاصة الاستثمار غير الكافي، إلا أن المرونة المالية قد ساعدت هذه الشركات على التعامل مع طلبات رأس المال في ظل الظروف غير المؤكدة ومن ثم ساهمت في تحسين كفاءة الاستثمار ونمو الشركة.

من ناحية أخرى، يجادل باحثون آخرون بوجود علاقة سلبية بين المرونة المالية وكفاءة الاستثمار، وفي هذا الصدد، وثقت دراسة *Cooper & Ejarque (2003)* عدم وجود أي تأثير لمرونة الديون على استثمارات الشركات وربحيتها، وأيضًا وجدت دراسة *Gdala (2009)* أنه بالنسبة للشركات المدرجة

في بورصة وارسو، لا توجد أي علاقة معنوية بين سياسات الديون والتغيرات في نفقاتها الرأسمالية، غير أن قيمة الموجودات النقدية أكثر أهمية لتوقعات نموها، وبالمثل أكدت دراسة *Rashid & Jabeen (2018)* أن الشركات المقيدة مالياً تعتمد على الأموال الداخلية أكثر من اعتمادها على الديون بعكس الشركات النظيرة غير المقيدة مالياً، وعلى النقيض توصلت دراسة *Arslan-Ayaydin et al. (2014)*، إلى أن مرونة الديون تعد المحرك الرئيسي لسلوك الاستثمار، ومن المرجح أن يتم الاحتفاظ بالنقد كشكل من أشكال التأمين ضد مخاطر الضائقة المالية والإفلاس وليس لزيادة الاستثمار.

وأشار *Ma & Jin (2016)* إلى أن تأثير المرونة المالية كان أكبر على مقياس حجم الاستثمار مقارنة بتأثيرها على الكفاءة، ويمكن تفسير هذه النتيجة من خلال طبيعة الاقتصاد الصيني سريع النمو، فالشركات في البلدان الناشئة أكثر استعداداً لإيلاء مزيد من الاهتمام نحو التوسع بدلاً من التركيز على عوامل الكفاءة، ووفقاً لـ *Nouri & Jafari (2016)*، فإن الزيادة في مستويات المرونة المالية قد أدت إلى زيادة الاستثمار المفرط والنقص في الاستثمار.

هذا وقد توصلت دراسة *Phan et al. (2020)*، إلى أن العلاقات السياسية لمديري الشركات وكفاءة الاستثمار ترتبط ببعضها البعض بشكل إيجابي، إلا أن هذه العلاقة الإيجابية أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات الكبيرة منها للشركات الصغيرة. وفي نفس السياق ذكر *Gezici et al. (2019)*، أن الشركات التركية الصغيرة والمتوسطة الحجم لديها قيود تمويلية أكثر مقارنة بالشركات الكبيرة وبالتالي تواجه مشكلة نقص الاستثمار مقارنة بالشركات الكبيرة. ووفقاً لـ *Ferrando et al. (2016)*، فإن المرونة المالية أكثر شيوعاً في الشركات الكبيرة وتسمح لها بتبني سياسات استثمار أكثر كفاءة، بينما تمنح هذه السياسة للشركات الصغيرة فرصة للحصول على مجموعة متنوعة من خيارات الائتمان، مما يحسن حجم الاستثمارات وليس كفاءتها.

وتناولت دراسة *Raza et al. (2021)*، تقييم الدور المعدل والوسيط لكفاءة وحجم الاستثمار بين المرونة المالية وأداء الشركات غير المالية المسجلة في بورصة باكستان، وأظهرت النتائج عدم وجود علاقة غير مباشرة بين المرونة المالية وأداء الشركة، حيث فشل مقياس كلٍ من حجم وكفاءة الاستثمار في التوسط بين المرونة المالية وأداء الشركة، إلا أنه كان لمقياس حجم الاستثمار تأثير سلبي على العلاقة بين المرونة المالية وأداء الشركة، بينما لم يكن لكفاءة الاستثمار أي تأثير على هذه العلاقة.

وتعزز التنمية المالية في الأسواق المتقدمة، وتطور القطاع المصرفي، المعروض من رأس المال وتحسن من قدرة الشركات على الاقتراض، مما يساهم ذلك في زيادة القدرة والكفاءة الاستثمارية *(Mahmood et al., 2020 & 2021; Naeem & Li, 2019)*، غير أن الشركات الأسواق الناشئة تعاني بدرجة أكبر من مشكلة عدم تماثل المعلومات وبالتالي تواجه المزيد من الاحتكاكات التمويلية، مما يخفف ذلك من قدرتها على الاستثمار *(Bolton et al. 2011)*. وبناءً على ذلك، تنخفض أهمية المرونة المالية في البلدان المتقدمة عنها في البلدان النامية.

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

وفي ضوء العرض السابق، يتبين وجود نتائج غير متسقة فيما يتعلق بأثر المرونة المالية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية، بالإضافة إلى أن معظم هذه النتائج ترتبط بدول يختلف تكوينها المؤسسي تمامًا مقارنة بالبيئة المصرية من حيث الآليات القانونية والمالية والتنظيمية. وبناءً عليه، سوف تقوم هذه الدراسة باختبار الفرض الثالث التالي:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري".

ولأغراض التحقق من متانة النتائج سوف تقوم الدراسة بإجراء اختبار أكثر تحليلاً باستخدام مؤشرين فردين للمرونة المالية يتمثلان في مرونة النقدية (*FC*) ومرونة الديون (*FL*) وبناءً عليه تقترح الفرض الرابع التالي:

"لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للمرونة النقدية ومرونة الديون على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري".

سادساً: منهجية الدراسة التطبيقية

تعرض منهجية الدراسة التطبيقية كل من مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وطرق قياسها، التوصيف الإحصائي لنماذج الدراسة، فضلاً عن مصادر جمع البيانات.

(أ) مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري (النيل، تميز) خلال الفترة من ٢٠١١م إلى ٢٠٢١م والبالغ عددها (٢٩) شركة وفقاً للبيانات المعلنة في ١٢ إبريل ٢٠٢٢م، وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية؛ استمرار قيدها وتداول أسهمها خلال فترة الدراسة لامكانية الحصول على البيانات السوقية الخاصة بمتغيرات الدراسة، توافر تقاريرها المالية خلال الفترة من عام ٢٠١٠م إلى عام ٢٠٢٢م، بالإضافة إلى الشركات التي تعد تقاريرها المالية بالجنية المصري بتاريخ ١٢/٣١ لامكانية مقارنة نتائج الدراسة.

وبتطبيق الشروط السابقة بلغ عدد شركات العينة (١٣) شركة، بإجمالي عدد مشاهدات (١٤٣) مشاهدة، ويوضح الجدول (1) شركات عينة الدراسة.

جدول (1)
شركات عينة الدراسة

| م | إسم الشركة | م | إسم الشركة |
|---|--|----|---------------------------------------|
| ١ | المؤشر للبرمجيات ونشر المعلومات | ٨ | فاورتك لائحة التحكم والاتصالات |
| ٢ | الدولية للصناعات الطبية ايكمي | ٩ | بى اى جى للتجارة والاستثمار |
| ٣ | الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والاستيراد | ١٠ | أم بي للهندسة |
| ٤ | فيركيم مصر للأسمدة والكيماويات | ١١ | الدولية للأسمدة والكيماويات |
| ٥ | انتر كونيتينال لصناعة الجيرانيت والرخام | ١٢ | الاولي للاستثمار والتنمية العقارية |
| ٦ | المصرية الكويتية للاستثمار والتجارة | ١٣ | انترناشيونال بز نيس كوربوريشن للتجارة |
| ٧ | يوتوبيا للاستثمار العقارى والسياحى | | والتوكيلات التجارية |

(ب) متغيرات الدراسة وطرق قياسها

تم تحديد متغيرات الدراسة وطرق قياسها في ضوء الدراسات السابقة ذات الصلة كما يلي:

١. المتغير المستقل: المرونة المالية *Financial Flexibility*

تبنت الدراسة وجهة النظر القائلة بأن الشركات يمكنها تحقيق المرونة المالية من خلال الإحتفاظ بفائض من النقدية أو اعتماد سياسة رافعة مالية متحفظة أو تعديل مستويات النقدية والرافعة المالية في وقت واحد، وعلى ذلك فإن الشركات المرنة ماليًا هي تلك ذات الرافعة المالية المنخفضة و/أو النقد المرتفع مقارنة بمتوسطات الصناعة، وقد اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها لهذا المتغير على الطريقة المتبعة في دراسات (Zeng et al., 2013; Yi, 2020; Gu & Yuan, 2020) من خلال:

■ مؤشرين فردين يتمثلان في:

- المرونة النقدية (*FC*) والتي تقاس بفائض النقدية للشركة في السنة (*t*) مقارنة بمتوسط فائض النقدية للصناعة خلال فترة الدراسة، أي أنها تساوي مستوى الإحتفاظ بالنقدية للشركة مطروحًا منها متوسط مستوى الإحتفاظ بالنقدية للصناعة. وكلما ارتفعت هذه القيمة، زادت مرونة النقدية التي تتمتع بها الشركة أي إحتفاظها بنقدية فائضة.

- مرونة الديون (*FL*) والتي تقاس بإنخفاض الرافعة المالية للشركة السنة (*t*) عن متوسط الرافعة المالية للصناعة خلال فترة الدراسة، أي أنها تساوي متوسط الرافعة المالية للصناعة مطروحًا منها الرافعة المالية للشركة. لذلك، كلما ارتفعت هذه القيمة، زادت مرونة الديون التي تتمتع بها الشركة أي قدرتها على الإقتراض.

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

■ مؤشر مركب يتمثل في:

- المرونة المالية الكلية (FF) وهو عبارة عن إمتلاك الشركة لفائض نقدية وفائض إقتراض (رافعة متحفظة) في آن واحد، أي أنها تساوي ناتج جمع المرونة النقدية ومرونة الديون.

٢. المتغير التابع الأول: كفاءة الاستثمار *Investment Efficiency*

اعتمدت الدراسة الحالية على نموذج *Biddle et al. (2009)* الذى يقيس كفاءة الاستثمار (IE) من خلال انحراف مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المستهدف (الأمثل)، حيث يتم تقدير استثمار الشركة بإعتباره داله في فرص النمو (نمو المبيعات)، ويعتبر هذا النموذج من أكثر النماذج استخداماً في الدراسات ذات الصلة، كما أنه أكثر دقة من نماذج القياس الأخرى (*Gao & Yu, 2020*)، ووفقاً لذلك يتم قياس كفاءة الاستثمار من خلال النموذج التالي (*Biddle et al., 2009*):

$$I_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{it} + \beta_2 Sales Growth_{it} + \beta_3 NEG * Sales Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

I_{it+1} : إجمالي الاستثمارات الفعلية للشركة (i) في السنة ($t+1$)، ويقاس بنسبة صافى التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في السنة ($t+1$) مقسوماً على إجمالي الأصول في السنة (t).

NEG_{it} : متغير وهمى يعادل (واحد) إذا كان معدل نمو المبيعات قيمة سالبة أو (صفر) بخلاف ذلك.

$Sales Growth_{it}$: معدل نمو المبيعات (الإيرادات) والتي تقاس من خلال التغير في المبيعات للسنة (t) والسنة ($t-1$) مقسوماً على المبيعات في السنة ($t-1$).

$\beta_0: \beta_1: \beta_2: \beta_3$: معاملات ميل نموذج الإنحدار.

ε_{it} : الخطأ المقدر للشركة (i) في الفترة (t)، ويشير إلى إنحراف قيم الاستثمار الفعلي عن قيم الاستثمار المتوقع (الأمثل).

ووفقاً لقيم البواقي لكل شركة ε_{it} ، سيتم فرز مشاهدات كل شركة كما يلي؛ تصنف مشاهدات الربيع الأول للشركة على أنها "عدم كفاءة بسبب نقص في الاستثمار"، بينما تصنف مشاهدات الربيع الثالث على أنها "عدم كفاءة بسبب استثمار مفرط"، أما المشاهدات في الربيعين الأوسطين (ما بين الربيع الأول والثالث) تصنف على أنهما "إستثمار أمثل أو كفاء"، وبناءً عليه تأخذ قيم عدم الكفاءة الناتجة عن نقص أو زيادة الاستثمار (صفر)، وتأخذ قيم كفاءة الاستثمار (١) ويوضح الشكل التالي رقم (I) طريقة تصنيف مشاهدات كل شركة إلى كفاءة أو عدم كفاءة إستثمار (*Biddle et al., 2009; Gao & YU, 2020*):

| | | | |
|-------------------------------|---------------|---------------|--------------------------------|
| عدم كفاءة بسبب نقص استثمار | كفاءة استثمار | كفاءة استثمار | عدم كفاءة بسبب استثمار مفرط |
| | الربع الأول | الوسيط | الربع الثالث |

شكل (1)

تصنيف مشاهدات كل شركة إلى كفاءة أو عدم كفاءة استثمار

٣. المتغير التابع الثاني: الربحية *Profitability*

اعتمدت الدراسة على معدل العائد على الأصول (*ROA*) كمقياس للربحية والتي يتم حسابه بنسبة صافي الربح بعد الضرائب إلى إجمالي الأصول (Cherkasova & Kuzmin, 2018; Chang & Ma, 2019).

٤. المتغيرات الحاكمة

لجعل النتائج أكثر واقعية؛ فإن الدراسة أخذت في الحسبان العوامل الأخرى الإضافية التي تؤثر على كفاءة الاستثمار والربحية، وتعد أكثر هذه العوامل شيوعاً في ضوء ما جاء بالدراسات السابقة؛ حجم الشركة (*Size*) الذي تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Yi, 2020)، عمر الشركة (*Age*) الذي تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات العمل في السوق منذ تاريخ التأسيس (Tsai et al., 2021; Huang & Zhu, 2022)، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (*MTB*) التي تم قياسها من خلال القيمة السوقية لحقوق الملكية مقسوماً على القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Ramadan, 2017; Yi, 2020)، الملموسية (*TAN*) التي تم قياسها من خلال نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول (Chang & Ma, 2019; Huang & Zhu, 2022)، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى المبيعات (*CFO*) التي تم قياسها من خلال التدفقات النقدية التشغيلية مقسوماً على المبيعات (Liu et al., 2020; Tsai et al., 2021)، معدل نمو الأصول (*GRO*) الذي تم قياسه من خلال الفرق بين إجمالي الأصول في السنة الحالية والسنة السابقة مقسوماً على إجمالي الأصول في السنة السابقة (Chang & Ma, 2019)، الخسائر (*Loss*) متغير وهمي يعادل (واحد) إذا كان صافي الدخل بعد الضرائب سالب أو (صفر) خلاف ذلك (Biddle et al., 2009; Delgado-Domonkos & Zeng, 2023)، وتوزيعات الأرباح (*RE*) متغير وهمي يعادل (واحد) في حالة قيام الشركة بتوزيعات أرباح في سنة معينة أو (صفر) خلاف ذلك (Tsai et al., 2021; Mahmood et al., 2022).

(ج) التوصيف الإحصائي لنماذج الدراسة

يمكن صياغة نماذج الدراسة التي تحقق أهدافها المختلفة كما الجدول رقم (2) التالي:

جدول (2)
نماذج الدراسة

| النموذج | التوصيف الإحصائي لنماذج الدراسة | هدف النموذج |
|---------|---|---|
| 1 | $ROA_t = \beta_0 + \beta_1 FF + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 MTB + \beta_5 TAN + \beta_6 CFO + \beta_7 GRO + \beta_8 Loss + \beta_9 RE$ | لإختبار أثر المرونة المالية الكلية على الربحية الحالية |
| 2 | $ROA_{t+n} = \beta_0 + \beta_1 FF + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 MTB + \beta_5 TAN + \beta_6 CFO + \beta_7 GRO + \beta_8 Loss + \beta_9 RE$ | لإختبار أثر المرونة المالية الكلية على الربحية المستقبلية (n: عدداً للسنوات) |
| 3 | $ROA_t = \beta_0 + \beta_1 FC + \beta_2 FL + \beta_3 Size + \beta_4 Age + \beta_5 MTB + \beta_6 TAN + \beta_7 CFO + \beta_8 GRO + \beta_9 Loss + \beta_{10} RE$ | لقياس أثر مرونة النقدية والديون على الربحية الحالية |
| 4 | $ROA_{t+n} = \beta_0 + \beta_1 FC + \beta_2 FL + \beta_3 Size + \beta_4 Age + \beta_5 MTB + \beta_6 TAN + \beta_7 CFO + \beta_8 GRO + \beta_9 Loss + \beta_{10} RE$ | لقياس أثر مرونة النقدية والديون على الربحية المستقبلية (n: عدداً للسنوات) |
| 5 | $IE_t = \beta_0 + \beta_1 FF + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 MTB + \beta_5 TAN + \beta_6 CFO + \beta_7 GRO + \beta_8 Loss + \beta_9 RE$ | لتقدير أثر المرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار الحالية |
| 6 | $IE_{t+n} = \beta_0 + \beta_1 FF + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 MTB + \beta_5 TAN + \beta_6 CFO + \beta_7 GRO + \beta_8 Loss + \beta_9 RE$ | لتقدير أثر المرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار المستقبلية (n: عدداً للسنوات) |
| 7 | $IE_t = \beta_0 + \beta_1 FC + \beta_2 FL + \beta_3 Size + \beta_4 Age + \beta_5 MTB + \beta_6 TAN + \beta_7 CFO + \beta_8 GRO + \beta_9 Loss + \beta_{10} RE$ | لتقييم أثر مرونة النقدية والديون على كفاءة الاستثمار الحالية |
| 8 | $IE_{t+n} = \beta_0 + \beta_1 FC + \beta_2 FL + \beta_3 Size + \beta_4 Age + \beta_5 MTB + \beta_6 TAN + \beta_7 CFO + \beta_8 GRO + \beta_9 Loss + \beta_{10} RE$ | لتقييم أثر مرونة النقدية والديون على كفاءة الاستثمار المستقبلية (n: عدداً للسنوات) |

(د) مصادر جمع البيانات

اعتمدت الدراسة في الحصول على البيانات اللازمة لاختبار فروضها على التقارير المالية السنوية للشركات الصغيرة والمتوسطة المتاحة على موقع سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، بورصة النيل <http://egyptsmes.com.eg/ar/nile>، بورصة تميز <http://egyptsmes.com.eg/ar/tamayuz>، بالإضافة إلى موقع معلومات مباشر (<https://www.mubasher.info>).

سابعاً: تحليل ومناقشة نتائج إختبارات فروض الدراسة

(أ) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدولين التاليين رقم (4 & 3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتقطعة، والمتصلة: وتظهر نتائج الإحصاء الوصفي ما يلي:

- بلغ متوسط ربحية الشركة مقاسة بنسبة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول آخر الفترة (2%)، وبمدى يتراوح بين (-55%) و (51%)، وإنحراف معياري (0.099)، ويشير انخفاض متوسط العائد إلى الأصول إلى أن الشركات الصغيرة والمتوسطة في مصر تواجه صعوبات في تحقيق أرباح كافية لدعم تمويل عملياتها الاستثمارية الحالية والمستقبلية وتوسيع نطاق أعمالها مما يؤثر ذلك على انخفاض أسعار أسهمها وقدرتها على النمو، كما أن هناك تباين كبير بين شركات العينة فيما يتعلق الربحية وهذا ما يظهره الحد الأدنى والأعلى للرافعة المالية.
- انخفاض الكفاءة الاستثمارية للشركات الصغيرة والمتوسطة في مصر بسبب انحراف مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المستهدف (الأمثل)، حيث بلغ عدد المشاهدات للشركات التي تحقق كفاءة في سياساتها الاستثمارية (٥٥) مشاهدة من إجمالي (١٤٣) مشاهدة بنسبة (٣٨,٤٦%)، مقارنة ب (٨٨) مشاهدة للشركات التي لا تحقق كفاءة استثمارية بنسبة (٦١,٥٤%)، أي أن نسبة (٦١,٥٤%) من المشاهدات لشركات العينة تم تصنيفها على أنها استثمار مفرط أو نقص استثمار.
- انخفاض المرونة النقدية (FC) للشركات الصغيرة والمتوسطة في مصر والتي تقاس بفائض النقدية لشركات العينة مقارنة بمتوسط فائض النقدية للصناعة خلال فترة الدراسة، حيث بلغ متوسط المرونة النقدية (-0.002) وبمدى يتراوح بين (-0.068) و (0.437) وإنحراف معياري (0.102) ويشير انخفاض مستوى الإحتفاظ بالنقدية في تلك الشركات مقارنة بمتوسط الإحتفاظ بالنقدية للصناعة أن هذه الشركات لديها إحتياطات نقدية منخفضة للغاية، وهو ما يجعلها تعتمد على مصادر التمويل الخارجي (الديون) لأغراض الاستثمار حيث تواجه صعوبة في الإعتماد على مصادر التمويل الداخلي لدعم تمويل عملياتها الاستثمارية الحالية والمستقبلية وتوسيع نطاق أعمالها مما يؤثر ذلك على انخفاض أسعار أسهمها وقدرتها على النمو ووجود تباين كبير بين هذه الشركات فيما يتعلق بالمرونة النقدية.
- انخفاض مرونة الديون (FL) والتي تقاس بالفرق بين متوسط الرافعة المالية للصناعة والرافعة

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

المالية للشركة. حيث بلغ متوسط المرونة النقدية (-0.001) وبمدى يتراوح بين (-0.549) و (0.428) وإنحراف معياري (0.256) ويشير ذلك إلى زيادة مستوى الرافعة المالية في تلك الشركات وإنخفاض قدرتها على الإقتراض أيضاً لتمويل عملياتها الاستثمارية وبخاصة في أوقات الأزمات الإقتصادية (وجود قيود تمويلية) بالإضافة لإرتفاع تكلفة رأس المال فيها بسبب مصروفات الفائدة مما يؤثر ذلك سلباً على كفاءتها الاستثمارية، كما أن هناك تباين كبير بين هذه الشركات فيما يتعلق بمرونة الديون وهذا ما أظهره الحد الأدنى والأعلى.

- إنخفاض المرونة المالية الكلية (FF) والتي تشير إلى إمتلاك الشركة لفائض نقدية وفائض إقتراض (رافعة متحفظة) في آن واحد، حيث بلغ متوسط المرونة المالية الكلية (-0.004) وبمدى يتراوح بين (-0.617) و (0.825) وإنحراف معياري (0.305)، ومعنى ذلك وجود قيود تمويلية لدى تلك الشركات بالشكل الذي يعرف من قدرتها الاستثمارية ويزيد من احتمالية تعرضها لمخاطر الإفلاس والضائقة المالية، كما أن هناك تباين كبير بين هذه الشركات فيما يتعلق بالمرونة المالية الكلية وهذا ما أظهره الحد الأدنى والأعلى.

جدول رقم (3)

نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتقطعة

| القيمة (صفر) | | القيمة (١) | | إجمالي المشاهدات | المتغيرات المتقطعة | |
|--------------|---------|------------|---------|------------------|--------------------|-----------------|
| % | التكرار | % | التكرار | | | |
| 61.54 | 88 | 38.46 | 55 | 143 | <i>IE</i> | كفاءة الاستثمار |
| 79.02 | 113 | 20.98 | 30 | 143 | <i>Loss</i> | الخسائر |
| 80.420 | 115 | 19.580 | 28 | 143 | <i>RE</i> | توزيعات الأرباح |

جدول رقم (4)

نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة

| <i>Max</i> | <i>Min</i> | <i>Std Dev</i> | <i>Mean</i> | <i>Obs</i> | المتغيرات المتصلة | |
|------------|------------|----------------|-------------|------------|-------------------|-------------------------------------|
| 0.505 | -0.553 | 0.099 | 0.02 | 143 | <i>ROA</i> | الربحية |
| 0.437 | -0.068 | 0.102 | -0.002 | 143 | <i>FC</i> | المرونة النقدية |
| 0.428 | -0.549 | 0.256 | -0.001 | 143 | <i>FL</i> | مرونة الديون |
| 0.825 | -0.617 | 0.305 | -0.004 | 143 | <i>FF</i> | المرونة المالية الكلية |
| 19.73 | 15.48 | 1.019 | 17.38 | 143 | <i>Size</i> | حجم الشركة |
| 3.466 | 1.386 | .551 | 2.657 | 143 | <i>Age</i> | عمر الشركة |
| 20.79 | .024 | 2.354 | 1.709 | 143 | <i>MTB</i> | نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية |
| .87 | .001 | .231 | .236 | 143 | <i>TAN</i> | الملموسية |
| 24.95 | -31.48 | 4.392 | .317 | 143 | <i>CFO</i> | التدفقات النقدية التشغيلية للمبيعات |
| 2.558 | -.649 | .449 | .132 | 143 | <i>GRO</i> | معدل نمو الشركة |

(ب) التوزيع الطبيعي للمتغيرات المتصلة

لأغراض إختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، قامت الدراسة بفحص مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي بالإعتماد على إختبار كل من *Shapiro-Wilk W test*، ووفقاً لذلك فإن المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة معنوية الإختبار (*Sig.*) أكبر من 0.05، ويوضح الجدول التالي رقم (5) نتائج إختبار مدى تبعية المتغيرات للتوزيع الطبيعي.

وبفحص نتائج الجدول رقم (5) لوحظ أن قيم المعنوية لكلا الإختبارين أقل من (0.05) مما يشير إلى عدم تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي باستثناء المرونة المالية حيث كانت قيمة معنوية الإختبار (0.237، 0.4323) على الترتيب، إلا أن حجم العينة محل الدراسة أكبر من (30) مفردة حيث بلغ عدد المشاهدات (143) مشاهدة، وبالتالي فلا يوجد تأثير لعدم تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي على مدى دقة نماذج الدراسة.

جدول (5)

نتائج إختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي

| <i>Shapiro-Wilk W test</i> | | <i>Skewness/Kurtosis tests</i> | | <i>Obs</i> | <i>Variable</i> |
|----------------------------|----------|--------------------------------|----------------|------------|-----------------|
| <i>Prob>z</i> | <i>Z</i> | <i>Prob>chi2</i> | <i>chi2(2)</i> | | |
| 0.000 | 7.466 | 0.0000 | 36.63 | 143 | ROA |
| 0.000 | 8.114 | 0.0000 | 58.64 | 143 | FC |
| 0.016 | 2.148 | 0.0368 | 6.61 | 143 | FL |
| 0.237 | 0.714 | 0.4323 | 1.68 | 143 | FF |
| 0.001 | 3.113 | 0.0218 | 7.66 | 143 | Size |
| 0.000 | 4.182 | 0.0070 | 9.93 | 143 | Age |
| 0.000 | 8.592 | 0.0000 | 18.55 | 143 | MTB |
| 0.000 | 6.077 | 0.0001 | - | 143 | TAN |
| 0.000 | 9.681 | 0.0000 | 46.99 | 143 | CFO |
| 0.000 | 8.226 | 0.0000 | - | 143 | GRO |

(ج) التحليل الإحصائي لإختبار فروض الدراسة

١. إتمدت الدراسة في إختبار فرضيها الأول والثاني على النماذج الإحصائية الملاءمة لتحليل البيانات الزمنية المتقطعة *Panel Data* باستخدام البرنامج الإحصائي *Stata/IC 15*، والتي تجمع بين أسلوب البيانات القطاعية *Cross sectional Data* وأسلوب بيانات السلاسل الزمنية *Time Series Data*، ويتم ذلك من خلال تطبيق ثلاث خطوات رئيسية كما يلي:

- **تطبيق نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية لتحديد التأثير المقدر:** تتمثل النماذج المستخدمة لتحليل الـ *Panel Data* في؛ (١) نموذج التأثيرات الثابتة *Fixed Effects Model* والذي ينظر للبيانات على أنها مشاهدات لشركات مختلفة وبالتالي يأخذ في الإعتبار الفروق بين الشركات لكنه لا يأخذ الإختلافات عبر السلسلة الزمنية للبيانات في الحسبان، (٢) نموذج التأثيرات العشوائية *Random Effect Model* وهذا النموذج يأخذ في إعتباره الإختلافات بين الشركات وكذلك الإختلافات عبر الزمن.

- **تحديد النموذج الأمثل لتمثيل البيانات:** لتحديد النموذج الأمثل لتمثيل البيانات من نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية يتم تطبيق إختبار *Hausman Test*، حيث يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل إذا كانت ($P_Value < 0.05$) والعكس صحيح.

- **تقييم جودة وصلاحيّة النموذج المقدر:** لتقييم مدى جودة النموذج المقدر والتأكد من موثوقية النتائج يتم إجراء العديد من اختبارات الصلاحيّة وهي؛ (أ) إستخدام إختبار معامل تضخم التباين *Variance Inflation Factor (VIF)* للتأكد من أن المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد *Multicollinearity*، بحيث إذا زادت قيمة *VIF* لمتغير مستقل معين عن القيمة (10) يعني ذلك تسبب هذا المتغير في مشكلة إزدواج خطي. (ب) إجراء إختبار *Wooldridge test* للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبيانات *Autocorrelation*، حيث إذا كانت نتائج إختبار *Wooldridge* أكبر من 0.05، نقبل الفرضية الصفرية وهي عدم وجود ارتباط ذاتي للبيانات، ولجعل النتائج أكثر واقعية؛ فإن الدراسة تأخذ في الحسبان العوامل الأخرى الإضافية التي تؤثر على كفاءة الاستثمار والربحية، وتعد أكثر هذه العوامل شيوعاً في ضوء ما جاء بالدراسات؛ حجم الشركة، عمر الشركة، معدل نمو الشركة، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للمبيعات، نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية، توزيعات الأرباح، الملموسية، وتحقق خسارة لنتائج أعمال الشركة، كما تم إستخدام ثلاثة مقاييس بديلة للمرونة المالية.

٢. بينما إتمدت الدراسة في إختبار فرضيها الثالث والرابع على نماذج الانحدار اللوجستي بما يتلاءم مع مقياس كفاءة الاستثمار، ولتقييم دقة نتائج نماذج الانحدار اللوجستي تم إجراء إختبار *Omnibus* والذي يعكس كفاءة النموذج وجودة حسن المطابقة، وكذلك إختبار *Hosmer and Lemeshow* الذي يحدد موثوقية نتائج النماذج، وأيضاً إختبار *Model correctly classified*، الذي يشير إلى

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

دقة التصنيف وقدرة هذه النماذج على التنبؤ بكفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بشكل أكثر دقة، وفيما يلي التحليلات الإحصائية لإختبارات فروض الدراسة:

١. إختبار أثر المرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية:

إختبار مدى صحة الفرض الأول القائل بأنه: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري"، تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقاً للنماذج المناسبة لطبيعة الـ (Panel Data) لتحديد أهم العوامل المؤثرة على الربحية الحالية والمستقبلية في ضوء النموذج الأفضل، ولتحديد جودة وصلاحيته النموذج المقدر: تم إجراء إختبار معامل تضخم التباين (VIF)، كما تم إجراء إختبار *Wooldridge test*.

ويوضح الجدول (6) نتائج التحليل إحصائي لإختبار *Hausman Test* للمفاضلة نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية، ويتضح من الجدول أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للاعتماد عليه في تمثيل بيانات نموذج الدراسة الأول حيث كانت ($P_Value < 0.05$)، بينما يعد نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل للاعتماد عليه في تمثيل بيانات النموذج الثاني والثالث حيث كانت ($P_Value > 0.05$)، وبناءً على ذلك يوضح الجدول (7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتقييم أثر المرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات محل الدراسة وفقاً للنموذج الأفضل، وكذلك نتائج التحليل الإحصائي لإختبار معامل تضخم التباين (VIF) للحكم على مدى وجود مشكلة التداخل الخطي للمتغيرات المستقلة بالنماذج المقدر، بينما يوضح الجدول (8) نتائج التحليل الإحصائي لإختبار *Wooldridge test* للحكم على مدى وجود مشكلة إرتباط ذاتي لبواقي النموذج.

جدول (6)

نتائج إختبار (Hausman Test)

| <i>Hausman (1978) specification test Results</i> | | | |
|--|------------------------------|----------------|---------------------|
| نماذج الدراسة | <i>Chi-square test value</i> | <i>p-value</i> | النموذج الأفضل |
| <i>Model₁</i> | 22.427 | 0.008 | التأثيرات الثابتة |
| <i>Model₂</i> | -6.571 | 1 | التأثيرات العشوائية |
| <i>Model₃</i> | 11.865 | 0.221 | التأثيرات العشوائية |

جدول (7)

نتائج الإنحدار الخطي المتعدد لأثر المرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية

| Variance inflation factor | | Model ₃ : ROA _{t+2} | | Model ₂ : ROA _{t+1} | | Model ₁ : ROA _t | | المتغيرات المستقلة |
|---------------------------|-------|---|--------|---|--------|---------------------------------------|--------|--------------------|
| Tolerance | VIF | p-value | Coef. | p-value | Coef. | p-value | Coef. | |
| 0.578 | 1.732 | 0.536 | 0.024 | 0.052 | 0.063 | 0.000 | 0.154 | FF |
| 0.512 | 1.952 | 0.137 | 0.019 | 0.027 | 0.024 | 0.024 | 0.037 | Size |
| 0.789 | 1.268 | 0.299 | 0.02 | 0.692 | 0.006 | 0.723 | -0.009 | Age |
| 0.785 | 1.274 | 0.026 | -0.008 | 0.050 | -0.006 | 0.092 | -0.006 | MTB |
| 0.786 | 1.272 | 0.9 | 0.006 | 0.833 | 0.008 | 0.010 | -0.161 | TAN |
| 0.886 | 1.129 | 0.001 | 0.006 | 0.000 | 0.006 | 0.000 | 0.007 | CFO |
| 0.891 | 1.123 | 0.126 | 0.026 | 0.333 | 0.015 | 0.131 | 0.022 | GRO |
| 0.76 | 1.315 | 0.000 | -0.097 | 0.000 | -0.097 | 0.000 | -0.103 | Loss |
| 0.931 | 1.074 | 0.191 | 0.024 | 0.143 | 0.023 | 0.399 | 0.013 | RE |
| Mean VIF | 1.349 | 0.11 | -0.346 | 0.030 | -0.395 | 0.035 | -0.529 | Con. |
| R-squared | | 0.428 | | 0.441 | | R-squared | | 0.477 |
| Chi-square | | 82.77 | | 94.24 | | F-test | | 12.24 |
| Prob > chi2 | | 0.000 | | 0.000 | | Prob > F | | 0.000 |

جدول (8)

نتائج التحليل الإحصائي لإختبار Wooldridge test

| Wooldridge test for autocorrelation in panel data | | | نماذج الدراسة |
|--|----------|----------------|--------------------|
| Result | Prob > F | Test Statistic | |
| قبول الفرضية الصفرية وهي عدم وجود ارتباط ذاتي للبقاى | 0.1969 | 1.867 | Model ₁ |
| | 0.0954 | 3.275 | Model ₂ |
| | 0.0639 | 4.164 | Model ₃ |

ويتضح من الجدولين (7 & 8) ما يلي:

- جودة النماذج المقدرية وإمكانية الإعتماد عليها لتمثيل نتائج الدراسة حيث أنه؛ (أ) وفقاً لإختبار معامل تضخم التباين (VIF) إنخفضت قيمة VIF لكل متغير مستقل عن (10) وبالتالي لا تعاني المتغيرات المستقلة للدراسة من مشكلة الإزدواج الخطى المتعدد (Multicollinearity)، (ب) يتم قبول الفرضية الصفرية وهي عدم وجود ارتباط ذاتي للبقاى (Autocorrelation)، حيث كانت نتائج اختبار Wooldridge test أكبر من 0.05 للثلاثة نماذج كما هو موضح بالجدول (8).

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

- معنوية النماذج المستخدمة لتقدير أثر المرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية، حيث أن قيمة P -value لكل نموذج أقل من (0.05) وهذا يعني أن نماذج الانحدار الخاصة بهذا الفرض تتمتع بملاءمة عالية، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنماذج الثلاثة، نجد أن قيمة معامل التحديد R -squared تساوي (0.477) للنموذج الأول، (0.441) للنموذج الثاني، (0.428) للنموذج الثالث، مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (47.7%) من التغيرات في ربحية الشركات لنفس السنة، بينما تفسر ما نسبته (44.1%) من التغيرات في ربحية الشركات في السنة التالية، وتفسر ما نسبته (42.2%) من التغيرات في ربحية الشركات في السنة بعد التالية.
- وجود تأثير إيجابي ومعنوي للمرونة المالية الكلية (FF) على ربحية الشركة في السنة الحالية (ROA_t) والتالية (ROA_{t+1}) عند مستوى ثقة (99%)، (90%) على التوالي، بينما لا يوجد لها تأثير على ربحية الشركة في السنة بعد التالية (ROA_{t+2})، وأيضًا وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة ($Size$) على ربحية الشركة في السنة الحالية والتالية عند مستوى ثقة (95%)، غير أنه لا يوجد تأثير لحجم الشركة $Size$ على ربحية الشركة في السنة بعد التالية. كما كان لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية للمبيعات CFO تأثير إيجابي ومعنوي بمستوى ثقة (99%) على مستوى الربحية الحالية والمستقبلية للشركة.
- وجود تأثير سلبي ومعنوي بمستوى ثقة (99%) لتحقيق ناتج أعمال خسارة $Loss$ على مستوى الربحية الحالية والمستقبلية للشركة. ووجود تأثير سلبي ومعنوي بمستوى ثقة (99%) للملموسية TAN على ربحية الشركة في السنة الحالية، بينما لا يوجد لها تأثير على الربحية المستقبلية للشركة، أما فيما يتعلق بنسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية MTB فلم يكن لها تأثير على مستوى الربحية الحالية للشركة وعلى عكس ذلك كان لها تأثير سلبي ومعنوي بمستوى ثقة (99%) على الربحية المستقبلية للشركة. هذا ولا يوجد تأثير لكل من (عمر الشركة Age)، معدل نمو الشركة GRO ، وتوزيعات الأرباح (RE) على مستوى الربحية الحالية والمستقبلية للشركة. وفي ضوء ذلك تكون معادلات خط الإنحدار وفقا للنماذج الثلاثة المقدر كما يلي:

$$ROA_t = -0.529 + 0.154 FF + 0.037 Size - 0.009 Age - 0.006 MTB - 0.161 TAN + 0.007 CFO + 0.022 GRO - 0.103 Loss + 0.013 RE$$

$$ROA_{t+1} = -0.395 + 0.063 FF + 0.024 Size + 0.006 Age - 0.006 MTB + 0.008 TAN + 0.006 CFO + 0.015 GRO - 0.097 Loss + 0.023 RE$$

$$ROA_{t+2} = -0.346 + 0.024 FF + 0.019 Size + 0.02 Age - 0.008 MTB + 0.006 TAN + 0.006 CFO + 0.026 GRO - 0.097 Loss + 0.024 RE$$

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

ومما سبق، يتضح أن المرونة المالية الكلية لها تأثير إيجابي على ربحية الشركة في العام الحالي والتالي، بينما لا يوجد لها أي تأثير على الربحية المستقبلية للشركة في العام بعد التالي، وبناءً عليه، يتم رفض الفرض الأول وهو "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري"، ومعنى ذلك أن تأثير المرونة المالية على ربحية الشركات ليس له فترة تأخير، حيث تؤدي إلى تعزيز قدرة الشركات على تخصيص الأمثل للموارد المالية، وتقديم دعم مالي جيد لنمو ربحيتها، وهذا ما يجعلها تتمتع بأداء حالي أفضل مقارنة بالشركات غير المرنة ماليًا، وتتفق هذه النتائج مع دراسة كل من (Chang & Ma, 2019; Teng et al., 2021)، التي أفادت بوجود تأثير إيجابي للمرونة المالية على معدل العائد على الأصول، غير أنها تتعارض مع ما توصلت له دراسة (Dong & Mao (2016) الذي أفاد أن المرونة المالية ترتبط سلبًا بربحية الشركة بسبب عدم كفاية الاستثمار من منظور قيود التمويل، وكذلك دراسة (Agha & Faff (2014) التي توصلت إلى أن المرونة المالية العالية قد أدت إلى الإفراط في الاستثمار من منظور تكاليف الوكالة، وبالتالي قد تضر بأداء الشركة، وأيضًا، وكذلك دراسة كل من (Marchica & Mura, 2010; Arslan-Ayaydin et al., 2014; Yi, 2020) الذين أشاروا إلى أن الشركات قد تضحي بالافتراض في الوقت الحالي لتعزيز قدرتها على جمع الأموال اللازمة لمواجهة الصدمات الخارجية الناشئة عن النقص غير المتوقع في الأرباح، ومتابعة فرص النمو في المستقبل، وبناءً عليه فإن المرونة المالية تؤدي إلى تفوق في أداء الشركات على المدى الطويل وليس الحالي مقارنة بالسوق بعد قيامها باستثمارات غير طبيعية.

٢. اختبار أثر مرونة النقدية والديون على الربحية الحالية والمستقبلية:

للتحقق من متانة النتائج قامت الدراسة بإجراء اختبار أكثر تحليلاً باستخدام مؤشرين فردين للمرونة المالية يتمثلان في مرونة النقدية (FC) ومرونة الديون (FL) ولأغراض اختبار مدى صحة الفرض الثاني القائل بأنه: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة النقدية ومرونة الديون على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري"، تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقاً للنماذج المناسبة لطبيعة الـ (Panel Data) لتحديد أهم العوامل المؤثرة على الربحية الحالية والمستقبلية في ضوء النموذج الأفضل، ولتحديد جودة وصلاحيّة النموذج المقدر؛ تم إجراء اختبار معامل تضخم التباين (VIF)، كما تم إجراء اختبار Wooldridge test.

ويوضح الجدول (9) نتائج التحليل لإحصائي لإختبار Hausman Test للمفاضلة لنموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية. ويتضح من الجدول أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل بيانات نموذج الدراسة الرابع والخامس حيث كانت ($P_Value < 0.05$)، وبناءً على ذلك يوضح الجدول (10) نتائج التحليل الإحصائي وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة، وكذلك نتائج التحليل الإحصائي لإختبار معامل تضخم التباين (VIF) للحكم على مدى وجود مشكلة التداخل الخطي للمتغيرات المستقلة بالنماذج المقدر، بينما يوضح الجدول (11) نتائج التحليل الإحصائي لإختبار Wooldridge test للحكم على مدى وجود مشكلة ارتباط ذاتي لبواقي النموذج.

جدول (9)

نتائج اختبار (Hausman Test)

| <i>Hausman (1978) specification test Results</i> | | | |
|--|---------|-----------------------|--------------------------|
| النموذج الأفضل | p-value | Chi-square test value | نماذج الدراسة |
| التأثيرات الثابتة | 0.027 | 20.223 | <i>Model₄</i> |
| التأثيرات الثابتة | 0.000 | 284.024 | <i>Model₅</i> |

جدول (10)

نتائج الإنحدار الخطي المتعدد لأثر مرونة النقدية ومرونة الديون على الربحية الحالية والمستقبلية

| <i>Variance inflation factor</i> | | <i>Models: ROA_{t+1}</i> | | <i>Model₄: ROA_t</i> | | المتغيرات المستقلة |
|----------------------------------|------------|----------------------------------|--------------|---|--------------|--------------------|
| <i>Tolerance</i> | <i>VIF</i> | <i>p-value</i> | <i>Coef.</i> | <i>p-value</i> | <i>Coef.</i> | |
| .765 | 1.308 | 0.712 | 0.029 | 0.002 | 0.245 | <i>FC</i> |
| 0.425 | 2.352 | 0.20 | 0.086 | 0.014 | 0.115 | <i>FL</i> |
| .446 | 2.242 | 0.107 | 0.029 | 0.047 | 0.033 | <i>Size</i> |
| .789 | 1.268 | 0.845 | 0.005 | 0.706 | -0.01 | <i>Age</i> |
| .702 | 1.425 | 0.021 | -0.008 | 0.07 | -0.006 | <i>MTB</i> |
| .735 | 1.36 | 0.050 | -0.124 | 0.022 | -0.144 | <i>TAN</i> |
| .882 | 1.134 | 0.000 | 0.007 | 0.000 | 0.007 | <i>CFO</i> |
| .857 | 1.167 | 0.531 | 0.011 | 0.191 | 0.02 | <i>GRO</i> |
| .739 | 1.354 | 0.000 | -0.106 | 0.000 | -0.106 | <i>Loss</i> |
| .928 | 1.078 | 0.062 | 0.03 | 0.397 | 0.013 | <i>RE</i> |
| <i>Mean VIF</i> | 1.469 | 0.116 | -0.442 | 0.072 | -0.459 | <i>Con.</i> |
| <i>R-squared</i> | | 0.416 | | 0.484 | | |
| <i>F-test</i> | | 8.537 | | 11.268 | | |
| <i>Prob > F</i> | | 0.000 | | 0.000 | | |

جدول (11)

نتائج التحليل الإحصائي لإختبار (Wooldridge test)

| <i>Wooldridge test for autocorrelation in panel data</i> | | | نماذج الدراسة |
|--|--------------------|-----------------------|--------------------------|
| <i>Result</i> | <i>Prob > F</i> | <i>Test Statistic</i> | |
| قبول الفرضية الصفرية وهي عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي | 0.1660 | 2.176 | <i>Model₄</i> |
| | 0.0685 | 4.006 | <i>Model₅</i> |

يوضح الجدولين (10 & 11) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لتقييم أثر مرونة النقدية والديون على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات محل الدراسة، وكذلك نتائج التحليل الإحصائي لتقييم جودة النماذج المقدره ووفقاً لذلك يتضح ما يلي:

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

- جودة النماذج المقدرية وإمكانية الاعتماد عليها لتمثيل نتائج الدراسة حيث أنه؛ (أ) وفقاً لإختبار معامل تضخم التباين (*VIF*) إنخفضت قيمة *VIF* لكل متغير مستقل عن (10) وبالتالي لا تعاني المتغيرات المستقلة للدراسة من مشكلة الإزدواج الخطى المتعدد (*Multicollinearity*)، (ب) يتم قبول الفرضية الصفرية وهي عدم وجود ارتباط ذاتي للبيانات (*Autocorrelation*)، حيث كانت نتائج اختبار *Wooldridge test* أكبر من 0.05 للنماذج كما هو موضح بالجدول (11).

- معنوية النماذج المستخدمة لتقدير أثر مرونة النقدية *FC* والديون *FL* على الربحية الحالية والمستقبلية، حيث أن قيمة *P-value* لكل نموذج أقل من (0.05) وهذا يعني أن نماذج الانحدار الخاصة بهذا الفرض تتمتع بملاءمة عالية، وفيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذجين، لوحظ أن قيمة معامل التحديد *R-squared* تساوي (0.484) للنموذج الأول، (0.416) للنموذج الثاني، مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (48.4%) من التغيرات في الربحية الحالية للشركة، بينما تفسر ما نسبته (41.6%) من التغيرات في الربحية المستقبلية للشركة.

- وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمرونة النقدية *FC* والديون *FL* على الربحية الحالية للشركة عند مستوى ثقة (99%)، (95%) على التوالي، بينما لا يوجد لهما تأثير على الربحية المستقبلية للشركة، وأيضاً وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة *Size* على ربحية الشركة في السنة الحالية عند مستوى ثقة (95%)، غير أنه لا يوجد لها تأثير على الربحية المستقبلية للشركة. كما كان لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية للمبيعات *CFO* تأثير إيجابي ومعنوي بمستوى ثقة (99%) على مستوى الربحية الحالية والمستقبلية للشركة.

- وجود تأثير سلبي ومعنوي بمستوى ثقة (95%) للموسمية *TAN* على ربحية الشركة الحالية والمستقبلية، وبالمثل وجود تأثير سلبي ومعنوي ولكن بمستوى ثقة (99%) لتحقيق نتائج أعمال خسارة *Loss* على مستوى الربحية الحالية والمستقبلية للشركة، أما فيما يتعلق بنسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية فلم يكن لها تأثير على مستوى الربحية الحالية للشركة وعلى عكس ذلك كان لها تأثير سلبي ومعنوي بمستوى ثقة (95%) على الربحية المستقبلية للشركة. هذا ولا يوجد تأثير لكل من (عمر الشركة *Age*، معدل نمو الشركة *GRO*، توزيعات الأرباح *RE*) على مستوى الربحية الحالية والمستقبلية للشركة، وفي ضوء ذلك تكون معادلات خط الانحدار وفقاً للنماذج المقدرية كما يلي:

$$ROA_t = -0.459 + 0.245 FC + 0.115 FL + 0.033 Size - 0.01 Age - 0.006 MTB - 0.144 TAN + 0.007 CFO + 0.02 GRO - 0.106 Loss + 0.013 RE$$

$$ROA_{t+1} = -0.442 + 0.029 FC + 0.086 FL + 0.029 Size - 0.005 Age - 0.008 MTB - 0.124 TAN + 0.007 CFO + 0.011 GRO - 0.106 Loss + 0.03 RE$$

ووفقاً لذلك، يتم التأكيد على رفض الفرض الثاني وهو "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة النقدية ومرونة الديون على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري"، ومعنى ذلك أن تأثير مرونة النقدية والديون على ربحية الشركات ليس له فترة تأخير، أي أن فوائدهما تتعكس على الربحية الحالية للشركة، أو بمعنى آخر، فإن الشركات المرنة مالياً تتمتع بربحية حالية أفضل مقارنة بالشركات غير المرنة مالياً، إلا أنه لا يوجد تأثير لمرونة النقدية والديون على الربحية المستقبلية (في العام التالي، وبعد التالي)، وتتفق النتائج مع دراسة كل من (Chang & Ma, 2019; Teng et al. 2021) التي أفادت إلى وجود تأثير إيجابي لمرونة النقدية والديون على أداء الشركة الحالي مقاساً بالعائد على الأصول، بينما تتعارض مع ما توصلت له دراسة كل من (Agha & Faff, 2014; Dong & Mao, 2016) التي أشارت إلى وجود تأثير سلبي للمرونة المالية على ربحية الشركة الحالية، وكذلك نتائج دراسة كل من (Marchica & Mura, 2010; Arslan -Ayaydin et al., 2014; Yi, 2020) التي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لمرونة النقدية والديون على الربحية المستقبلية للشركة.

٣. اختبار أثر المرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية

لتقييم أثر المرونة المالية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية، تم إختبار مدى صحة الفرض الثالث القائل بأنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري"، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار اللوجستي لتحديد أهم العوامل المؤثرة على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية؟

ويوضح الجدول رقم (12) نتائج تحليل الانحدار اللوجستي لأثر المرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار في الفترة المالية الحالية والمستقبلية (في السنة المالية الأولى، والسنة المالية الثانية)، وبشكل عام، توضح نتائج تقييم دقة نتائج نماذج الانحدار اللوجستي رقم (8 & 7 & 6) ما يلي:

- بلغت قيم ملخص النموذج *Model Summary* التي تتمثل في $Cox & Snell R^2$ و $Nagelkerke R^2$ (0.12; 178) للنموذج (6) على الترتيب، (0.133; 0.197) للنموذج (7) على الترتيب، (0.17; 24.8) للنموذج (8) على الترتيب، ومعنى ذلك أن المتغيرات المستقلة تفسر؛ ما بين ١٢٪ إلى ١٧,٨٪ من قيمة التباين في كفاءة الاستثمار الحالية، بينما تفسر ما بين ١٣,٣٪ إلى ١٩,٧٪ من قيمة التباين في كفاءة الاستثمار للسنة التالية، وتفسر ما بين ١٧٪ إلى ٢٤,٨٪ من قيمة التباين في كفاءة الاستثمار للسنة بعد التالية.

- بلغت قيم *Chi-square* لإختبار *Omnibus* (16.6; 18.15; 21.9) وذات دالة إحصائية (مستوى المعنوية 0.05 فأقل) ويعكس ذلك كفاءة النموذج وجودة حسن المطابقة، كما بلغت بلغت قيم *Chi-square* لإختبار *Hosmer and Lemeshow* (5.8; 4.9; 3.1) على الترتيب وبمستوى معنوية أكبر من 0.05 مما يشير إلى موثوقية نتائج النماذج الثلاثة. كما أظهرت النتائج أن النماذج صُنفت (77.7; 79.2; 77.1) على التوالي من الحالات بشكل صحيح، ويعكس ذلك دقة التصنيف وقدرة هذه النماذج على التنبؤ بكفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بشكل أكثر دقة.

جدول رقم (12)

نتائج تحليل الإنحدار اللوجستي لأثر المرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية

| Model (8): IE _{t+2} | | Model (7): IE _{t+1} | | Model (6): IE _t | | Variable |
|---------------------------------|--------|---------------------------------|--------|-------------------------------|--------|----------------------------|
| Sig. | B | Sig. | B | Sig. | B | |
| .011 | 2.818 | .056 | 2.121 | .171 | 1.367 | FF |
| .229 | 0.353 | .072 | 0.596 | .155 | 0.454 | Size |
| .494 | 0.304 | .214 | 0.558 | .243 | 0.528 | Age |
| .360 | -0.173 | .696 | -0.062 | .611 | -0.079 | MTB |
| .826 | 0.240 | .661 | 0.453 | .708 | 0.388 | TAN |
| .040 | 0.324 | .098 | 0.181 | .072 | 0.201 | CFO |
| .095 | 0.787 | .012 | 1.228 | .057 | 0.881 | GRO |
| .581 | -0.366 | .732 | -0.219 | .795 | -0.166 | Loss |
| .498 | 0.407 | .802 | 0.141 | .677 | 0.236 | RE |
| 3.889 | | 7.354 | | 5.045 | | Constant |
| 21.931 | | 18.510 | | 16.618 | | Chi-square |
| 0.009 | | 0.030 | | 0.050 | | Sig. |
| 0.170 | | 0.133 | | 0.120 | | Cox & Snell R ² |
| 0.248 | | 0.197 | | 0.178 | | Nagelkerke R ² |
| 3.149 | | 4.903 | | 5.800 | | Chi-square |
| 0.925 | | 0.768 | | 0.670 | | Sig. |
| 96.6 | | 98.0 | | 96.9 | | Model specificity (0) |
| 22.6 | | 21.9 | | 18.8 | | Model sensitivity (1) |
| 77.1 | | 79.2 | | 77.7 | | Overall percentage |

وبفحص نتائج نماذج الانحدار رقم (6 & 7 & 8) لوحظ عدم وجود تأثير معنوي للمرونة المالية على كفاءة الاستثمار الحالية حيث بلغ مستوى المعنوية (0.171)، بينما يوجد تأثير معنوي للمرونة المالية على كفاءة الاستثمار المستقبلية (في السنة المالية التالية وبعد التالية) ولكن بدرجة ثقة (90%)، (99%) على التوالي، وبناءً على ذلك، تكون معادلات خط الإنحدار وفقاً للنماذج المقدره كما يلي:

$$IE_t = 5.045 + 1.367 FF - 0.454 Size + 0.528 Age - 0.079 MTB + 0.388 TAN + 0.201 CFO + 0.881 GRO - 0.166 Loss + 0.236 RE$$

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

$$IE_{t+1} = 7.354 + 2.12 FF + 0.596 Size + 0.558 Age - 0.06 MTB + 0.45 TAN + 0.181 CFO + 1.228 GRO - 0.219 Loss + 0.141 RE$$

$$IE_{t+2} = 3.889 + 2.818 FF + 0.353 Size + 0.304 Age - 0.173 MTB + 0.240 TAN + 0.324 CFO + 0.787 GRO - 0.366 Loss + 0.407 RE$$

ومما سبق، يتم رفض الفرض الثالث وهو "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية الكلية على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري"، ومعنى ذلك أن تأثير المرونة المالية على كفاءة الاستثمار له فترة تأخير بعكس التأثير على الربحية الذي إنعكس مباشرة في نفس العام وعلاوة على ذلك، فإن تحقيق المرونة المالية للشركات يعد أمرًا حاسمًا، للتخفيف من مشكلات الاستثمارات دون المستوى الأمثل وتبني إستراتيجيات استثمارية مستقبلية أكثر كفاءة من خلال تقليل مستوى الإفراط ونقص الاستثمار، ويتفق ذلك مع نتائج كل من (De Jong et al., 2012; Arslan-Ayaydin et al., 2014; Ferrando et al., 2017; Cherkasova & Kuzmin, 2018; Islam et al., 2020; Sun, 2023) بينما تختلف مع نتائج كل من (Arslan-Ayaydin et al., 2014; Ma & Jin, 2016; Nouri & Jafari, 2016; Gezici et al., 2019).

٤. اختبار أثر مرونة النقدية والديون على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية

لفحص أثر المرونة النقدية ومرونة الديون على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية، تم اختبار مدى صحة الفرض الرابع القائل بأنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة النقدية ومرونة الديون على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري"، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار اللوجستي لتحديد أهم العوامل المؤثرة على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بدقة عالية.

ويوضح الجدول التالي رقم (13) نتائج تحليل الانحدار اللوجستي لأثر المرونة النقدية ومرونة الديون على كفاءة الاستثمار في الفترة المالية الحالية والمستقبلية (في السنة المالية الأولى، والسنة المالية الثانية)، وبشكل عام، توضح نتائج تقييم دقة نماذج الانحدار اللوجستي رقم (9 & 10 & 11) ما يلي:

- بلغت قيم ملخص النموذج *Model Summary* التي تتمثل في $Cox \& Snell R^2$ و $Nagelkerke R^2$ (0.141; 0.210) على الترتيب للنموذج (9)، (0.147; 0.218) على الترتيب للنموذج (10)، (0.173; 0.253) على الترتيب للنموذج (11)، ومعنى ذلك أن المتغيرات المستقلة تفسر؛ ما بين ١٤,١٪ إلى ٢١٪ من قيمة التباين في كفاءة الاستثمار الحالية، بينما تفسر ما بين ١٤,٧٪ إلى ٢١,٨٪ من قيمة التباين في كفاءة الاستثمار للسنة التالية، وتفسر ما بين ١٧,٣٪ إلى ٢٥,٣٪ من قيمة التباين في كفاءة الاستثمار للسنة بعد التالية.

- بلغت قيم *Chi-square* لإختبار *Omnibus* (19.786; 20.619; 22.399) وذات دالة إحصائية (مستوى المعنوية 0.05 فأقل) ويعكس ذلك كفاءة النموذج وجودة حسن المطابقة، كما بلغت قيم *Chi-square* لإختبار *Hosmer and Lemeshow* (19.451; 8.508; 3.561) على الترتيب وبمستوى معنوية أكبر من 0.05 مما يشير إلى موثوقية نتائج النماذج الثلاثة. كما أظهرت النتائج أن النماذج صنفتم (77.7; 79.2; 77.1) على التوالي من الحالات بشكل صحيح، ويعكس ذلك دقة التصنيف وقدرة هذه النماذج على التنبؤ بكفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بشكل أكثر دقة.

جدول رقم (13)

نتائج تحليل الإنحدار اللوجستي لأثر مرونة النقدية والديون على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية

| Model (11): IE _{t+2} | | Model (10): IE _{t+1} | | Model (9): IE _t | | Variable |
|-------------------------------|--------|-------------------------------|--------|----------------------------|--------|-------------------------------------|
| Sig. | B | Sig. | B | Sig. | B | |
| .919 | 0.369 | .082 | 7.045 | .069 | 7.094 | FC |
| .009 | 3.102 | .320 | 1.260 | .593 | 0.076 | FL |
| .253 | -0.340 | .123 | -0.515 | .351 | -0.314 | Size |
| .435 | 0.352 | .253 | 0.521 | .206 | 0.588 | Age |
| .376 | -0.170 | .928 | -0.015 | .983 | 0.004 | MTB |
| .714 | 0.409 | .784 | 0.286 | .913 | -0.119 | TAN |
| .033 | 0.340 | .071 | 0.201 | .081 | 0.234 | CFO |
| .103 | 0.762 | .017 | 1.192 | .038 | 1.006 | GRO |
| .633 | -0.320 | .677 | -0.266 | .993 | -0.006 | Loss |
| .479 | 0.427 | .837 | 0.116 | .632 | 0.281 | RE |
| 3.515 | | 5.900 | | 2.291 | | Constant |
| 22.399 | | 20.619 | | 19.786 | | Chi-square |
| 0.013 | | 0.024 | | 0.031 | | Sig. |
| 0.173 | | 0.147 | | 0.141 | | Cox & Snell R ² |
| 0.253 | | 0.218 | | 0.210 | | Nagelkerke R ² |
| 3.561 | | 8.508 | | 19.451 | | Chi-square |
| 0.894 | | 0.386 | | 0.313 | | Sig. |
| 96.6 | | 98.0 | | 96.9 | | Model specificity (0) |
| 22.6 | | 21.9 | | 18.8 | | Model sensitivity (1) |
| 77.1 | | 79.2 | | 77.7 | | Overall percentage |
| | | | | | | Omnibus tests of model coefficients |
| | | | | | | Model summary |
| | | | | | | Hosmer and Lemeshow test |
| | | | | | | Model correctly classified |

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

وبفحص نتائج نماذج الانحدار رقم (9 & 10 & 11) لوحظ وجود تأثير معنوي بمستوى ثقة (90%) لمرونة النقدية على كفاءة الاستثمار الحالية وفي العام التالي، بينما لا يوجد لها أي تأثير على كفاءة الاستثمار المستقبلية (في العام بعد التالي)، وعلى العكس من ذلك، يوجد تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية لمرونة الديون على كفاءة الاستثمار المستقبلية (في العام بعد التالي)، بينما لا يوجد لها أي تأثير على كفاءة الاستثمار في العام الحالي وفي العام التالي، وبناءً على ذلك، تكون معادلات خط الانحدار وفقاً للنماذج المقدره كما يلي:

$$IE_t = 2.29 + 7.094 FC + 0.076 FL - 0.314 Size + 0.588 Age + 0.004 MTB - 0.119 TAN + 0.234 CFO + 1.006 GRO - 0.006 Loss + 0.281 RE$$

$$IE_{t+1} = 5.9 + 7.045 FC + 1.260 FL - 0.515 Size + 0.521 Age - 0.015 MTB + 0.286 TAN + 0.201 CFO + 1.192 GRO - 0.266 Loss + 0.116 RE$$

$$IE_{t+2} = 3.515 + 0.369 FC + 3.102 FL - 0.340 Size + 0.352 Age - 0.170 MTB + 0.409 TAN + 0.340 CFO + 0.762 GRO - 0.320 Loss + 0.427 RE$$

وفي ضوء ما سبق، يتم رفض الفرض الرابع وهو "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمرونة النقدية ومرونة الديون على كفاءة الاستثمار الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري"، حيث أنه من بين عنصري المرونة، وهما سياسة الاحتفاظ بالنقد والرافعة المالية المتحفظة، تعد مرونة الديون المحرك الرئيسي لسلوك الاستثمار في المستقبل، بينما تعتمد الشركات بدرجة أقل على توافر الأموال الداخلية للاستثمار في المستقبل ومن المرجح أن يتم الاحتفاظ بالنقد كشكل من أشكال التأمين ضد مخاطر الضائقة المالية والإفلاس وليس لزيادة الاستثمار، كما يعكس التأثير الإيجابي لمرونة الديون على كفاءة الاستثمار في العام بعد التالي، أن الشركات غالباً ما تتوخى الحذر عن إصدار ديون لتحافظ على سعة ديون احتياطية في المستقبل لتمويل فرص الاستثمار المربحة أي أن فوائد مرونة الديون لها فترة تأخير عامين على الأقل، ويتفق ذلك مع نتائج كل من (De Jong et al., 2012; Arslan-Ayaydin et al., 2014; Ferrando et al., 2017; Cherkasova & Kuzmin, 2018; Islam et al., 2020; Sun, 2023) بينما تختلف مع نتائج كل من (Arslan-Ayaydin et al., 2014; Ma & Jin, 2016; Nouri & Jafari, 2016; Gezici et al., 2019)

ثامناً: نتائج الدراسة

أ. تؤدي المرونة المالية إلى تعزيز قدرة الشركات على التخصيص الأمثل للموارد المالية، وتقديم دعم مالي جيد لنمو ربحيتها، وهذا ما يجعلها تتمتع بأداء مالي أفضل مقارنة بالشركات غير المرنة مالياً، وبناءً عليه، يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية الكلية على الربحية الحالية والمستقبلية بالشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري (النيل، تميز)، وبشكل أكثر تفصيلاً، تؤثر المرونة المالية على ربحية الشركة في العام الحالي والتالي، بينما لا يوجد لها أي تأثير على الربحية المستقبلية للشركة في العام بعد التالي، ومعنى ذلك أن تأثير المرونة المالية على ربحية الشركات ليس له فترة تأخير.

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

ب. أظهر التحليل الإضافي، أن تأثير المرونة النقدية ومرونة الديون على ربحية الشركات ليس له أيضًا فترة تأخير، حيث تنعكس فوائدهما على الربحية الحالية للشركة، وبمعنى آخر، تتمتع الشركات التي تمتلك فائض من النقدية المحتفظ بها وبقدرة كبيرة على الإقراض بربحية عالية أفضل مقارنة بالشركات غير المرنة ماليًا، غير أنه لا يوجد تأثير لمرونة النقدية والديون على الربحية المستقبلية (في العام التالي، وبعد التالي).

ج. يعد تحقيق المرونة المالية للشركات أمرًا حاسمًا، للتخفيف من مشكلات الاستثمارات دون المستوى الأمثل وتبني إستراتيجيات استثمارية مستقبلية أكثر كفاءة من خلال تقليل مستوى الإفراط ونقص الاستثمار، حيث توصلت الدراسة الحالية إلى وجود تأثير إيجابي للمرونة المالية على كفاءة الاستثمار المستقبلية (في السنة المالية التالية وبعد التالية)، بينما لم يكن لها أي تأثير على كفاءة الاستثمار الحالية، ومعنى ذلك أن تأثير المرونة المالية على كفاءة الاستثمار له فترة تأخير يعكس التأثير على الربحية الذي إنعكس مباشرة في نفس العام.

د. أظهر التحليل الإضافي، وجود تأثير إيجابي لمرونة النقدية على كفاءة الاستثمار الحالية وفي العام التالي، بينما لا يوجد لها أي تأثير على كفاءة الاستثمار المستقبلية (في العام بعد التالي)، وعلى العكس من ذلك، يوجد تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية لمرونة الديون على كفاءة الاستثمار المستقبلية (في العام بعد التالي)، بينما لا يوجد لها أي تأثير على كفاءة الاستثمار في العام الحالي وفي العام التالي، ومعنى ذلك أنه من بين عنصري المرونة، وهما سياسة الاحتفاظ بالنقد والرافعة المالية المتحفظة، تعد مرونة الديون المحرك الرئيسي لسلوك الاستثمار في المستقبل، بينما تعتمد الشركات بدرجة أقل على توافر الأموال الداخلية للاستثمار في المستقبل ومن المرجح أن يتم الاحتفاظ بالنقد كشكل من أشكال التأمين ضد مخاطر الضائقة المالية والإفلاس وليس لزيادة الاستثمار، كما يعكس التأثير الإيجابي لمرونة الديون على كفاءة الاستثمار في العام بعد التالي، أن الشركات غالبًا ما تتوخى الحذر عن إصدار ديون لتحافظ على سعة ديون احتياطية في المستقبل لتمويل فرص الاستثمار المربحة أي أن فوائد مرونة الديون لها فترة تأخير عامين على الأقل.

تاسعًا: التوصيات المقترحة للدراسة

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج فإنها توصي بما يلي:

أ. لتحقيق الإستقرار المالي وتجنب مخاطر الإفلاس والضائقة المالية بالشركات بصفة عامة، والشركات الصغيرة والمتوسطة بشكل خاص، يجب على هذه الشركات ضرورة إتخاذ كافة التدابير التي تضمن تحقيق جدارة مرونتها المالية بما في ذلك، الحفاظ على مستويات كافية من النقدية وقوة الإقراض، الاستثمار في سندات الخزانة والحسابات البنكية القابلة للتحويل، إدارة ديونها بشكل جيد، تنويع مصادرها التمويلية، بالإضافة إلى الحفاظ على علاقات جيدة مع الجهات التمويلية، لما لتلك التدابير من تأثير على كفاءة السياسات المالية والاستثمارية وتحقيق الأرباح المستدامة للشركات.

د. محمد صابر حموده السيد؛ د. أسامة عبد المنعم عبد الحميد الخولي؛ د. السيد عيد محمد عيد

ب. يجب على المديرين الماليين إدارة السياسات التمويلية والاستثمارية بالشركات الصغيرة والمتوسطة بشكل استباقي لضمان إستدامة عملياتها مع ضرورة فهم أهمية تحقيق والحفاظ على المرونة المالية بما يسمح لهم بتبني إستراتيجيات تمويلية وإستثمارية مثلى سواء للمشاريع الاستثمارية القائمة أو الجديدة وبالشكل الذي يمكنهم من الحصول على المزيد من رأس المال بمخاطر ائتمانية وتكلفة أقل ويعظم من ربحية وقيمة الشركات ويضمن إستمرارية وإستدامة عمليات المنشأة.

ج. نظرًا لأهمية الشركات الصغيرة والمتوسطة كونها تلعب دوراً حيوياً في مؤشرات النمو والتنمية الاقتصادية والاجتماعية وفقاً لروؤية مصر ٢٠٣٠، ولأغراض حماية المستثمر في الأسواق الناشئة ذات الحماية القانونية الضعيفة وأسواق رأس المال الأقل تطوراً، يجب على الجهات الرقابية ومنظمي الأسواق والمؤسسات المالية، صياغة السياسات التي تعزز التنمية الصحية لسوق رأس المال وتحسين الجودة التنظيمية للشركات وإتخاذ التدابير الوقائية المناسبة التي تضمن تحقيق الكفاءة الاستثمارية والتمويلية بالشركات الصغيرة والمتوسطة بما في ذلك؛ الحد من القيود المالية والتمويلية المحتملة، منح الحوافز الضريبية والإعفاءات الجمركية والقروض منخفضة الفائدة لهم، إضافة إلى وضع حدود مالية للشركات مثل تحديد الحد الأدنى للسيولة المالية والحد الأقصى لحصص الأرباح الموزعة ونسب الديون المسموح بها.

د. يجب على المستثمرين بصفة عامة، ومانحي القروض والمساهمين المرتقبين بشكل خاص، ضرورة دمج تحليل المخاطر المالية في عملية تقييم الأداء المالي للشركات، والاستثمار في الشركات ذات المرونة المالية العالية حيث بناءً على قيمة المرونة المالية قد يتردد الدائنون والمساهمين المرتقبين في الإقراض أو شراء أصول مالية في الشركات التي تحتفظ بقدر منخفض من النقدية أو ليس لديها قدرة دين احتياطية.

عاشراً: مجالات الأبحاث المستقبلية

تقترح الدراسة مزيد من البحث التطبيقي في النقاط التالية:

- أ. تقييم أثر المرونة المالية على جودة الأرباح وإنعكاس ذلك على قيمة الشركة.
- ب. تحليل أثر جودة حوكمة الشركات على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي والمرونة المالية.
- ج. الدور الحوكمي المحتمل لجودة المراجعة على العلاقة بين المرونة المالية وتكلفة التمويل.
- د. تقييم أثر مرونة الديون والنقدية على القدرة الاستثمارية للشركات في أوقات الأزمات.
- هـ. تقييم قيمة المرونة المالية في ظل مخاطر أثر مخاطر عدم اليقين البيئي وإنعكاس ذلك على كفاءة الاستثمار.
- و. دراسة الدور المعدل للمرونة المالية وقيود التمويل على العلاقة بين التحفظ المحاسبي والأداء المستقبلي للشركات.

مراجع الدراسة:

موقع سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، بورصة النيل <http://egyptsmes.com.eg/ar/nile>
بورصة تميز <http://egyptsmes.com.eg/ar/tamayuz>
موقع معلومات مباشر (<https://www.mubasher.info>).

- Agha, M., & Faff, R. (2014). An investigation of the asymmetric link between credit re-ratings and corporate financial decisions: “Flicking the switch” with financial flexibility. *Journal of Corporate Finance*, 29, 37-57.
- Ahmed, M. M. (2022). The Relationship between Financial Flexibility and Common Stock Return: Applied Research in the Stock Exchange. *World Bulletin of Management and Law*, 13, 100-111.
- Almeida, H., & Campello, M. (2010). Financing frictions and the substitution between internal and external funds. *Journal of financial and quantitative analysis*, 45(3), 589-622.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42, 211-250.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
- Bolton, P., Chen, H., & Wang, N. (2011). A unified theory of Tobin's q, corporate investment, financing, and risk management. *The journal of Finance*, 66(5), 1545-1578.
- Cai, Y., & Wu, Y. (2020, October). The Influence of Financial Flexibility on Enterprise's Profitability in the Future. In *1st Africa-Asia Dialogue Network (AADN) International Conference (AADNIC 2019)* (pp. 20-25). Atlantis Press.
- Chang, B. G., & Wu, K. S. (2021). The nonlinear relationship between financial flexibility and enterprise risk-taking during the COVID-19 pandemic in Taiwan? s semiconductor industry. *Oeconomia Copernicana*, 12(2), 307-333.

-
-
- Chang, H. Y., & Ma, C. A. (2019). Financial flexibility, managerial efficiency and firm life cycle on firm performance: An empirical analysis of Chinese listed firms. *Journal of Advances in Management Research*, 16(2), 168-180.
- Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(2), 137-164.
- Cooper, R., & Ejarque, J. (2003). Financial frictions and investment: requiem in q. *Review of Economic Dynamics*, 6(4), 710-728.
- Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2010). Sources of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfalls. *Drexel University*.
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions?. *Journal of Financial Research*, 35(2), 243-259.
- DeAngelo, Harry and DeAngelo, Linda, Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility (October 10, 2007). Marshall School of Business Working Paper No. FBE 02-06, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=916093>.
- Delgado-Domonkos, L., & Zeng, A. M. (2023). Reporting quality, stock market integration, and investment efficiency in Latin America. *Borsa Istanbul Review*. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.01.012>.
- Dong, L., & Mao, N. (2016). Excess cash holding' managerial discretion and investment distortion—The effect of spare liability capacity from the perspective of financial flexibility theory. *Modern Economic Science*, 38(2), 94-102.
- Fahlenbrach, R., Rageth, K., & Stulz, R. M. (2021). How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis. *The Review of Financial Studies*, 34(11), 5474-5521.
- Ferrando, A., Marchica, M. T., & Mura, R. (2017). Financial flexibility and investment ability across the Euro area and the UK. *European Financial Management*, 23(1), 87-126.

- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The journal of finance*, 63(5), 2263-2296.
- Gao, R., & Yu, X. (2020). How to measure capital investment efficiency: a literature synthesis. *Accounting & Finance*, 60(1), 299-334.
- Gdala, I. (2009). *Financial Flexibility and Investment: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*. <http://pure.au.dk/portal/files/7768/220230.pdf>[1 October 2013].
- Gezici, A., Orhangazi, Ö., & Yalçın, C. (2019). Determinants of investment in Turkey: a firm-level investigation. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(6), 1405-1416.
- Gu, Y., & Yuan, F. (2020, August). Internal control, financial flexibility and corporate performance—Based on empirical analysis of listed companies in information technology industry. In *Journal of Physics: Conference Series* (Vol. 1607, No. 1, pp 1-9). IOP Publishing.
- Guo, Z., Hou, S., & Li, Q. (2020). Corporate social responsibility and firm value: the moderating effects of financial flexibility and R&D investment. *Sustainability*, 12(20), 8452, 1-17.
- Hao, Z., Zhang, X., & Wei, J. (2022). Research on the effect of enterprise financial flexibility on sustainable innovation. *Journal of Innovation & Knowledge*, 7(2), 100184, 1-10.
- Hegde, A. A., Panda, A. K., & Masuna, V. (2023). Does companies' financial flexibility drive their leverage dynamics? New evidence. *Managerial Finance*, 49(2), 270-290.
- Hotchmunt, D. (2010). *Sources of Financial Flexibility and their Economic Significance: Empirical Evidence from the Financial Crisis 2007-2009* (Doctoral dissertation, Msc Thesis, Aarhus School of Business, University of Aarhus).
- Huang, K., & Zhu, Y. (2022). China's secondary privatization and corporate investment efficiency. *Research in International Business and Finance*, 61, 1-16.

-
-
- Islam, M. R., Hossain, M. A., Uddin, M. S., & Bahta, D. T. (2020). Does financial flexibility foster investment efficiency? Evidence from an emerging market. *Asian Business Review*, 10(2), 121-136.
- Islam, R., Haque, Z., & Moutushi, R. H. (2022). Earnings quality and financial flexibility: A moderating role of corporate governance. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2097620.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Liu, X., Yu, L., Zhang, Y., & Chao, Y. (2020). Spatial spillover effect of financial flexibility on investment in China's convention and exhibition listed companies. *Mathematical Problems in Engineering*, 2020, 1-10.
- Ma, C. A., & Jin, Y. (2016). What drives the relationship between financial flexibility and firm performance: Investment scale or investment efficiency? Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2043-2055.
- Mahmood, Y., Ahmad, M., Rizwan, F., & Rashid, A. (2020). Do banking sector concentration, banking sector development and equity market development influence firms' financial flexibility? Evidence from Pakistan. *South Asian Journal of Business Studies*, 9(1), 115-129.
- Mahmood, Y., Rashid, A., & Rizwan, M. F. (2022). Do corporate financial flexibility, financial sector development and regulatory environment affect corporate investment decisions?. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(3), 485-508.
- Mahmood, Y., Rashid, A., Rizwan, F., & Ahmad, M. (2021). The role of macroeconomic and institutional factors in creating corporate financial flexibility. *Management Decision*, 59(4), 732-746.
- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*, 39(4), 1339-1365.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.

-
-
- Naeem, K., & Li, M. C. (2019). Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms. *International Review of Financial Analysis*, 62, 53-68.
- Nouri, M., & Jafari, S. M. (2016). The impact of financial flexibility on investment efficiency (over-investment and under-investment) with respect to managerial ownership in the firms listed in Tehran Stock Exchange. ICP Business. *Economics and Finance*, 3(2), 18-22.
- Phan, D. H. B., Tee, C. M., & Tran, V. T. (2020). Do different types of political connections affect corporate investments? Evidence from Malaysia. *Emerging Markets Review*, 42, 1-13.
- Ramadan, M. (2017). Financial Reporting Quality 1 as a determinant of the Relationship between Financial Constraints and Investment Efficiency An Applied Study on Non financial Firms Listed in the Egyptian Stock Exchange. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 1(2), 39-69.
- Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 288-302.
- Rashid, A., & Jabeen, N. (2018). Financial frictions and the cash flow–external financing sensitivity: evidence from a panel of Pakistani firms. *Financial Innovation*, 4(1), 1-20.
- Raza, A., Hamid, K., Sajid, M., & Rasheed, A. (2021). Mediating and Moderating Role of Investment Efficiency and Investment Scale between Financial Flexibility and Firm Performance: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan. *International Journal of Management (IJM)*, 12(4), 658-672.
- Sun, S. (2023). Financial Flexibility and Investment Efficiency: Based on the Empirical Data of Listed Companies in the New Generation of Information Technology Industry. *Pacific International Journal*, 6(1), 98-103.
- Teng, X., Chang, B. G., & Wu, K. S. (2021). The Role of financial flexibility on enterprise sustainable development during the COVID-19 crisis—A consideration of tangible assets. *Sustainability*, 13(3), 1-16.

- Tsai, H. J. S., Wu, Y., & Xu, B. (2021). Does capital market drive corporate investment efficiency? Evidence from equity lending supply. *Journal of Corporate Finance*, 69, 1-62.
- Uyar, A., & Guzelyurt, M. K. (2015). Impact of firm characteristics on capital structure choice of Turkish SMEs. *Managerial Finance*, 41(3), 286-300.
- Yi, J. (2020). Financial flexibility, dynamic capabilities, and the performance of manufacturing enterprises. *Journal of Research in Emerging Markets*, 2(2), 19-33.
- Zeng, A., Zhang, C., & Wei, Z. H. (2013). The impact of financial crisis, financial flexible reserves and corporate investment behavior: empirical evidence from Chinese listed companies. *Management World*, 4, 107-120.
- Zhang, H., Zhang, Z., & Steklova, E. (2020). Do companies need financial flexibility for sustainable development?. *Sustainability*, 12(5), 1811. <https://doi.org/10.3390/su12051811>

The Impact of Financial Flexibility on Profitability and Investment Efficiency in the Current and Future Periods: Applied Evidence from the Egyptian SMEs Market

Abstract:

The main objective of the study is to assess the impact of financial flexibility on profitability and investment efficiency in the current and future Periods for a sample of 13 companies listed on the Egyptian SMEs Market for the period 2011-2021, with a total of 143 observations. The study demonstrated the following: Firstly, financial flexibility provides good financial support for profitability growth, and thus achieves better performance compared to financially inflexible companies, as the study documented the presence of a positive impact of financial flexibility on the current and future profitability. In more detail, the financial flexibility impacts profitability in the current and the subsequent year, while it has no impact on profitability in the following years. Secondly, the additional analysis reported that companies that have a surplus of cash holdings and a large ability to borrow achieve better current profitability, but there is no impact of the flexibility of cash and debt on future profitability. Thirdly, financial flexibility is crucial to adopt optimal future investment strategies by reducing the level of over-investment and under-investment. The study reveals a positive impact of financial flexibility on future investment efficiency, while it has no impact on current investment efficiency. Finally, the additional analysis reported that there is a positive impact of cash flexibility on investment efficiency in the current and subsequent years, but it has no impact on future investment efficiency (in the second subsequent year). On the contrary, there is a positive impact of debt flexibility on future investment efficiency (in the second subsequent year). While it has no impact on investment efficiency in the current and subsequent years. this means that among the two elements of flexibility, which are the policy of cash holdings and conservative financial leverage, debt flexibility is the main driver of investment behavior in the future, while companies depend less on internal funds for investment in the future, and cash is more likely to be held as a form of protection against risks of financial distress and bankruptcy rather than to increase investment. Companies are often cautious about issuing debts to maintain a reserve debt capacity in the future to finance profitable investment opportunities.

Key words: Financial flexibility, Cash flexibility, Debt flexibility, Profitability, Investment Efficiency, Small and Medium Enterprises.