



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مجلة البحوث الإدارية

Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُدكّمة - دورية ربع سنوية

للسنة
الثانية والأربعون

Vol. 42, No.1; Jan. 2024

عدد يناير 2024



www.sams.edu.eg/crdc

رئيس مجلس الإدارة
أ.د. محمد حسن عبد العظيم
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

رئيس التحرير
أ.د. أنور محمود النقيب
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

ISSN : 1110-225X

أثر إدارة رأس المال العامل على الربحية خلال مراحل دورة حياة المنشأة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

الدكتور

وليد محمد محمد السيد عبد الرحمن

منتدب للعمل كمدرس محاسبة بمعهد الوادي العالي للإدارة
والمالية ونظم المعلومات بالقلبيوية

الدكتور

أشرف السعيد احمد السيد عفيفي

مدرس المحاسبة بالمعهد العالي للإدارة والحاسب الآلي برأس البر

أثر إدارة رأس المال العامل على الربحية خلال مراحل دورة حياة المنشأة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية (ملخص)

الهدف: نظرًا لأهم المفاضلة والتوازن بين هدفي الربحية والسيولة، هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية وتأثير مراحل دورة حياة المنشأة على تلك العلاقة.

مجتمع الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المصرية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

منهجية الدراسة: تم الاعتماد على مدخل تحليلي المحتوى للتقارير المالية لعينة من الشركات يبلغ حجمها (113) شركة موزعة على خمسة عشر قطاعًا، خلال الفترة من 2013 وحتى 2019، بإجمالي مشاهدات (791) مشاهدة، لاختبار فرضيات البحث التي تختير وجود علاقة بين رأس المال العامل والربحية، وكذلك تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية.

النتائج: وقد توصلت الدراسة الاختبارية إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين متغيرات إدارة رأس المال العامل (متوسط فترة البيع، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة السداد، دورة تحول النقدية) والربحية مقاسة بكلاً من (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية) وإن اختلفت قوة هذه العلاقة. كما توصلت الدراسة الاختبارية إلى وجود تفاوت في شكل هذه العلاقة وقوتها خلال المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة مما يعني قبول الفرض القائل بإمكانية اعتبار دورة حياة المنشأة متغير منظم للعلاقة بين رأس المال العامل والربحية.

الكلمات الأساسية: إدارة رأس المال العامل، الربحية، مراحل دورة حياة المنشأة، دورة تحول النقدية، متوسط فترة التحصيل.

The Impact of Working Capital Management on Profitability at Stages of a Firm's Life Cycle: Empirical Study on the Egyptian Listed Companies

(Abstract)

Purpose: This study aims to examine the relationship between working capital management and profitability and the impact of the stages of the life cycle of the establishment on that relationship.

Society of Study: Consists of joint-stock companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

Study Methodology:

BY adopting the content analysis approach to the annual financial reports of a sample of (113) joint-stock companies distributed over fifteen sectors, during the period from 2013 to 2019, with a total of (430) observation, to test the study hypotheses that examine the relationship between working capital management and profitability and the impact of the stages of the life cycle of the establishment on that relationship.

Results: The empirical study concluded that there is a significant negative relationship between the variables of working capital management (average sale period, accounts receivable period, accounts payable period, cash conversion cycle) and profitability measured by (the rate of return on assets and the rate of return on equity), although it differed. The strength of this relationship, as the empirical study found that there is a variation in the form and strength of this relationship during the stages of a firm's life cycle of the establishment, which means accepting the hypothesis that the firm's life cycle of the establishment can be considered a moderator variable for the relationship between working capital and profitability.

Key words: Working Capital Management, Profitability, Stages of a Firm's Life Cycle, Cash Conversion Cycle, Accounts Receivable Period.

أثر إدارة رأس المال العامل على الربحية خلال مراحل دورة حياة المنشأة:

دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

• مقدمة ومشكلة الدراسة:

"المنشآت تولد، وتحيي، ثم تموت" كان المفكر الاقتصادي الإنجليزي الشهير "Alfred Marshall"⁽¹⁾ أول من شبة المنشأة في تطورها ونموها بالكائن الحي فقد أوضح في كتابه الشهير "Principles of Economics" "مبادئ الاقتصاد" أن نمو المنشأة ينشابه مع نمو الشجرة التي تنمو حتى تصل إلى حجمها الطبيعي تحت تأثير قوانين الطبيعة ومقتضيات الزمان والمكان حيث تمارس عليها ضغوط تؤدي إلى نهاية دورة حياتها، وقد قال "من الممكن أن تأخذ المنشآت درسًا من الأشجار الصغيرة وهي تكافح لأعلى من خلال الظل المذهل للخصوم الأكبر عمرًا ويستسلم الكثيرون على الطريق ولا يتبقى سوى القليل منهم".

فنظرية دورة الحياة تقترض أن المنشأة شأنها شأن جميع الكائنات الحية التي تولد وتنمو وفي النهاية تموت، تمر كل منشأة بدورة حياة أو منحنى حياة. تصف دورة الحياة كل كيان بناءً على قدرته على التحكم والمرونة. فالمنشآت مرنة للغاية، لكن لا يمكن السيطرة عليها في مرحلة شبابها (فترة النمو). ثم تتغير العلاقات مع تقدم المنشأة في العمر، حيث يزيد التحكم ونقل المرونة. وفي النهاية، تقل إمكانية التحكم عندما يصبح الكيان في مرحلة الشيخوخة (فترة الانحدار). في حين تشير قابلية ومرونة الكيان إلى الخصائص المتميزة للشباب والشيخوخة، فنُعرف هذه الحالة بمرحلة النضج (البلوغ). فيلاحظ في علوم الاقتصاد والإدارة انقسام دورة حياة المنشأة إلى مراحل مختلفة. وفي كل مرحلة من مراحل الحياة تتبع المنشأة سياسات وإجراءات محددة وفقًا للمرحلة التي تمر بها (Bagherian & Afsari, 2014). كما تؤكد الدراسات أيضًا أن مرحلة دورة حياة الشركة لها تأثير قوي على أدائها سواء التشغيلي أو التمويلي أو الاستثماري أو مخاطر الإفلاس. علاوة على ذلك، فإن أي تغيير في مرحلة دورة الحياة سيؤثر أيضًا على القدرة المالية للشركة، وبالتالي سيؤثر على إمكانية وصولها إلى الموارد المالية الخارجية (Wang et al., 2020).

يعتبر مفهوم دورة حياة المنشأة امتدادًا لمفهوم دورة حياة المنتج والذي تم تطويره بواسطة باحثي الاقتصاد والتسويق حتى يمكن القول أن المنشأة ذات المنتج الواحد تتطابق فيها دورة حياة المنتج

كامبريدج، كان في 1924 يوليو 13 وتوفي في لندن في 1842 يوليو 26 ولد في بريطاني اقتصادي : ألفرد مارشال(1) من أكثر الاقتصاديين تأثيرًا في عصره اشتهر بكتابه "مبادئ الاقتصاد" حيث كان الكتاب المهيم لتدريس الاقتصاد لفترة ويعتبر .كفلة الإنتاج المنفعة الحدية، العرض والطلب، طويلة في إنجلترا، شرح من خلاله الأفكار الرئيسية للاقتصاد مثل .ألفرد من أهم مؤسسي علم الاقتصاد الحديث

مع دورة حياة المنشأة، ويمكن تعريف دورة حياة المنشأة على أنها "تعني أن المنشأة تخضع لمجموعة من التغييرات الداخلية والخارجية خلال مراحل نموها وتطورها وهذه التغييرات لا تشمل تغييرًا في الإستراتيجيات فقط بل تشمل أيضًا تغييرًا في القيادة، والهيكل التنظيمي، والفكر الإداري وكل جوانب العمل بالمنشأة، وتشكل كل مجموعة من هذه التغييرات مرحلة من مراحل دوره حياتها والتي تبين كيف تولد وتنمو وتتطور المنشآت ثم تموت" (Yan & Zhao, 2010).

وقد حظي موضوع دورة حياة المنشأة باهتمام كبير في أدبيات المحاسبة والتمويل في الآونة الأخيرة وذلك لدراسة تأثيرها على قرارات وأنشطة المنشأة المختلفة مثل: قرارات وسياسات توزيع الأرباح (DeAngelo et al., 2006)، وقرارات هيكل رأس المال (Berger & Udell, 1998)، وقرارات الاستثمار (Richardson, 2006)، وتكلفة حقوق الملكية (Hasan et al., 2015)، وقدرة المنشأة على تحمل المخاطر (Habib & Hasan, 2017)، وتسعير الأصول الرأسمالية (Hribar & Yehuda, 2015)، ونشاط الاستحواذ (Owen & Yawson, 2010)، وحوكمة الشركات (O'Connor & Byrne, 2015)، وجودة التقارير المالية (Krishnan et al., 2018; Habib & Hasan, 2019)، والاحتفاظ بالنقدية (Drobetz & Schröder, 2015)، وتنبؤات النمو والربحية (Vorst & Yohn, 2018).

كما أن المتتبع لأدبيات التمويل والمحاسبة يلاحظ أن الاهتمام في الماضي كان منصبًا على القرارات المالية طويلة الأجل مثل: قرار الاستثمار، وقرارات هيكل التمويل، وقرارات توزيع الأرباح، بينما كان الاهتمام بالقرارات قصيرة الأجل محدودًا، أما في الآونة الأخيرة فقد ظهر الاهتمام الكبير بالقرارات قصيرة الأجل، ويأتي على قمتها القرارات التي تتعلق برأس المال العامل، وهذا الاهتمام ليس لكونه يؤثر فقط على قدرة المنشأة على البقاء والاستمرار ولكن يؤثر تأثيرًا كبيرًا على أداء المنشأة وربحيته ومدى المخاطر التي تتعرض لها (Makori, 2013).

ونظرًا لأن المفاضلة والتوازن بين هدفي الربحية والسيولة تعد أحد أهم التحديات التي تواجه الإدارة، فإن الاهتمام بفاعلية وكفاءة إدارة رأس المال العامل هو السبيل للوصول إلى التوليفة التي تتناسب مع وضع المنشأة ومدى صحتها المالية (Chatterjee, 2012). ونتيجة للأزمة المالية العالمية في عام 2008 والأضرار الناتجة عنها، تبين أن بقاء واستمرار الشركات الرابحة يظل أمر غير مؤكد ما لم تكن قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، مما دفع المديرين إلى الاهتمام بإدارة رأس المال العامل، كما دفع العديد من الباحثين إلى دراسة العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركات (Kayani et al., 2019). كما أن من نتائج الأزمة المالية صعوبة الحصول على رأس المال الخارجي،

لذلك استعادت إدارة رأس المال العامل أهميتها كمصدر للتمويل الداخلي بديلاً عن التمويل الخارجي (Högerle et al., 2020).

هذا ويعتمد المفهوم شائع الاستخدام لمصطلح رأس المال العامل (WC) *Working Capital* على تبويب الأصول والالتزامات في قائمة المركز المالي إلى مجموعات "متداولة" و"غير متداولة" ويتوقف هذا التبويب على فترة التحول إلي نقد أو الاستخدام في الأعمال خلال سنة أو دورة تشغيل، أيهما أطول. فمفهوم إدارة رأس المال العامل يعالج كيف تدير المنشأة أصولها والتزاماتها قصيرة الأجل لتحقيق التوازن المطلوب بين هدفي الربحية والسيولة للوصول إلي تعظيم قيمة المنشأة. كما أن المقاييس التقليدية لرأس المال العامل مثل نسب السيولة والسيولة السريعة قد تفشل في توفير معلومات كافية عن سمات التدفق النقدي للمنشأة وبالتالي ظهر - وعلي نطاق واسع في الدراسات السابقة - استخدام دورة تحول النقدية *Cash Conversion Cycle (CCC)* كمقياس مهم لإدارة رأس المال العامل وهي محصلة للمعادلة الآتية: دورة التشغيل (دورة المخزون + دورة المدينين) - دورة السداد (دورة الدائنين)، وباستخدام هذا المقياس يمكن تحليل العلاقة بين رأس المال العامل والربحية من وجهتي نظر يمكن توضيحهما كما يلي (Ren et al., 2019):

■ **وجهة النظر الأولى:** تـري أنه يمكن لزيادة دورة المدينين ودورة المخزون ودورة الدائنين تأثير إيجابي على الربحية لعدة أسباب هي:

- توفير الائتمان التجاري للعملاء يوفر تمويلًا قصير الأجل لهم ويسمح بحدوث هامش من الزيادة في الأسعار الأمر الذي من الممكن أن يؤدي إلي زيادة المبيعات.
- زيادة المخزون من الممكن أن يؤدي إلى تخفيض احتمالات التعرض لمخاطر نفاد المخزون كما يسمح بالاستفادة من وفورات الحجم الكبير.
- تأجيل سداد الموردين يقلل من إمكانية الاعتماد على مصادر تمويل خارجي طويلة الأجل تكون في العادة مرتفعة التكلفة مما يؤدي إلى تخفيض مدفوعات الفوائد.

■ **وجهة النظر الثانية:** تـري أن هذه الزيادة في مكونات دورة تحول النقدية يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على الربحية لعدة أسباب هي:

- تقديم الائتمان التجاري للعملاء وزيادة حجم المخزون يتطلب استثمارات عالية تحتاج إلى تمويل ذو تكلفة، عالية ناهيك عن أن هذه الاستثمارات تعد من قبيل الاحتفاظ بأرصدة لا تدر عائد كبير مما يعني فقدان فرصة بديلة أفضل.
- زيادة الائتمان التجاري - وفي حالة عدم تماثل المعلومات بين العملاء والمنشأة - قد يؤدي إلى زيادة نسب الديون المعدومة.

- ينطوي الاحتفاظ بحجم مخزون كبير على زيادة في نفقات التخزين مثل (إيجار المخازن، مصاريف التأمين، ومصاريف الحراسة).
- إن تأجيل السداد للموردين قد يؤدي إلى فقدان فرصة الاستفادة من خصم تعجيل الدفع وبالتالي قد يؤدي إلى زيادة تكلفة البضاعة المباعة.

وبعد هذا التحليل وبمراجعة أدبيات التمويل والمحاسبة فيما يتعلق بالعلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية يمكن القول بأن الأدلة الاختبارية في هذا الشأن متداخلة ومتعارضة ويمكن تلخيصها كما يلي (2):

- ◀ هناك دراسات توصلت إلى وجود علاقة معنوية موجبة بينهما مثل: (Gonçalves et al., 2018; Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2021)
- ◀ هناك دراسات توصلت إلى وجود علاقة معنوية سالبة بينهما مثل: (Vijayakumaran, 2019; Agyemang et al., 2019; Lyngstadaas, 2020; Högerle et al., 2020; Aldubhani et al., 2022)
- ◀ دراسات وجدت علاقة غير خطية بينهما مثل: (Anton & Nucu, 2020; Ng et al., 2017; Enqvist et al., 2014)
- ◀ دراسات لم تجد أي علاقة بينهما مثل: (Sarkar & Goswami, 2011).
- ◀ في حين يوجد تأثير متفاوت على حسب المرحلة التي تمر بها المنشأة من دورة حياتها: (Wang et al., 2020; Chang et al., 2017; Shah, 2016; Bagherian & Afsari, 2014)

يتبين من خلال عرض التحليل النظري للعلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية وكذا اتضح من الأدلة الاختبارية للعلاقة بينهما قد توصلت إلى جميع أنواع العلاقات الممكنة بين متغيري الدراسة، مما يعني أن الدراسات السابقة في هذه المنطقة البحثية غزيرة وكثيرة وتوصلت إلى نتائج مختلفة ويمكن تفسير سبب اختلاف هذه النتائج لاختلاف بيئة التطبيق، واختلاف المقاييس المستخدمة في القياس لكلا المتغيرين. كما يقترح الباحثان أن دورة حياة المنشأة يمكن أن تلعب دوراً مهماً في تفسير لغز هذه النتائج المتعارضة، حيث أن لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة استراتيجية مالية ملائمة لتعزيز الأداء، مما يترتب عليه إما اتباع سياسات عدوانية لرأس المال العامل أو سياسات متحفظة فيما يتعلق براس المال العامل، كما أن مراحل دورة حياة المنشأة يكون لها تأثير كبير على أنشطتها

(2). (Prasad et al., 2019) للمزيد من التفصيل يمكن الرجوع للدراسة المسحية الشاملة الآتية (؟)

الاستثمارية والتمويلية وعلى سياسات توزيع الأرباح، كما ترتبط قرارات رأس المال العامل مباشرة بالقرارات التمويلية للمنشأة. ومن خلال العرض السابق يمكن صياغة مشكلة البحث في السؤالين التاليين:

- هل توجد علاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات المساهمة المصرية؟

- ما هو تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات المساهمة المصرية؟

● هدف الدراسة:

من خلال العرض السابق لمشكلة البحث، يتمحور الهدف الرئيسي للبحث في الإجابة على الأسئلة السابقة والتي تستهدف اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات المساهمة المصرية واستكشاف تأثير مراحل دورة حياة المنشأة المختلفة على قوة واتجاه هذه العلاقة.

● أهمية الدراسة:

تتبع أهمية البحث من عدة اعتبارات وعوامل يمكن عرض أهمها كما يلي:

- 1- هناك تعارض في نتائج الدراسات السابقة فيما يخص العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية، مما يوفر دافع قوي لمزيد من الدراسات لفحص هذه العلاقة في البيئة المصرية.
- 2- وجود ندرة في الدراسات – على حد علم الباحثان – التي حاولت تفسير اختلاف وتعارض النتائج فيما يخص العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية من خلال دراسة تأثير مراحل دورة حياة المنشأة باعتبارها كأحد المتغيرات المنظمة لهذه العلاقة.
- 3- أهمية الموضوع الذي يتناوله البحث على اعتبار أن إدارة رأس المال العامل تعتبر من المجالات الهامة، حيث أن كفاءة الإدارة في هذا الخصوص تحقق التوازن المنشود بين الربحية والسيولة، وبما يضمن استمرارية المنشأة وقدرتها على سداد التزاماتها قصيرة الأجل مع المساهمة في تحقيق هدف تعظيم القيمة للمساهمين.
- 4- يمكن أن تساعد نتائج هذا البحث كل من إدارة المنشأة من خلال تقديم رؤية حول القرارات السليمة فيما يخص إدارة رأس المال العامل خلال كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، والمستثمرين من خلال تقديم رؤية عن كيفية تأثير إدارة رأس المال العامل على الربحية، كما يمكن أن تساعد كل من الدائنين والمستثمرين المرتقبين.

• محتويات الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة، ولتحقيقاً لأهدافه، تحتوي الدراسة على الأقسام الأتية:

القسم الأول: الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات الدراسة.

القسم الثاني: التأصيل النظري لمتغيرات الدراسة.

القسم الثالث: الدراسة الاختبارية وتحليل وتفسير النتائج.

القسم الرابع: خلاصة البحث وأفاق البحث المستقبلية.

القسم الأول:

الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات الدراسة:

هناك دراسات تناولت موضوع إدارة رأس المال العامل وأثره على الربحية، إلا أن هناك ندرة في الدراسات التي قامت بدراسة هذه العلاقة من خلال مراحل دورة الحياة التي تمر بها المنشأة، وسوف يتم عرض هذه الدراسات وفقاً لحدائتها ووفقاً لمحورين كما يلي:

المحور الأول: إدارة رأس المال العامل وأثره على الربحية:

استهدفت دراسة (Aldubhani et al., 2022) اختبار مدى تأثير إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات. تم قياس إدارة رأس المال العامل بأربعة مقاييس (متوسط فترة التحصيل، معدل دوران المخزون، متوسط فترة السداد، ودورة تحول النقدية)، كما تم قياس الربحية باستخدام (هامش الربح التشغيلي، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على رأس المال المستثمر، والعائد على حقوق الملكية). وتحقيقاً لهدف الدراسة تم استخدام بيانات عينة مكونة من (10) شركات صناعية مدرجة في بورصة قطر خلال الفترة من 2015 وحتى 2019. أكدت نتائج الدراسة أن الشركات التي لديها فترات تحصيل أقصر للمدينين ودورات تحول نقدي أكثر تكون ربحيتها أكبر، كما أن طول فترات دوران المخزون وطول فترات سداد حسابات الدائنين تعزز أيضاً من ربحية الشركات.

اختبرت دراسة (عساف، 2022) أثر رأس المال العامل على الربحية، حيث تم قياس رأس المال العامل بأربعة مقاييس (متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة السداد، دورة تحول النقدية، فترة الاحتفاظ بالمخزون). ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة الاختبارية على 144 مشاهدة تم تجميعها من (24) شركة غير مالية مدرجة ببورصة فلسطين خلال الفترة من 2015 وحتى 2020. كشفت النتائج عن وجود علاقة سالبة بين متوسط فترة التحصيل وربحية الشركة، بينما توجد علاقة موجبة بين دورة تحول النقدية وربحية الشركة.

هدفت دراسة (Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2021) دراسة تأثير إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات، تم قياس إدارة رأس المال العامل بمتغيرات (إدارة المخزون والمدينين والدائنين ودورة تحول النقدية ونسبة التداول وحجم الشركة)، كما تم قياس الربحية باستخدام (معدل العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية). ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة الاختبارية على عينة مكونة من (20) شركة غانية صناعية مدرجة في البورصة خلال الفترة من 2015 وحتى 2019. أظهرت النتائج وجود تأثير موجب لكل من إدارة المخزون والمدينين والدائنين ودورة تحول النقدية ونسبة التداول وحجم الشركة على كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، بينما هناك علاقة سالبة بين الرافعة المالية وكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية في القطاع الصناعي في غانا.

تحققت دراسة (قاسم & قاسم، 2021) من العلاقة بين كفاءة إدارة رأس المال العامل والربحية، حيث تم قياس كفاءة رأس المال العامل بعدة مقاييس (متمثلة في: متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون، نسبة الاحتفاظ بالنقدية، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة السداد)، كما تم قياس ربحية الشركات باستخدام معدل العائد على الأصول. ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة الاختبارية على عينة مكونة من (6) شركة صناعية وزراعية مدرجة في بورصة العراق للأوراق المالية، تبين وجود علاقة موجبة بين فترة تحصيل المدينين ومعدل العائد على الأصول، فضلاً عن وجود علاقة معنوية سالبة بين متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون ومعدل العائد على الأصول، كما توجد علاقة معنوية طردية بين متوسط فترة السداد ومعدل العائد على الأصول.

اهتمت دراسة (Anton & Nucu, 2020) بالعلاقة المتبادلة وغير الخطية بين رأس المال العامل وأداء الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة التجريبية على عينة مكونة من (719) شركة بولندية مدرجة بالبورصة خلال الفترة من 2007 وحتى 2016. تبين وجود علاقة معكوسة على شكل حرف (U) بين مستوى رأس المال العامل والربحية، مما يعني أن رأس المال العامل له تأثير إيجابي على الربحية حتى نقطة التعادل (المستوى الأمثل). ثم يبدأ التأثير السالب لرأس المال العامل على الربحية بعد نقطة التعادل.

بحثت دراسة (Högerle et al., 2020) تطوير إدارة رأس المال العامل وتأثيرها على كل من الربحية وقيمة حملة الأسهم (تم قياسها باستخدام معدل العائد على رأس المال المستثمر، والقيمة السوقية المضافة). وتحقيقاً لهدف الدراسة تم إجرائها على عينة مكونة من (115) شركة ألمانية مدرجة

بمؤشر (German Prime Standard) والتي تغطي الفترة من 2011 وحتى 2017. تقدم النتائج دليلاً على أن الإدارة الفعالة لرأس المال العامل (مقاسة بدورة تحول النقدية) قد تدهورت بمرور الوقت، وعلى الرغم من ذلك يوجد تأثير إيجابي لقصر دورة تحول النقدية (الذي يتم تحقيقه من خلال إدارة المخزون والحسابات المدينة والدائنة) على كل من الربحية وقيمة حملة الأسهم. وفي المقابل أن تمديد شروط الدفع - وخصوصاً على الأجل الطويل - مهمة في تحقيق القيمة لحملة الأسهم، في حين أن المدفوعات الفورية تزيد الأرباح على الأجل القصير.

اختبرت دراسة (Lyngstadaas, 2020) العلاقة بين رأس المال العامل وتحسن الأداء المالي للشركة. ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة الاختبارية على بيانات عينة مكونة من (589) شركة صناعية أمريكية مدرجة بالبورصة خلال الفترة من 2012 وحتى 2019. تشير النتائج لوجود علاقة ارتباط قوية بين إدارة رأس المال العامل وتحسن الأداء المالي للشركة.

استخدمت دراسة (برححي، 2020) مؤشرات رأس المال العامل ومؤشرات الأداء المالي في معرفة دور إدارة رأس المال العامل في تشخيص الوضع المالي للمؤسسة الاقتصادية، ولتحقيق هدف الدراسة تم القيام بدراسة تطبيقية وإسقاط مختلف أساليب وأدوات تقييم الأداء المالي على البيانات الخاصة بمؤسسة الحياة للصناعات الدوائية بعمان (الأردن) خلال الفترة من 2014 وحتى 2018، من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة بيان أهمية وضرورة استخدام مؤشرات رأس المال العامل في تقييم الأداء وتشخيص الوضع المالي للمؤسسة الاقتصادية وتحديد نقاط القوة والضعف.

اختبرت دراسة (بوساحة & يحيوي، 2020) أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الربحية، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية المقطعية على عينة مكونة من (10) شركات اردنية تعمل في قطاع التعدين ومدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة من 2009 وحتى 2018. أكدت النتائج بأن اتباع الشركة لسياسة محافظة في تمويل رأس المال العامل له أثر إيجابي على ربحية، بينما لم تظهر النتائج وجود علاقة معنوية بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وربحية الشركة.

استهدفت دراسة (حداد & قاجة، 2020) التعرف على دور إدارة رأس المال العامل في تحسين الأداء، من خلال إدارة عناصر رأس المال العامل ومدى تأثيره على السيولة والربحية. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام أسلوب دراسة الحالة لدراسة حالة مؤسسة صناعية (عياشي سعيد) بالجزائر خلال

الفترة من 2016 وحتى 2019. وخلصت الدراسة إلى أن إدارة مكونات رأس المال العامل بكفاءة وفعالية يساهم بشكل كبير في تحسين الإداء المالي للمؤسسة.

اهتمت دراسة (Agyemang et al., 2019) ببحث تأثير إدارة رأس المال العامل على الربحية. وتم اجراء دراسة حالة باستخدام بيانات السلسلة الزمنية المستخرجة من التقارير المالية لإحدى شركات قطاع النقل بغانا (Global Haulage Company Ltd) خلال الفترة من 1995 وحتى 2013. وأظهرت النتائج ضرورة وأهمية الإدارة الفعالة لرأس المال العامل في تحسين ربحية الشركة، وهناك ارتباط سلبي بين نسبة المديونية والربحية، ووجود علاقة معنوية بين نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول والربحية.

تناولت دراسة (Vijayakumaran, 2019) العلاقة بين كفاءة إدارة رأس المال العامل وقيمة الشركة، تم استخدام صافي الدورة التجارية⁽³⁾ (Net Trade Cycle) ومكوناتها لقياس كفاءة إدارة رأس المال العامل، في حين تم قياس قيمة الشركة من خلال مقياس Tobin's Q. ولدراسة العلاقة تم استخدام عينة مكونة من (1651) شركة صينية غير مالية مدرجة بالبورصة خلال الفترة من 2004 وحتى 2013. وتشير نتائج الدراسة إلى أن صافي الدورة التجارية ترتبط سلبًا بقيمة الشركة. كما وجدت أن قيمة الشركة تتأثر سلبًا بدوران المخزون ومتوسط فترة تحصيل المدينين.

استهدفت دراسة (محمود، 2019) دراسة العوامل المالية وغير المالية المؤثرة على مستوى كفاءة إدارة رأس المال العامل، حيث تم قياس كفاءة رأس المال العامل بصافي رأس المال العامل ودورة تحول النقدية، وتم استخدام متغيرات حجم الشركة وعمرها كمتغيرات ضابطة، وتم استخدام بيانات عينة مكونة من (78) شركة صناعية مدرجة في البورصة المصرية. وتوصلت نتائج الدراسة إلى عدة نتائج كان أهمها: وجود علاقة سالبة بين نسبة الديون ونسبة صافي رأس المال العامل، وجود علاقة موجبة بين كل من الربحية وقيمة الشركة وبين نسبة صافي رأس المال العامل، وجود علاقة سالبة بين حجم مجلس الإدارة كأحد العوامل غير المالية ونسبة صافي رأس المال العامل، وجود علاقة موجبة بين كل من نسبة الملكية المؤسسية ونسبة الملكية الحكومية وبين صافي رأس المال العامل، وجود علاقة سالبة بين كل من نسبة الديون ومعدل الربحية وقيمة الشركة وبين دورة تحول النقدية.

اهتمت دراسة (Gonçalves et al., 2018) بتحليل أثر الدورة الاقتصادية على العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام بيانات عينة مكونة من (400)

(3) مقياس مشابه لمقياس دورة تحول النقدية.

شركات بريطانية غير مدرجة بالبورصة خلال الفترة من 2006 وحتى 2014. وأظهرت النتائج أن كفاءة إدارة رأس المال العامل تزيد من الربحية خلال فترات الانكماش الاقتصادي، حيث يمكن للشركة تحقيق مستويات ربحية أعلى من خلال كفاءة إدارة المخزون وتخفيض فترات تحصيل المدينين، وعلى وجه الخصوص خلال فترات الانكماش الاقتصادي، وأن هناك علاقة سالبة بين معدل دوران المخزون والربحية لأن الشركات يكون لديها تكاليف أقل بالنسبة للاحتفاظ بالمخزون، مما يعزز من أرباحها في فترات الانكماش، بينما لا يوجد تأثير لمعدل دوران المخزون على الربحية في الفترات العادية وفترات الازدهار.

اهتمت دراسة (Mielcarz et al., 2018) باستكشاف العلاقة المتبادلة بين استثمار رأس المال العامل والربحية، وكذا تأثير الدورة الاقتصادية على استراتيجيات إدارة رأس المال العامل. ولتحقيق ذلك تم استخدام عينة مكونة من (719) شركة بولندية مدرجة بالبورصة خلال الفترة من 1997 وحتى 2014. وتبين ميل الشركات الأكثر ربحية أثناء فترات الركود إلى تنفيذ استراتيجية أكثر تحفظاً لإدارة رأس المال العامل، والى أهمية إدارة رأس المال العامل في تحسين ربحية الشركات.

اختبرت دراسة (طويرش، 2018) العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية، حيث تم قياس رأس المال العامل بأربعة مقاييس (متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة السداد، دورة تحول النقدية، متوسط فترة التخزين)، كما تم استخدام بعض المتغيرات الضابطة (نسبة المديونية، نسبة التداول، حجم الشركة)، كما تم قياس الربحية باستخدام معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية. ولتحقيق الهدف تم إجراء الدراسة الاختبارية على عينة مكونة من (48) شركة صناعية، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية سالبة بين متغيرات رأس المال العامل والربحية، بمعنى قدرة الشركة على زيادة الربحية من خلال تخفيض مدة دورة تحول النقدية، بينما وجود علاقة معنوية سالبة بين كل من نسبة التداول ونسبة المديونية وبين ربحية الشركات، كما أن هناك علاقة معنوية موجبة بين حجم الشركة والربحية، وأنه على الشركات ضرورة تخفيض مدة دورة تحول النقدية وتحقيق التوازن بين السيولة والربحية، وإدارة رأس المال العامل بكفاءة.

استهدفت دراسة (Ng et al., 2017) اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركة، تم استخدام بيانات (122) شركة صناعية ماليزية مدرجة بسوق الأوراق المالية عن الفترة من 2007 وحتى 2012. كما تم قياس إدارة رأس المال العامل من خلال السياسة المتحفظة والسياسة المغامرة، كما تم قياس الربحية من خلال إجمالي الدخل التشغيلي للشركة. تبين وجود علاقة سالبة بين

إجمالي الدخل التشغيلي للشركة وسياسات الاستثمار المجازفة أو المغامرة، كما يوجد علاقة موجبة بين إجمالي الدخل التشغيلي للشركة وسياسات التمويل المجازفة أو المغامر، كما وجدت ارتباط موجب بين دورة تحول النقدية وإجمالي الدخل التشغيلي للشركة.

تبنت دراسة (الريبيعي & الجرجري، 2016) تحليل العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها على العائد والمخاطرة، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاختبار على عينة مكونة من (15) شركة صناعية ومدرجة في بورصة العراق للأوراق المالية خلال الفترة من 2006 وحتى 2013، كما تم تقسيم العينة إلى مجموعتين (10) شركات تتبع السياسة المحافظة و(3) شركات تتبع السياسة المعتدلة و(2) شركة تتبع السياسة المجازفة. وكانت هناك مجموعة من النتائج أهمها: تتناسب المخاطر عكسياً مع حجم الأصول المتداولة، أي تنخفض المخاطر كلما زادت الأصول المتداولة، في حين وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد طردية، أي كلما زادت المخاطر زاد العائد، وأنه يجب على الإدارة إدارة رأس المال العمال بكفاءة من خلال الموازنة بين حجم الأصول وسياسات التمويل.

قامت دراسة (Enqvist et al., 2014) باختبار دور الدورة الاقتصادية على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام 1136 مشاهدة لعينة من الشركات الفنلندية خلال الفترة من 1990 وحتى 2008. وأظهر الاختبار وجود تأثير للدورة الاقتصادية للمنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية في فترات الانكماش مقارنة بفترات الازدهار الاقتصادي، حيث يمكن للشركة تحقيق مستويات ربحية أعلى من خلال كفاءة إدارة المخزون وتخفيض فترات تحصيل المدينين، خصوصاً خلال فترات الانكماش الاقتصادي.

استهدفت دراسة (ربابعة، 2013) اختبار أثر رأس المال العامل على أداء الشركات، حيث تم قياس رأس المال العامل باستخدام دورة تحول النقدية، في حين تم قياس الأداء باستخدام معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، بالإضافة إلى متغيرات "نسبة المديونية ونسبة التداول ومعدل نمو المبيعات وحجم الشركة" كمتغيرات ضابطة. ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة على عينة مكونة من (15) شركة صناعية مساهمة عامة سعودية خلال الفترة من 2000 وحتى 2010. توصلت الدراسة لوجود تأثير سلبي ومعنوي احصائياً لإدارة رأس المال العامل على أداء الشركات بمعنى أن زيادة دورة تحول النقدية تخفض من مؤشرات أداء الشركات.

تطرقت دراسة (الزبيدي & سلامة، 2012) إلى تحديد طبيعة العلاقة بين إدارة رأس المال العامل ومستويات الربحية، حيث تم قياس رأس المال العامل باستخدام دورة تحول النقدية، وبعض

المتغيرات المالية مثل الحجم ونسبة الرافعة المالية ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، وتم قياس مستوى الربحية بنسبة إجمالي الربح التشغيلي إلى إجمالي الأصول. ولإتمام الدراسة تم استخدام بيانات (55) شركة مساهمة سعودية مدرجة في البورصة خلال الفترة من 2004 وحتى 2007. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين إدارة رأس المال العامل متمثلة في دورة تحول النقدية ومستويات الربحية في الشركات. في حين تفاوتت النتائج بين المتغيرات المالية ومستوى الربحية.

تحققت دراسة (راضي، 2009) من أثر متغيرات إدارة رأس المال العامل (متمثلة في: دورة تحول النقدية، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة الدفع، معدل دوران المخزون السلعي) على صافي الربح التشغيلي، كما تم استخدام متغيرات الرافعة المالية وحجم الشركة ونسبة السيولة كمتغيرات ضابطة، تم إجراء الاختبار باستخدام بيانات الشركة الصناعية العراقية خلال الفترة من 1993 وحتى 2002. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية سالبة معنوية بين متغيرات إدارة رأس المال العامل وربحية الشركة، ووجود علاقة ارتباط معنوية سالبة بين كل من الرفع المالي والسيولة وبين ربحية الشركة، في حين توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين حجم الشركة وربحيتها.

المحور الثاني: أثر دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية:

تناولت دراسة (مسعود، 2021) أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وذلك بتطبيق على الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام مدخل تحليل المحتوي وبالتطبيق على عينة مكونة من (52) شركة مدرجة بمؤشر (EGX 70) بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2018 وحتى 2020، أكدت نتائج اختبار الفرضيات وجود أثر لمرحلة دورة حياة الشركة (مرحلة النمو، ومرحلة النضج، ومرحلة الاضمحلال) على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، كما تبين وجود علاقة ارتباط طردية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس مال، في حين وجدت تأثير عكسي ومعنوي لدخول المتغير التفاعلي لمرحلة النضج، وعدم وجود تأثير معنوي لدخول المتغير التفاعلي لمرحلتَي النمو والاضمحلال على علاقة سياسة توزيع الأرباح بهيكل رأس المال.

قامت دراسة (حسين، 2020) باختبار العلاقة بين كثافة الإنفاق على البحث والتطوير وتقلبات عوائد الأسهم، وكذلك اختبار دلالة تأثير الخصائص المحاسبية لمرحلة دورة حياة المنشأة كمتغيرات منظمة على تلك العلاقة. وتم إجراء الدراسة الاختبارية على بيانات 74 شركة غير مالية مدرجة بمؤشر

(EGX 100) بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2012 وحتى 2018. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: وجود ارتباط موجب ومعنوي بين كثافة الإنفاق وتقلبات عوائد الأسهم، كما، قدمت أدلة إحصائية على وجود تأثير موجب ومعنوي لمرحلة البدء، وتأثير سلبي ومعنوي لكل من مرحلتي النمو والنضج، وعدم وجود تأثير معنوي لمرحلة الاضمحلال على تقلبات عوائد الأسهم، كما قدمت دليلاً إحصائياً لوجود تأثير معنوي لمرحلتي النمو والنضج، وعدم وجود تأثير معنوي لمرحلتي البدء والاضمحلال كمتغيرات منظمة على العلاقة بين كثافة الإنفاق وتقلبات عوائد الأسهم.

بحثت دراسة (Wang et al., 2020) تأثير إدارة رأس المال العامل واستراتيجية رأس المال العامل على الأداء المالي عبر المراحل المختلفة من دورة حياة المنشأة. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام بيانات عينة من الشركات الباكستانية تنتمي لأثنى عشر قطاع غير مالي ومدرجة بالبورصة الباكستانية خلال الفترة من 2005 وحتى 2014. كشفت النتائج التجريبية وجود علاقة ارتباط سالب بين إدارة رأس المال العامل وأداء الشركة. ولكن، هذه العلاقة ليست ثابتة عبر المراحل المختلفة من دورة الحياة. حيث تكون العلاقة سالبة أكثر وضوحاً في مرحلة النشأة والبدء، ثم تليها مرحلة النمو ثم تليها مرحلة الاضمحلال، في حين ليس لإدارة رأس المال العامل تأثيراً معنوياً على أداء الشركات الناضجة. كما أن لاستراتيجية رأس المال العامل تأثيرات متفاوتة على الأداء المالي للشركة عبر دورة الحياة. حيث يؤثر اتخاذ استراتيجية محافظة سلباً على الأداء في مرحلة البدء والنمو والاضمحلال، مما يعني أنه ينبغي على الشركات اتباع استراتيجية مجازفة، كما تحتاج الشركات إلى سياسات مخصصة لإدارة رأس المال العامل وكذلك استراتيجيات رأس المال العامل لتحقيق أداء مالي مستدام في كل مرحلة من المراحل المختلفة لدورة الحياة.

تناولت دراسة (Chang et al., 2017) تأثير دورة حياة المنشأة وتباين الأداء المتعلق بنفقات البحث والتطوير (R&D)، حيث تم دراسة ثلاث مراحل من دورة حياة المنشأة: مرحلة النمو ومرحلة النضج ومرحلة الركود. كما تم الاختبار باستخدام بيانات عينة مكونة من (4067) شركة مدرجة ببورصة تايوان للأوراق المالية خلال الفترة من 2001 وحتى 2010، وتبين من النتائج ميل مديري الشركات في مرحلة النمو إلى زيادة الإنفاق على البحث والتطوير في حالة وجود تباين إيجابي في الأداء. في حين يميل مديري الشركات في مرحلة النضج إلى زيادة الإنفاق على البحث والتطوير في حالة وجود تباين سلبي في الأداء.

بحثت دراسة (Shah, 2016) تأثير إدارة رأس المال العامل على الربحية في ظل المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام بيانات (65) منشأة غير مالية مدرجة ببورصة كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة من 2004 وحتى 2013. وأظهرت النتائج وجود علاقة معنوية سالبة بين دورة تحول النقدية ومكوناته على الربحية خلال مراحل دورة الحياة المختلفة، حيث يمكن تحسين قيمة المساهمين من خلال تقليل فترات تحصيل المدينين.

اهتمت دراسة (Bagherian & Afsari, 2014) بالتركيز على العلاقة بين سياسات رأس المال العامل وأداء الشركة وتأثير مراحل دورة حياة الشركة المختلفة على نوع سياسات رأس المال العامل. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام بيانات فعلية لـ (180) شركة مدرجة ببورصة طهران خلال الفترة من 2007 وحتى 2012. تشير النتائج لوجود تأثير لدورة الحياة الشركة على العلاقة بين سياسات رأس المال العامل وأدائها. فهناك علاقة معنوية موجبة بين سياسات رأس المال العامل والأداء في الشركات عند مرحلة النمو والاضمحلال، في حين عدم وجود علاقة بين سياسات رأس المال العامل والأداء في الشركات الناضجة.

• التعليق على الدراسات السابقة واشتقاق الفرضيات:

بعد استعراض الدراسات السابقة يمكن ملاحظة ما يلي:

- ◀ هناك دراسات توصلت إلى وجود علاقة معنوية موجبة بينهما مثل: (حداد & قاجة، 2020؛ قاسم & قاسم، 2021)؛ (Gonçalves et al., 2018; Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2021).
- ◀ هناك دراسات توصلت إلى وجود علاقة معنوية سالبة بينهما مثل: (محمود، 2019؛ طويرش، 2018؛ ربابعة، 2013؛ راضي، 2009)؛ (Vijayakumaran, 2019; Agyemang et al., 2019; Lyngstadaas, 2020; Högerle et al., 2020; Aldubhani et al., 2022).
- ◀ دراسات وجدت علاقة غير خطية بينهما مثل: (الربيعي & الجرجري، 2016)؛ (Anton & Nucu, 2020; Ng et al., 2017; Enqvist et al., 2014).
- ◀ دراسات لم تجد أي علاقة بينهما مثل: (بوساحة & يحيوي، 2020؛ الزبيدي & سلامة، 2012)؛ (Sarkar & Goswami, 2011).
- ◀ في حين يوجد تأثير متفاوت على حسب المرحلة التي تمر بها المنشأة من دورة حياتها: (مسعود، 2021؛ حسين، 2020)؛ (Wang et al., 2020; Chang et al., 2017; Shah, 2016; Bagherian & Afsari, 2014).

يتضح مما سبق بعد عرض الدراسات السابقة ما يلي:

- وجود نتائج متعارضة ومختلفة، مما يوفر دافع قوي لمزيد من الدراسات لفحص هذه العلاقة في البيئة المصرية.
- أهمية موضوع الدراسة باعتبار أن إدارة رأس المال العامل تعتبر من المجالات الهامة، حيث أن كفاءة الإدارة في هذا الخصوص تحقق التوازن المنشود بين الربحية والسيولة، وبما يضمن استمرارية المنشأة وقدرتها على سداد التزاماتها قصيرة الأجل مع المساهمة في تحقيق هدف تعظيم القيمة للمساهمين.
- يمكن أن تساعد نتائج هذا البحث كل من إدارة المنشأة من خلال تقديم رؤية حول القرارات السليمة فيما يخص إدارة رأس المال العامل خلال كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، والمستثمرين من خلال تقديم رؤية عن كيفية تأثير إدارة رأس المال العامل على الربحية، كما يمكن أن تساعد كل من الدائنين والمستثمرين المرتقبين.

لذلك جاءت هذه الدراسة لتجيب على الأسئلة البحثية التالية:

- هل توجد علاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات المساهمة المصرية؟
- ما هو تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات المساهمة المصرية؟

وللإجابة على تلك التساؤلات سيتم اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات المساهمة المصرية، وكذلك اختبار تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على تلك العلاقة، باستخدام الفرضيات التالية:

❖ الفرض الرئيسي الأول ف1: توجد علاقة بين رأس المال العامل والربحية.

ويتفرع منه الفروض الفرعية التالية:

↔ الفرض الفرعي ف1(A): توجد بين رأس المال العامل ومعدل العائد على الأصول.

↔ الفرض الفرعي ف1(B): توجد بين رأس المال العامل ومعدل العائد على حقوق الملكية.

❖ الفرض الرئيسي الثاني ف2: تؤثر مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية.

ويتفرع منه الفروض الفرعية التالية:

↔ الفرض الفرعي ف2(A): تؤثر مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل ومعدل العائد على الأصول.

↔ الفرض الفرعي ف2(B): تؤثر مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل ومعدل العائد على حقوق الملكية.

القسم الثاني:

التأصيل النظري لمتغيرات الدراسة

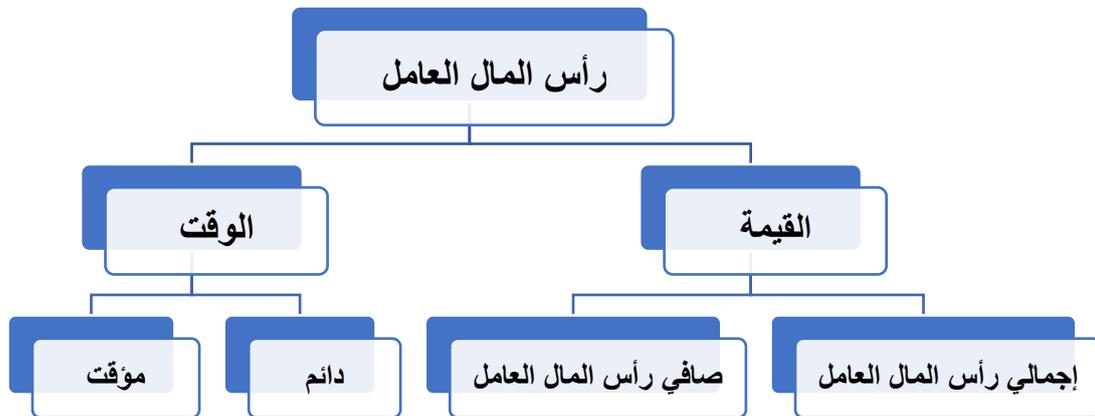
يواجه المديرون الماليون تحدي كبير متمثل في تحقيق التوازن بين السيولة والربحية لضمان الاستمرارية في العمل وتحقيق الأرباح. حيث إن السيولة المفرطة يمكن أن تقلل من رأس المال المتاح لتمويل المشروعات طويلة الأجل، في حين أن نقص السيولة يمكن أن يوقف الأداء الروتيني للشركة (Akbar et al., 2022). لذلك سوف يتم تناول التأصيل النظري للمتغيرات كما يلي:

أولاً: رأس المال العامل:

سنتناول في هذا الجزء: ماهية رأس المال العامل، مكونات رأس المال العامل، أنواع رأس المال العامل، سياسات إدارة رأس المال العامل، المقاييس المستخدمة للتعبير عن رأس المال العامل.

1- ماهية رأس المال العامل:

لقد تعرض الفكر المالي والمحاسبي لمفهوم رأس المال العامل من زاويتين وهما القيمة، والزمن (الوقت) (Singhania & Mehta, 2017)، ويمكن تلخيص ذلك في الشكل التالي:



الشكل رقم (1) أنواع رأس المال العامل

فمن زاوية القيمة يمكن تقسيم رأس المال العامل إلى إجمالي رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل كما يلي (4):

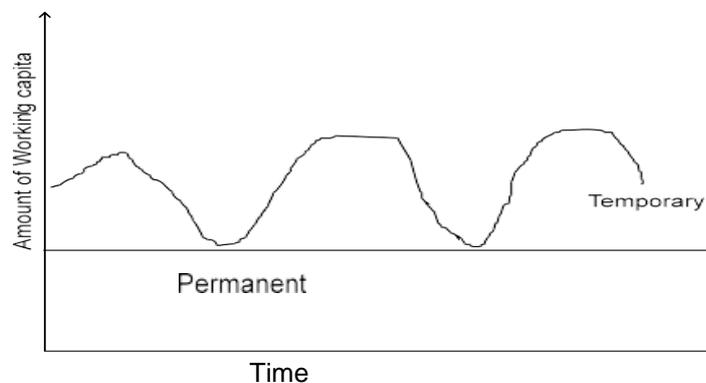
(يمكن عند قياس العلاقة بين الموارد النقدية والالتزامات النقدية الاعتماد على المبالغ الظاهرة في الميزانية أو الظاهرة في قائمة التدفقات النقدية.)

- **إجمالي رأس المال العامل *Gross Working Capital***: هو الاستثمار في الأصول المتداولة، وهي تلك الأصول النقدية أو التي يمكن تحويلها إلى نقدية خلال سنة مالية وتتضمن: النقدية وما في حكمها، والمخزون، والمدينون التجاريون، المصروفات المقدمة (والإيرادات المستحقة)، والأوراق المالية القابلة للتداول.
- **صافي رأس المال العامل *Net Working Capital***: هو الفرق بين الأصول المتداولة، والخصوم المتداولة وهي مطالبات الأطراف الخارجية التي يتوقع أن تستحق خلال سنة مالية وتشمل: الدائون التجاريون، والمصروفات المستحقة (والإيرادات المقدمة)، ديون قصيرة الأجل، والجزء الجاري من الديون طويلة الأجل (5).

أما من زاوية الوقت فيمكن تقسيم رأس المال العامل إلى رأس المال العامل الدائم ورأس المال العامل المؤقت حيث:

- **رأس المال العامل الدائم *Permanent Working Capital***: يشير إلى رأس المال العامل الثابت، وهو يمثل الحد الأدنى من الاستثمار في الأصول المتداولة الواجب الاحتفاظ به حتى نصل إلى الحد الأدنى من النشاط.
- **رأس المال العامل المؤقت *Temporary Working Capital***: يشير إلى ذلك الجزء من رأس المال العامل الواجب الاحتفاظ به بالإضافة لرأس المال العامل الدائم، وذلك لمواجهة التغيرات التي من الممكن أن تطرأ بسبب موسمية النشاط أو تغير الأهداف، ولذلك تطلق عليه أيضًا رأس المال العامل المتغير.

ويمكن توضيح العلاقة بينهما من خلال الشكل التالي:



(إذا كان صافي رأس المال العامل موجب فإن المنشأة تكون قادرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، أما إذا كان سالباً فهذا يعني أن المنشأة غير قادرة حالياً على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

الشكل رقم (2) العلاقة بين رأس المال العامل الدائم والمؤقت
2- أهمية رأس المال العامل:

تبدو أهمية رأس المال العامل من كونه يمثل نسبة لا يستهان بها من استثمارات المنشآت المختلفة حيث أوضح (Aktas et al., 2015) أنه في نهاية عام (2011) بلغ الاستثمار في رأس المال العامل في الولايات المتحدة الأمريكية ما مجموعه (4.2) تريليون دولار، وهو ما يعادل في ذلك الوقت (18%) من إجمالي الأصول و(24%) من إجمالي المبيعات كما أوضح (DeLoof 2003) أن نسبة الاستثمار في رأس المال العامل في الشركات البلجيكية في ذلك التوقيت بلغت (24%) من إجمالي أصول الشركات غير المالية، كما دلت (Enqvist et al., 2014) على أهمية رأس المال العامل عن طرق توضيحه أن مجلة CFO magazine الدائعة السيط في الأوساط المالية الأمريكية تنشر سنويًا دراسة مستفيضة بخصوص أداء إدارة رأس المال العامل في منشآت الأسواق المالية الكبرى حول العالم، ووفقًا لتقرير (Ernst & Young's 2015) بعنوان "تحليل كفاءة رأس المال العامل" والذي شمل (2000) شركة أمريكية وأوربية فإنه يوجد فائض في رأس المال العامل على مستوى هذه الشركات بلغ (1.3) تريليون دولار فوق المستوي الأمثل للتشغيل هذا المبلغ يساوي (7%) من إجمالي المبيعات.

وقد تناول (Sagner 2013) توضيح أهمية رأس المال العامل من خلال التغيرات التي طرأت على نظرة إدارة المنشآت المختلفة لرأس المال العامل كما يلي:

✓ **وجهة النظر قديمًا:** حيث كان ينظر لرأس المال العامل على أنه أحد العناصر الإيجابية فيما يتعلق بالمركز المالي للمنشأة وذلك بالاعتماد على نسبة التداول، حيث يتم مقارنة نسبة التداول للمنشأة مع متوسط نسبة التداول في الصناعة، وكما زادت هذه النسبة كان ذلك مؤشرًا إيجابيًا، ولقد كان هذا الاتجاه مدفوعًا بتأييد المقرضين والمحللين الماليين باعتبار أن رأس المال العامل يعد مخزنًا للسيولة لسداد الديون.

✓ **وجهة النظر حديثًا:** حيث أصبح ينظر إلى رأس المال العامل على اعتبار أنه من الضروري تحقيق التوازن بين اعتبارات السيولة (وهذه تدفع في اتجاه نسب تداول أعلى) واعتبارات الربحية (وهي تدفع في اتجاه نسب تداول أقل) حيث أن بسط النسبة (الأصول المتداولة) تمثل موارد مجمدة أو عاطلة لا تدر أي عائد، كما أنها قد تخفي بعض المشاكل التشغيلية مثل (زيادة المخزون الراكد، زيادة في احتمالية اعدام بعض الديون وغيرها من المشاكل).

تتضمن الإدارة الفعالة لرأس المال العامل التخطيط والتحكم في الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة بما يضمن تحقيق التوازن بين الربحية والسيولة. فالهدف النهائي لأي شركة هو زيادة ثروات المساهمين إلى الحد الأقصى، ويتم ذلك من خلال زيادة أرباح الشركة إلى الحد الأقصى. وبالتالي يجب على الشركات التي ترغب في تحقيق أكبر قدر من الأرباح تحقيق التوازن بين الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة، وبالتالي توافر السيولة وتحقيق الأرباح معاً. كما تعد محافظة الشركة على مستوى السيولة ومعدل الربحية هدفاً مهماً لأن زيادة الربح على حساب السيولة يمكن أن يؤدي إلى مشاكل خطيرة للشركة والعكس صحيح. ومن هنا يتضح أهمية إدارة رأس المال العامل في الشركات باعتباره عنصراً هاماً للغاية لتحليل الأداء أثناء أداء الأنشطة اليومية (Uchenna et al., 2012).

كما أن هناك فرص لحدوث اختلال في التوازن بين الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة خلال دورة الحياة التي تمر بها المنشأة وسوف تتأثر الربحية في حالة حدوث ذلك. هذا هو السبب الرئيسي الذي جذب انتباه الباحثين نحو دراسة تأثير رأس المال العامل على ربحية الشركة خلال مراحل دورة حياتها المختلفة (Bagherian & Afsari, 2014; Chang et al., 2017; Shah, 2016; Wang et al., 2020).

3- إدارة رأس المال العامل:

تعتبر إدارة رأس المال العامل أحد أهم الوظائف الموكلة إلى المدير المالي، حيث يجب عليه أن يوليها اهتماماً خاصاً. كما أنها تعتبر من المهام اليومية والتي تنطوي على عملية مراقبة ورصد لجميع مكونات رأس المال العامل بشكل فردي و/أو مجتمع، وذلك لتحديد مستوياتها الحالية والمثلي وكذا كيفية تمويلها حالياً ومستقبلاً مع الأخذ في الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطرة، وللوصول لمستوي الكفاءة المطلوب (Akbar et al., 2021; Aldubhani et al., 2022)، ولتحقيق الإدارة الفعالة لرأس المال العامل يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من القضايا الهامة وهي:

3.1- سياسات إدارة رأس المال العامل:

تشتمل سياسات إدارة رأس المال العامل على نوعان من السياسات وهما (سياسة الاستثمار، سياسة التمويل) وكلتا السياستان مرتبطتان ارتباطاً وثيقاً ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

3.1.1- سياسات الاستثمار في رأس المال العامل: يعد تحديد المستوي الأمثل للأصول المتداولة أحد مهام الإدارة المالية للمنشآت المختلفة، هذا وتحتاج أي منشأة إلى كلاً من الأصول الثابتة

والأصول المتداولة وذلك للحصول على مستوى إنتاج معين، ومع زيادة الإنتاج والمبيعات تزيد الحاجة إلي الأصول المتداولة، وبشكل عام لا تزيد الأصول المتداولة بنفس معدل زيادة المبيعات، حيث تزيد بمعدل متناقص، ويمكن استخدام المعادلة الآتية لقياس مستوى الأصول المتداولة: الأصول المتداولة ÷ الأصول الثابتة، وهذه النسبة هي ما يمكن استخدامه لتوضيح سياسات الاستثمار في رأس المال العامل حيث يمكن تقسيمها إلى سياستين هما: السياسة المتحفظة، السياسة المجازفة (المغامرة) (Bagherian & Afsari, 2014; Agyemang et al., 2019; Akbar et al., 2021; Akbar et al., 2022)

3.1.1.1- السياسة المتحفظة:

وفقاً للسياسة المتحفظة في إدارة رأس المال العامل يعتمد المديرون بشكل كبير على الديون طويلة الأجل في تلبية متطلبات التمويل في شركاتهم، وبالتالي تزيد نسبة الأصول المتداولة ÷ الأصول الثابتة، أي يكون صافي رأس المال العامل مرتفعاً ومستوى السيولة أعلى من المعدل الطبيعي. كما تعتبر المخاطر في ظل هذه السياسة منخفضة للغاية، نظراً لأن مستويات السيولة العالية تمكن المنشأة من الوفاء بالتزاماتها في موعد استحقاقها. علاوة على ذلك، تقل مخاطر فقدان العملاء نتيجة لمستويات المخزون المرتفعة، كما تقل مخاطر الإفلاس. ومع ذلك، فإن إنتاجية المنشأة تكون منخفضة. بالإضافة إلى اتجاه المديرين المتحفظين نحو تقليل القروض قصيرة الأجل في هيكل التمويل واستخدام قروض طويلة الأجل في توفير الأصول المتداولة. كما أن اعتماد الشركات على حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل والتقليل من القروض قصيرة الأجل يحد من احتمالية تعرضها لمخاطر الإفلاس والفشل في سداد الالتزامات في الوقت المناسب، إلا أن ذلك يزيد من تكلفة رأس المال ويقلل من الأرباح وبالتالي انخفاض معدل العائد على الاستثمار.

3.1.1.2- السياسة المجازفة (المغامرة):

وفقاً للسياسة المجازفة في إدارة رأس المال العامل يميل المديرون نحو تقليل النقدية والأوراق المالية القابلة للتداول وتقليل الاستثمارات في المخزون، وبالتالي تقل نسبة الأصول المتداولة ÷ الأصول الثابتة، حيث تخاطر المنشأة باستثمار منخفض جداً في الأصول المتداولة. تعتبر المخاطر في هذه السياسة مرتفع جداً، وبالتالي هناك احتمال كبير لعدم قدرة المنشأة على سداد الديون لخسارة العملاء. ومع ذلك تزداد إنتاجية المنشأة بسبب الحاجة إلى توفير أصول ثابتة

ومعدل دوران مرتفع للأصول المتداولة. بالإضافة إلى اتجاه المديرين المغامرين نحو تعظيم القروض قصيرة الأجل في هيكل التمويل وتمويل أصولها الحالية من هذه القروض. ونظرًا لأن المنشأة تزيد من قروضها قصيرة الأجل، فإن مخاطر عدم قدرة المنشأة على سدادها في الوقت المحدد ستزداد، وتواجه نقصًا في المال والائتمان.

ويمكن تلخيص سياسات الاستثمار في رأس المال العامل في الجدول التالي:

جدول رقم (1) سياسات الاستثمار في رأس المال العامل

السيولة	العائد	المخاطر	الربحية			دورة تحول النقدية	السياسة
			أرباح	إيرادات	نفقات		
عالية	منخفض	منخفضة	منخفض	منخفضة	مرتفعة	طويلة	المتحفظة
منخفضة	مرتفع	مرتفعة	مرتفع	مرتفعة	منخفضة	قصيرة	المجازفة

3.1.2- سياسات تمويل رأس المال العامل: لا يتوقف الأمر بالنسبة للإدارة المالية على تحديد سياسة الاستثمار في رأس المال العامل بل يجب أن يتعداه إلى عملية تحديد الكيفية التي سيتم بها تمويل هذا الاستثمار، وذلك عن طريق تحديد التوليفة المناسبة من مصادر التمويل قصيرة الأجل (مثل المستحقات، والتمويل التجاري، والقروض قصيرة الأجل)، مصادر التمويل طويلة الأجل (مثل القروض طويلة الأجل، وحقوق الملكية المختلفة) وفي هذا المجال يوجد ثلاث سياسات رئيسية وهي: المتحفظة، المجازفة، المعتدلة (Ahmad et al., 2022).

وفقا للسياسة المتحفظة يتم تمويل جزء كبير من رأس المال العامل عن طريق المصادر طويلة الأجل وتقل نسبة المصادر قصيرة الأجل، أما السياسية المغامرة تعتمد على فكرة تمويل الجزء الأكبر من رأس المال العامل عن طريق المصادر قصيرة الأجل، في حين أن السياسة المعتدلة تقوم على فكرة الربط بين الأصول والالتزامات في كلا الاتجاهين، حيث يتم الاعتماد على المصادر طويلة الأجل في تمويل الأصول الثابتة والجزء الدائم من الأصول المتداولة، ويتم استخدام المصادر قصيرة الأجل في تمويل الجزء المتغير من الأصول المتداولة.

هذا ويوجد ترابط كبير بين سياسات التمويل وسياسات الاستثمار في رأس المال العامل، كما أن لكل سياسة خصائص تميزها وكذا نتائج لتطبيقها، ويجب على كل منشأة أن تحدد ما يتناسب مع ظروفها

الداخلية، ولكن يجب أن يكون هناك توافق أو تناغم بين السياستين المتبعتين حتى نصل إلى تحقيق الأهداف المطلوبة.

3.2- العلاقة بين دورة التشغيل ودورة تحول النقدية:

يمكن تحديد مدي الكفاءة في استخدام رأس المال العامل من خلال الاعتماد على مقياسين محددين وهما (Gitman & Zutter, 2015; Högerle et al., 2020):

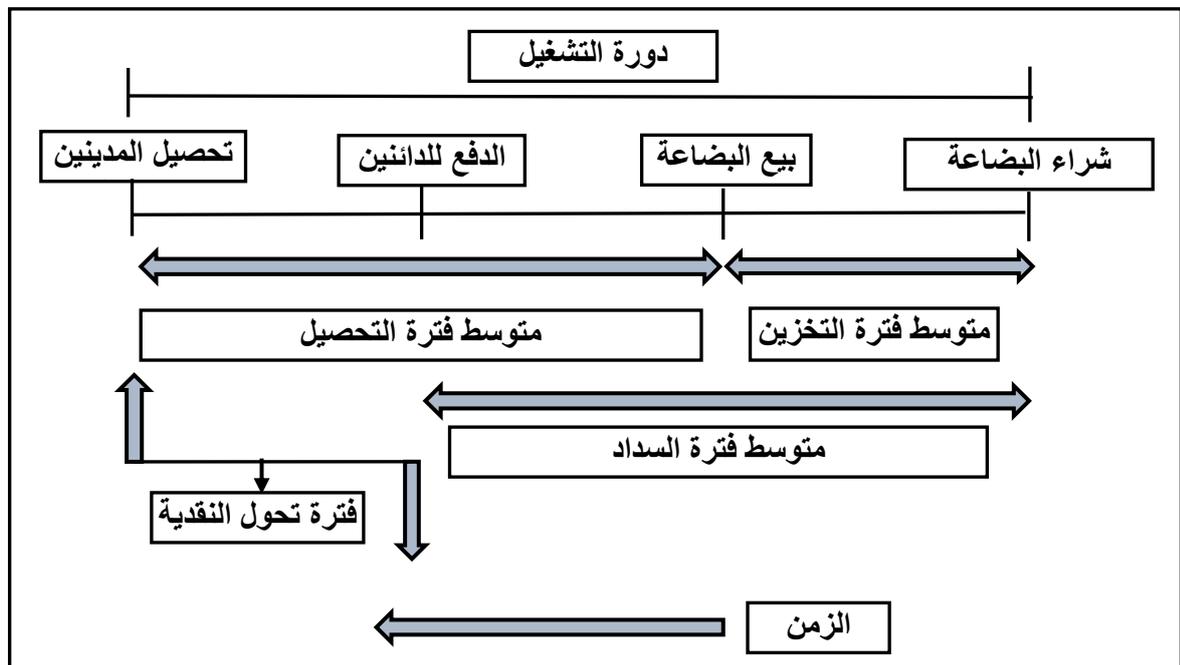
3.2.1- دورة التشغيل Operating Cycle: يمكن تعريف دورة التشغيل على أنها متوسط الفترة الزمنية بين استلام المواد الخام والتحويل النقدي لمبيعات المنتجات النهائية المصنعة من هذه المواد الخام، وبطبيعة الحال يختلف طول هذه الدورة حسب نوع الصناعة، كما أنها تؤثر على حجم التمويل المطلوب سواء كان داخلياً أو خارجياً، وتشمل دورة التشغيل على (فترة تحول المخزون، فترة تحول حسابات العملاء) حيث أن:

$$\text{دورة التشغيل} = \text{متوسط فترة التخزين} + \text{متوسط فترة التحصيل}$$

3.2.2- دورة تحول النقدية Cash Conversion Cycle: يمكن تعريف دورة تحول النقدية على أنها الفترة الزمنية بين قيام المنشأة بسداد قيمة المواد الخام حتى تحصيل قيمة المبيعات، ويمكن الوصول إلى دورة تحول النقدية بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة تحول النقدية} = \text{دورة التشغيل} - \text{متوسط فترة السداد.}$$

من خلال ما سبق يتضح لنا أن هناك علاقة وثيقة بين دورة تحول النقدية ودورة التشغيل ويمكن التعبير عن هذه العلاقة بالشكل التالي:



الشكل الرقم (3)
(Gitman & Zutter, 2015) العلاقة بين دورة التشغيل ودورة تحول النقدية

ثانياً: الربحية:

تعتبر الربحية عن قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح من خلال جميع الأنشطة، حيث أنها تعتبر حصيلة الجهد الجماعي لكافة أنشطة المنشأة، وتوضح الكفاءة في استخدام كافة الموارد المتاحة، كما عرفها (Agyemang et al., 2019) على أنها "قدرة المنشأة على المحافظة على ربحيتها عام بعد عام من خلال تحقيق إيرادات أكبر من التكاليف". ويمكن النظر إلى الربحية من وجهتي نظر وهما (الربحية المحاسبية: التي تعتمد على القياس المحاسبي) وهي تعبر عن قياس الربحية التاريخية (في الماضي) ومن أمثلة هذه المؤشرات: معدل العائد على الأصول (Return on Asset (ROA)، معدل العائد على رأس المال المستثمر (Return on Invested Capital (ROIC)، إجمالي الربح التشغيلي (Gross Operating Profit (GOP)، صافي الربح التشغيلي (Net Operating Profit (NOP). والربحية السوقية: التي تعتمد على قياس القيمة السوقية وهي تعبر عن التوقعات المستقبلية طويلة الأجل ومن أمثلتها: توبين كيو ' s Q، القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added (EVA).

ثالثاً: مراحل دورة حياة المنشأة:

وبمراجعة أدبيات الفكر المحاسبي حول مراحل دورة حياة المنشأة، اتضح وجود تقسيمات مختلفة لمراحل دورة الحياة التي تمر بها المنشأة ما بين ثلاث إلى عشر مراحل، وعلى الرغم من هذا الاختلاف إلى أن النموذج الذي قدمه (Dickinson) قد لاقى قبولاً بين الكثير من أدبيات الفكر المحاسبي، ويمكن اختصار عرض تلك المراحل التي يمكن أن تمر بها المنشأة في خمس مراحل أساسية طبقاً لما قدمه (Dickinson, 2011)، بحيث تتميز كل منها بمجموعة متميزة من الخصائص المالية والاقتصادية، والتي يمكن أن تؤثر على نتيجة القرارات والسياسات المختلفة في المنشأة مثل القرارات المتعلقة بالإنفاق الاستثماري، وقرارات التمويل، والاحتفاظ بالنقدية، وقرارات الاستحواذ، وقرارات التنويع وقرارات الاستحواذ، وسياسات توزيع الأرباح والتجنب الضريبي، ويمكن توضيح هذه المراحل الخمس كما يلي (العوامل، 2017؛ حسين، 2017؛ علاء، 2020؛ زلط، 2020؛ مسعود، 2021)؛ (Dickinson, 2011; Bagherian & Afsari, 2014):

1- مرحلة البدء (النشأة والظهور) :Introduction Stage

تبدأ هذه المرحلة الأولى مع تأسيس المنشأة ودخولها عالم الأعمال، ويكون مستوى المخاطر وعدم التأكد مرتفع، ففي مرحلة البدء عادة ما تكون حجم أصول المنشأة عند مستوى منخفض، كما تتميز بإفراق استثماري كثيف للاستفادة من الفرص الاستثمارية، وبالتالي يترتب على ذلك تدفقات نقدية تشغيلية سالبة، وكذلك تدفقات نقدية استثمارية سالبة، وبالتالي تنخفض جداً الربحية وحجم التدفقات النقدية، كما تحتاج المنشأة إلى سيولة عالية بهدف تحقيق فرص النمو، كما قد تتراوح نسبة الأرباح ما بين صفر وبعده أقصى 10%، ويكون معدل العائد على الاستثمار في بعض الأحيان أقل من معدل الاقتراض.

2- مرحلة النمو :Growth Stage

في مرحلة النمو تكون المنشأة أكبر في الحجم ولديها هيكل تنظيمي أكثر تعقيداً، لذلك تسعى المنشأة لاستغلال ما هو متاح لديها من فرص استثمارية، كما تشهد تنوع في منتجاتها وبالتالي زيادة المبيعات وزيادة حصتها السوقية، أي يكون حجم الشركة أكبر ومستويات المبيعات والإيرادات مرتفعة بالمقارنة بالمرحلة السابقة (البدء). غالباً ما يتم استثمار الموارد المالية في الأصول الإنتاجية، ويكون لديها مؤشرات سيولة أعلى، كما قد تتراوح نسبة الأرباح ما بين 10% وحتى 50%. غالباً ما يكون معدل العائد على الاستثمار أكبر معدل الاقتراض.

3- مرحلة النضج :Maturity Stage

في مرحلة النضج أصبح المنشأة معروفة للعملاء والمنافسين، كما تتميز مبيعات المنشأة في هذه المرحلة بمستوى مبيعات متوازن وثابت، فمع زيادة قوة المنافسة وظهور منافسين جدد يبدأ حجم المبيعات في الاستقرار، وعادة ما تستطيع المنشأة في هذه المرحلة توفير السيولة من خلال مواردها الداخلية. كما تكون مستويات الأصول في المنشأة في مرحلة النضج أعلى نسبياً منها في المرحلتين السابقتين، كما قد تتراوح الأرباح عادة في هذه المنشآت ما بين 50% وحتى 100%. ونظراً لارتفاع مستويات السيولة وانخفاض الاعتماد على التمويل الخارجي، فإن العائد على الاستثمار عادة ما يكون مساوياً أو أعلى قليلاً من معدل الاقتراض.

4- مرحلة التذبذب :Shake-out Stage

تشهد المنشأة في مرحلة التذبذب تشعب الأسواق بمنتجات الشركة بالشكل الذي يؤدي إلى تباطؤ في معدلات نمو المبيعات، ومن ثم انخفاضاً ملحوظاً في حصتها السوقية، وبالتالي يفقد هذا المنشأة إلى تخفيض مستوي الأسعار، وبالتالي يحدث تذبذب في التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، كما قد

تضطر المنشأة للتخلص من بعض أصولها الرأسمالية وفاءً لالتزاماتها المالية وتدعيماً لأنشطتها، وبالتالي من المتوقع أن تشهد المنشأة تدفقات نقدية تشغيلية سالبة نتيجة انخفاض إيراداتها، كما أنه من المتوقع توقف الشركة عن الأنشطة الاستثمارية، والتخلص من بعض الأصول، كما قد ينتج عنه اقتحام المنشأة لبيئات أكثر تغيراً وأكثر تعقيداً، وذلك بهدف تصريف منتجاتها، ويمكنها ذلك من خلال زيادة الائتمان والبيع الآجل عن البيع النقدي، كما يمكن أن تحقق المنشأة تدفقات نقدية تمويلية موجبة أو سالبة بحسب مستوى الأرباح التي تحققها وقيامها بالاستمرار في توزيعها على حملة الأسهم لطمأنتهم على المركز المالي للمنشأة.

5- مرحلة الاضمحلال Decline Stage:

في مرحلة الاضمحلال لا يكون أمام المنشأة إلا عدد قليل جداً من فرص النمو ثم تتلاشى تماماً، وبالتالي تعاني المنشأة من تدهور كبير في المبيعات والأرباح وانخفاض كبير في حصتها السوقية، كما تأخذ مؤشرات الربحية السيولة وسادد الديون اتجاهاً تنازلياً، كما تواجه المنشأة منافسة حادة، بينما ترتفع تكلفة الاقتراض بحيث ينخفض في معظم الحالات معدل العائد على الاستثمارات عن معدل الاقتراض، وبالتالي من المحتمل أن تتجه المنشأة للمزيد من التخلص من الأصول الرأسمالية وفاءً لالتزاماتها المالية وتدعيماً لأنشطتها وعملياتها مما قد ينتج عنه تدفقات نقدية موجبة من أنشطتها الاستثمارية، كما تتميز هذه المرحلة بزيادة عدم تماثل المعلومات والانخفاض من مستوى جودة الإفصاح المحاسبي، لأن نتيجة الضغوط المالية المحتملة قد تدفع إدارة المنشأة لإدارة أرباحها وتحرف تقاريرها المالية إخفاءً لتعثرها المالي وبالتالي انخفاض جودة تقاريرها المالية، وعلى حسب وضع المنشأة المالي فلن تقوم المنشأة بتوزيع الأرباح مما يؤدي إلى تدفقات نقدية تمويلية موجبة أو تحاول المنشأة تعديل وضعها المالي من خلال اللجوء لمصادر تمويل خارجية قد ينتج منها تدفقات نقدية تمويلية سالبة.

محددات تصنيف الشركات وفقاً لمراحل دورة الحياة:

يمكن عرض لأهم المتغيرات التي تناولتها الدراسات في أدبيات الفكر المحاسبي باعتبارها محددات يمكن على ضوءها تصنيف الشركات وفقاً لمراحل دورة الحياة التي تمر بها، حيث تتميز كل منها بمجموعة متميزة من الخصائص، والتي يمكن أن تؤثر على نتيجة القرارات المختلفة في المنشأة، ويمكن عرض أهم تلك المحددات كما يلي (حسين، 2020؛ مسعود، 2021)، (Dickinson،

2011; Bagherian & Afsari, 2014; Costa et al., 2017; Chang et al., 2017;
:Vorst & Yohn, 2018; Wang et al., 2020)

الربحية Profitability: تؤكد النظرية الاقتصادية على أهمية عامل الربحية في تصنيف مراحل دورة حياة المنشأة، حيث أن الشركات تستطيع أن تعظم من ربحيتها في مرحلة النضج، ويمكن للشركة التحقق من ذلك باستخدام بعض المؤشرات مثل ربحية السهم، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل دوران الأصول. ويرجع ذلك إلى أن الشركات تركز أكثر في مرحلة البدء والنمو على الاستثمار بكثافة في نفقات البحوث والتطوير لتحسين جودة منتجاتها وكذلك نفقات الاعلان وتوسيع قدرتها الإنتاجية وبالتالي تصبح ربحيتها أقل في مرحلة البدء والنمو، في حين تنخفض تلك التكاليف في مرحلة النضج بعد أن أصبحت منتجاتها ذات جودة مرتفعة ويصبح لديها قدرة أكبر على استغلال طاقتها الإنتاجية وبالتالي تزيد قدرتها على تحقيق المزيد من الأرباح وتحسن مؤشرات الربحية لديها في تلك المرحلة. وبالتالي يتبين من المستوى المرتفع للأرباح أن المنشأة في مرحلة النضج.

حجم الشركة (Company Size): يمكن تصنيف الشركات وفقاً لمراحل دورة الحياة التي تمر بها على حسب حجم الشركة، حيث أكدت الكثير من الدراسات السابقة على أهمية حجم الشركة على قدرتها في توليد الأرباح وتحسن معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، حيث تتمتع الشركات كبيرة الحجم بقدره أكبر في تقديم مزيج متنوع من المنتجات وبالتالي زيادة قدرتها على البقاء والاستمرار في المنافسة وكذلك قدرتها على الانتشار من خلال اقتحام أسواق جديدة، وعلى الرغم من أهمية عامل الحجم إلا أن هذا العامل لا يتوافر للشركات إلا في مرحلة النمو والنضج أي تكون كبيرة الحجم عند مرحلة النمو ومرحلة النضج، إلا أنه غالباً ما تعاني الشركات في مرحلة البدء من انخفاض في حجم أصولها، وبالتالي تكون الشركات صغيرة الحجم معرضة لخطر الخروج من السوق عند ظهورها (مرحلة البدء) وكذلك أيضاً في مرحلة التذبذب والاضمحلال، مما يعنى أنه يمكن استخدام محدد الحجم عند تصنيف الشركات وفقاً لمراحل دورة الحياة التي تمر بها.

سياسة توزيع الأرباح والأرباح المحتجزة (Dividend Policy & Retained Earnings): تشير نتائج الكثير من الدراسات إلى أن الشركات في مرحلة البدء والنمو تعاني من نقص شديد في الموارد الداخلية وانخفاض ربحيتها، وبالتالي يكون الدافع لديها أكبر نحو احتجاز الأرباح، في حين يكون لديها دافع أقل نحو توزيع الأرباح، ومع ظهور الشركة في مرحلة النضج يتجه منحى الأرباح لديها نحو الصعود، وتوافر الإمكانيات والموارد المالية الداخلية الأمر الذي قد يدفعها نحو استخدام هذه الوفورات في مواردها في توزيع أرباح على حملة الأسهم. ومع انتقال الشركة للمراحل التالية

(التذبذب والاضمحلال) أشارت نتائج الدراسات السابقة إلى وجود مشاكل مالية وتراجع في إيرادات الشركة وانخفاض في الأرباح، مع ذلك لم تتأثر سياسات توزيع الأرباح لديها بهذا الانخفاض في الأرباح، وارجعت تلك الدراسات ذلك إلى حجم السيولة المتراكمة لديها، وبالتالي يمكن توزيعات الأرباح وكذلك الأرباح المحتجزة في تصنيف الشركات وفقاً لمراحل دورة الحياة التي تمر بها الشركة.

فرص النمو (Growth Opportunities): يمكن تصنيف الشركات وفقاً لمراحل دورة الحياة التي تمر بها على حسب ما هو متاح لديها من فرص للنمو، حيث تتميز الشركات في مرحلة البدء بإنفاق استثمار كثيف بهدف تحقيق فرص للنمو، كما تسعى لاستغلال المتاح لديها من تلك الفرص في مرحلة النمو وتقديم تشكيلة متنوعة من المنتجات لزيادة حجم المبيعات والحصة السوقية، في حين تقل فرص النمو في مرحلة النضج وتكاد تنعدم في مرحلة الاضمحلال.

نمو الإيرادات (Revenue Growth): يمكن تصنيف الشركات وفقاً لمراحل دورة الحياة التي تمر بها على حسب معدلات نمو الإيرادات، حيث تشير الدراسات إلى أن الشركات بشكل عام في مرحلة النمو تستطيع أن تحقق معدلات نمو مبيعات عالية، كما تستطيع الشركات في مرحلة النضج أن تحقق معدلات نمو مبيعات ثابتة، وعندما تكون الشركات في مرحلة التذبذب فإنها تحتاج إلى تغيير أنماط سلوكها واستراتيجياتها حتى تتمكن من العودة إلى مرحلة النضج، وإلا فإنها تنتقل للمرحلة التالية وهي مرحلة الاضمحلال حيث يحدث ركود للشركات وانخفاض في إيرادات المبيعات نظراً لعدم قدرتها على مواجهة التحديات وعدم الاستجابة لطلبات العملاء، وبالتالي انخفاض حصتها السوقية.

الرافعة المالية (Leverage): يمكن تصنيف الشركات وفقاً لمراحل دورة الحياة التي تمر بها على حسب قدرتها في توفير موارد داخلية لتلبية احتياجاتها التمويلية، حيث تشير الدراسات إلى أن الشركات تتمتع بفرص أوفر للنمو في مرحلة البدء والنمو، يصاحب فرص النمو نفقات عالية مع عدم توافر موارد داخلية في الشركة تلبى الاحتياجات التمويلية لها، لذلك تلجأ الشركات غالباً إلى الاعتماد على مصادر تمويل خارجية أكثر من اعتمادها على مصادر التمويل الداخلية، ولكن مع بلوغ الشركات لمرحلة النضج يصبح لديها القدرة على تغطية احتياجاتها التمويلية من خلال مصادر تمويل داخلية بدرجة أكبر من اعتمادها على مصادر التمويل الخارجية نظراً لما تراكم لديها من أرباح.

القسم الثالث: الدراسة الاختبارية وتحليل وتفسير النتائج:

أولاً: مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المصرية المقيمة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من 2013 وحتى 2019، ولإتمام الدراسة تم الاعتماد على عينة من تلك الشركات يبلغ حجمها (113) شركة موزعة على خمسة عشر قطاعاً، ولتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة، تم استخدام عدة معايير وهي:

- 1- استبعاد البنوك وشركات الخدمات المالية بخلاف البنوك، مثل شركات التأمين وذلك لاختلاف أنشطتها وتقاريرها عن نظيرتها في الشركات غير المالية لافتقارها إلى القابلية للمقارنة.
- 2- تم استبعاد شركات قطاع المقاولات نظراً لأن الطبيعة الخاصة لهذه الشركات تجعلها تستخدم استراتيجيات خاصة بها فيما يتعلق بإدارة رأس المال العامل تختلف عن باقي القطاعات.

ثانياً: مصادر الحصول على بيانات الدراسة:

تم تجميع البيانات من التقارير المالية للشركات، حيث تم حصول على تلك التقارير من المصادر التالية: شركة مصر لنشر المعلومات، موقع مباشر مصر، وكذلك المواقع الإلكترونية لبعض شركات العينة.

ويوضح الجدول التالي العينة المستخدمة في اختبار فرضيات الدراسة مصنفة تصنيفاً قطاعياً وفقاً لتصنيف البورصة المصرية.⁽⁶⁾

(6) المصدر: موقع البورصة المصرية.

جدول رقم (2) عينة الدراسة لكل قطاع

م	القطاع	عدد المشاهدات	السنوات وعدد الشركات						
			2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
			العدد	العدد	العدد	العدد	العدد	العدد	العدد
1	الاغذية والمشروبات والتبغ	161	23	23	23	23	23	23	23
2	الاتصالات واعلام وتكنولوجيا المعلومات	21	3	3	3	3	3	3	3
3	تجارة وموزعون	21	3	3	3	3	3	3	3
4	خدمات نقل وشحن	28	4	4	4	4	4	4	4
5	خدمات تعليمية	14	2	2	2	2	2	2	2
6	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	35	5	5	5	5	5	5	5
7	رعاية صحية وأدوية	70	10	10	10	10	10	10	10
8	سياحة وترفيه	91	13	13	13	13	13	13	13
9	طاقة وخدمات مساندة	14	2	2	2	2	2	2	2
10	مرافق	7	1	1	1	1	1	1	1
11	مقاولات وانشاءات هندسية	49	7	7	7	7	7	7	7
12	منسوجات وسلع معمرة	56	8	8	8	8	8	8	8
13	مواد البناء	91	13	13	13	13	13	13	13
14	موارد أساسية	105	15	15	15	15	15	15	15
15	ورق ومواد تعبئة وتغليف	28	4	4	4	4	4	4	4
	الإجمالي	791	113	113	113	113	113	113	113
	عدد الشركات المقيدة		218	220	222	222	221	214	212
	عدد الشركات المالية المقيدة (7)		51	49	47	46	43	38	38
	عدد الشركات غير المالية		167	171	175	176	178	176	174
	نسبة العينة إلى إجمالي الشركات غير المالية المقيدة		%67.7	%66	%64.6	%64.2	63.5 %	%61.4	64.9 %

ثالثاً: نماذج الدراسة:

تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد في اختبار فرضيات البحث، كما تم استخدام النماذج الآتية:

الشركات المالية المقيدة: يقصد بها تلك الشركات التي تنتمي إلى قطاع البنوك و قطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك (7)

النموذج الأول: يقوم باختبار العلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول):

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INVP_{i,t} + \beta_2 ARP_{i,t} + \beta_3 APP_{i,t} + \beta_4 CCC_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 CR_{i,t} + \beta_9 QUR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$ROA_{i,t}$	=	معدل العائد على الأصول للشركة i في السنة t .
$INVP_{i,t}$	=	متوسط فترة البيع للشركة i في السنة t .
$ARP_{i,t}$	=	متوسط فترة التحصيل للشركة i في السنة t .
$APP_{i,t}$	=	متوسط فترة السداد للشركة i في السنة t .
$CCC_{i,t}$	=	دورة تحول النقدية للشركة i في السنة t .
$SIZE_{i,t}$	=	حجم الشركة.
$LEV_{i,t}$	=	الرفع المالي للشركة i في السنة t .
$AGE_{i,t}$	=	عمر الشركة i في السنة t .
$CR_{i,t}$	=	نسبة السيولة للشركة i في السنة t .
$QUR_{i,t}$	=	نسبة السيولة السريعة للشركة i في السنة t .
$\varepsilon_{i,t}$	=	الخطأ في النموذج.

النموذج الثاني: يقوم باختبار العلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية):

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INVP_{i,t} + \beta_2 ARP_{i,t} + \beta_3 APP_{i,t} + \beta_4 CCC_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 CR_{i,t} + \beta_9 QUR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$ROE_{i,t}$	=	معدل العائد على حقوق الملكية للشركة i في السنة t .
$INVP_{i,t}$	=	متوسط فترة البيع للشركة i في السنة t .
$ARP_{i,t}$	=	متوسط فترة التحصيل للشركة i في السنة t .
$APP_{i,t}$	=	متوسط فترة السداد للشركة i في السنة t .
$CCC_{i,t}$	=	دورة تحول النقدية للشركة i في السنة t .
$SIZE_{i,t}$	=	حجم الشركة.
$LEV_{i,t}$	=	الرفع المالي للشركة i في السنة t .
$AGE_{i,t}$	=	عمر الشركة i في السنة t .
$CR_{i,t}$	=	نسبة السيولة للشركة i في السنة t .
$QUR_{i,t}$	=	نسبة السيولة السريعة للشركة i في السنة t .
$\varepsilon_{i,t}$	=	الخطأ في النموذج.

رابعاً: التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث:

1- رأس المال العامل: هناك مجموعة من المؤشرات التي تستخدم لدراسة الاستراتيجيات المختلفة لإدارة رأس المال العامل والتي تؤثر على مكوناته المختلفة ومن أهم هذه المؤشرات – والتي سوف يعتمد عليها الباحثان – ما يلي:

◀ متوسط فترة البيع: يساعد هذا المؤشر إدارة الشركات على مراقبة المخزون ويستخدم في تقييم نوعية أو جودة المخزون ويوضح عدد مرات بيع المخزون خلال سنة وبصفه عامة لا توجد نسبة معيارية تستخدم في تفسيره ولكن تختلف من قطاع إلى آخر ويمكن الحصول عليها من خلال المعادلة التالية: (المخزون ÷ تكلفة المبيعات) × 365.

◀ متوسط فترة التحصيل: يقيس هذا المؤشر جودة المدينين حيث يوضح المدة المستغرقة في تحصيل الديون وكلما قصرت هذه المدة أدي ذلك إلى تقليل فرض الديون المعدومة ويمكن الحصول عليها من المعادلة التالية: (المدينين ÷ المبيعات) × 365.

◀ متوسط فترة السداد: يقيس هذا المؤشر متوسط الفترة الزمنية بين شراء المواد أو جلب العمالة ودفع المبالغ النقدية نظير توريد هذه المواد أو الخدمات أي أنه يوضح المدة المستغرقة في سداد الالتزامات ويساعد على مراقبة الحسابات الدائنة ويمكن الحصول عليها من المعادلة التالية: (الدائنين ÷ تكلفة المبيعات) × 365.

◀ دورة تحول النقدية: تستخدم دورة تحول النقدية كمؤشر لكفاءة المنشأة في إدارة السيولة وتحديد مدي احتياجها إلى النقدية ويتمثل طول دورة تحول النقدية في الفرق بين الدورة التشغيلية ومتوسط فترة السداد حيث أن دورة التشغيل هي الفترة الفاصلة بين اقتناء المخزون وتحصيل ثمن البيع أي أنه يمكن الحصول على طول دورة تحول النقدية كما يلي:

$$= \text{دورة التشغيل} - \text{متوسط فترة السداد}.$$

$$\text{أو} = \text{متوسط فترة التحصيل} + \text{متوسط فترة البيع} - \text{متوسط فترة السداد}.$$

2- الربحية:

يمكن القول إن تحليل الربحية لأي منشأة تعتبر محاولة للإجابة على تساؤل وهو: إلى أي مدي حققت المنشأة نجاحاً في القيام بعملياتها وأنشطتها المختلفة واستخدام الموارد المتاحة لها بشكل حقق عائداً للأطراف ذوي العلاقة بالمنشأة؟

هذا ولا يمكن الاعتماد على الأرقام المطلقة للربح، لسببين الأول هو أنه يجب نسبة الربح إلى أساس معين هو الموارد (الأصول) التي استخدمت في تحقيق هذا الربح، والثاني أنه يتعين تقييم الربحية من وجهة نظر الأطراف التي قامت بتمويل هذه الموارد من ملاك ودائنين لذلك سوف يعتمد الباحثان على مؤشرين للربحية كما يلي:

◀ **معدل العائد على الأصول:** وهو مقياس لدرجة نجاح المنشأة وفعاليتها في إدارة واستخدام الموارد المتاحة بصرف النظر عن مصدر التمويل أي أن هذا المؤشر يفصل بين الأنشطة التمويلية والأنشطة التشغيلية ويمكن التعبير عن بالمعادلة التالية: **صافي الربح ÷ إجمالي الأصول.**

◀ **معدل العائد على حقوق الملكية⁽⁸⁾:** هو مؤشر يربط بين فاعلية استخدام الموارد ومصدر تمويلها ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية: **صافي الربح ÷ إجمالي حقوق الملكية.**

3- دورة حياة المنشأة:

يعتبر الوصول إلى مقياس يوضح الخصائص المميزة لمراحل دورة حياة المنشأة أمرًا صعبًا ومعقدًا ويرجع ذلك إلى تنوع وتعدد أنشطة المنشآت المختلفة، مما قد يترتب عليه أن يمر كل قطاع أو نشاط بمرحلة مختلفة من مراحل دورة الحياة ومن خلال قيام الباحثان بمحاولة مراجعة واستقراء الجهود البحثية في أدبيات المحاسبة والتمويل فيما يتعلق بهذه النقطة البحثية الهامة تبين لهما اعتماد هذه الدراسات السابقة على العديد من المؤشرات المالية التي تم استخدامها كمقاييس بديلة تعبر عن المراحل المختلفة لدورة الحياة مثل: عمر المنشأة، معدل نمو المبيعات، الإنفاق الاستثماري، معدل توزيع الأرباح (Faff et al., 2016; Etemadi & Mougouie, 2015; Hribar & Yehuda, 2015) المحتجزة إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية (Hasan & Cheung, 2018) ومعدل الأرباح المحتجزة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Hadi et al., 2019; Faff et al., 2016)، ولكن يري الباحثان أن هذه المقاييس تفترض أن عملية الانتقال من مرحلة إلى أخرى تتم بطريقة آلية موحدة لا تختلف من شركة إلى أخرى أو داخل نفس الشركة من فترة إلى أخرى، كما أنها تتجاهل ما قد يتم من جهود لتطوير وتحديث المنشآت ومحاولة تقديم منتجات جديدة، كما أنها تتجاهل أمرًا آخر في غاية الأهمية وهو ما قد يحدث من جهود لإعادة الهيكلة و/أو إعادة الهندسة التي قد تقوم بها إدارات بعض المنشآت، مما قد يترتب عليه أن تترد الشركة من مرحلة الاضمحلال مثلًا إلى مرحلة البدء أو مرحلة

(8) على الرغم من الإيجابيات العديدة لهذا المؤشر مثل (البساطة وسهولة الفهم، سهولة المقارنة) إلا أنه لا يخلو من السلبيات المهمة والتي يجب أخذها في الاعتبار مثل (يمكن لبعض المنشآت تحقيق عائدًا مرتفعًا على حقوق الملكية برافعة مالية مرتفعة، يجب الحذر من استخدامه في الشركات التي لديها أصول غير ملموسة ذات حجم كبير).

النمو. ولهذا فسوف يتم الاعتماد على النموذج المستخدم بواسطة (Dickinson, 2011) والذي يطلق عليه مقياس "أنماط التدفق النقدي لمراحل دورة حياة المنشأة"⁹ والذي يعتمد على بيانات التدفق النقدي للأنشطة الثلاثة التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية، واستخدامها في تصنيف المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة حيث أن إشارة صافي التدفق النقدي تمثل لهذه الأنشطة نمط معين في كل مرحلة من مراحل دورة الحياة، كما أنه من الممكن أن يكون هناك انعكاس لربحية الشركة ومخاطرها ومعدلات نموها على التدفقات النقدية لها.

وتعتمد آلية عمل هذا المقياس على استخدام توليفة من الإشارات (+، -) لصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية الموجودة بقائمة التدفقات النقدية، وذلك لتحديد دورة حياة المنشأة من خلال تقسيمها إلى خمس مراحل مختلفة كما هو موضح بالجدول التالي:

الجدول رقم (3) مراحل دورة الحياة باستخدام أنماط التدفقات النقدية

مراحل دورة حياة المنشأة					بيان / المرحلة
مرحلة التدهور	مرحلة التذبذب	مرحلة النضج	مرحلة النمو	مرحلة البدء	
عمود (5)	عمود (4)	عمود (3)	عمود (2)	عمود (1)	
- أو -	الإشارات الممكنة المتبقية بخلاف ما ظهر في المراحل الأخرى	+	+	-	إشارة صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية
+ أو +		-	-	-	إشارة صافي التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية
- أو +		-	+	+	إشارة صافي التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية

- المصدر: (Dickinson, 2011) بتصرف من الباحثان.

4- المتغيرات الضابطة:

اعتمادًا على الدراسات السابقة فقد تم استخدام المتغيرات الضابطة الآتية:

- حجم الشركة.
- الرافعة المالية.
- عمر المنشأة.
- نسبة السيولة.
- نسبة السيولة السريعة.

⁽⁹⁾ يتمتع هذا المقياس بالعديد من المزايا منها: أولاً: أنه يعكس المعلومات المالية المتكاملة للشركة والتي تتضمن التدفقات النقدية من الأنشطة الرئيسية الثلاثة المكونة لقائمة التدفقات النقدية وهذا يميزه عن الاعتماد على مؤشر واحد مثل (نمو المبيعات أو عمر الشركة أو حجم الشركة وغيرها)، ثانياً: أنه مقياس يتم بصورة دورية ويعبر عن الحالة الحقيقية لدورة النشاط بالشركة وبالتالي يعتبر مقياساً أكثر فاعلية لمراحل دورة الحياة (Shahzad et al., 2019)

ويوضح الجدول التالي وصفاً لمتغيرات البحث والتعريف الإجرائي الخاص بها.

جدول رقم (4) وصف لمتغيرات البحث والتعريف الإجرائي

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	اسم المتغير	رمز المتغير
المتغير المستقل: رأس المال العامل: وسوف يتم استخدام 4 مؤشرات وهي:		
متوسط فترة البيع	INVP	(المخزون ÷ تكلفة المبيعات) × 365
متوسط فترة التحصيل	ARP	(المدينين ÷ المبيعات) × 365
متوسط فترة السداد	APP	(الدائنين ÷ تكلفة المبيعات) × 365
دورة تحول النقدية	CCC	متوسط فترة التحصيل + متوسط فترة البيع - متوسط فترة السداد
المتغير التابع: الربحية: وسوف يتم استخدام عدد 2 مؤشر وهما:		
معدل العائد على الأصول	ROA	صافي الربح ÷ إجمالي الأصول في نهاية الفترة
معدل العائد على حقوق الملكية	ROE	صافي الربح ÷ إجمالي حقوق الملكية في نهاية الفترة
المتغير المنظم (المعدل):		
دورة حياة المنشأة		سوف يتم تقسيم دورة حياة المنشأة إلى خمس مراحل حسب نموذج (Dickinson, 2011) وهي (مرحلة البدء ومرحلة النمو ومرحلة النضج ومرحلة التذبذب ومرحلة الاضمحلال) وذلك عن طريق تقسيم العينة حسب مشاهدات صافي التدفقات النقدية للأنشطة الثلاثة (التشغيلية، الاستثمارية، والتمويلية) المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية ثم تحويلها إلى إشارات حسب الجدول الموضح سابقاً ثم استخدام توليفة الإشارات المسجلة أمام كل مشاهدة (شركة / سنة) لتسكين هذه المشاهدات في المرحلة المطابقة لها.
المتغيرات الضابطة:		
حجم الشركة	SIZE	اللوغار يتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة.
الرافعة المالية	LEV	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة.
عمر المنشأة	AGE	اللوغار يتم الطبيعي للفترة من تاريخ التأسيس وحتى سنة التقرير المالي.
نسبة السيولة	CR	إجمالي الأصول المتداولة ÷ إجمالي الالتزامات المتداولة.
نسبة السيولة السريعة	QUR	(إجمالي الأصول المتداولة - المخزون) ÷ إجمالي الالتزامات المتداولة.

خامساً: اختبار وتحليل النتائج:

تم إجراء الدراسة الاختبارية باتباع الخطوات التالية:

- تقدير قيم متغيرات النماذج باستخدام التعريفات الإجرائية السابق توضيحها لكل متغير.

- معالجة مشاكل القياس الخاصة بعينة الدراسة: حيث تم التحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار والخاصة بعدم وجود الأزواج الخطي بين المتغيرات المستقلة، وعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، وثبات التباينات.
- دراسة العلاقة بين المتغيرات باستخدام نماذج الانحدار المتعدد.

وستتناول في العرض التالي النقاط التالية:

الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، نتائج نماذج الانحدار المستخدمة في اختبار فرضيات الدراسة، ومناقشة نتائج اختبار فرضيات الدراسة.

1- الإحصاءات الوصفية للعينة:

◀ الإحصاءات الوصفية الإجمالية

جدول رقم (5) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

الانحراف المعياري	الوسيط	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
المتغير التابع: الربحية:						
0.129057	%3.2	%4.7	%60.8	%94.3-	791	معدل العائد على الأصول
0.255906	%7.7	%11.04	%97.05	%131.1-	791	معدل العائد على حقوق الملكية
المتغير المستقل: رأس المال العامل:						
1882.422	84.5	279.50	36471.2	0.00	791	متوسط فترة البيع
6192.485	92.48	521.10	166994	0.00	791	متوسط فترة التحصيل
1066.828	45.51	207.07	24918.97	0.00	791	متوسط فترة السداد
6346.898	126.76	547.15	163959.8	24705.95-	791	دورة تحول النقدية
المتغير المنظم (المعدل) دورة حياة المنشأة (عدد المشاهدات في كل مرحلة)						
				النسبة	المشاهدات	المرحلة
				%11.25	89	◀ مرحلة البدء
				%15.55	123	◀ مرحلة النمو
				%13.65	108	◀ مرحلة النضج
				%46.78	370	◀ مرحلة التذبذب
				%12.77	101	◀ مرحلة الاضمحلال
				%100	791	◀ إجمالي المشاهدات
المتغيرات الضابطة:						

0.705737	5.890	5.915	7.863	4.351	791	حجم الشركة
0.534601	%44.23	%51.9	%80.88	%0.1	791	الرافعة المالية
0.256174	1.510	1.492	2.220	0.480	791	عمر المنشأة
11.86724	1.370	3.074	210.3	0.13	791	نسبة السيولة
4.702420	0.870	1.574	113.15	0.02	791	نسبة السيولة السريعة

الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع (الربحية) على مستوى السنوات والقطاعات: <

جدول رقم (6) الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع على مستوى السنوات

السنوات	المشاهدات	معدل العائد على الأصول		معدل العائد على حقوق الملكية	
		المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف المعياري
2013	113	%5.70	0.104414	%11.85	0.231317
2014	113	%5.30	0.117943	%13.05	0.237583
2015	113	%3.40	0.117056	%8.33	0.238591
2016	113	%3.50	0.126833	%9.91	0.208767
2017	113	%5.00	0.143055	%14.10	0.268674
2018	113	%6.00	0.133412	%13.32	0.251195
2019	113	%4.02	0.154708	%6.73	0.333907
الإجمالي	791	%4.70	0.129057	%11.04	0.255906

جدول رقم (7) الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع على مستوى القطاعات

القطاعات	المشاهدات	معدل العائد على الأصول		معدل العائد على حقوق الملكية	
		المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف المعياري
الاغذية والمشروبات والتبغ	161	%3.80	0.092817	%11.12	0.334125
الاتصالات واعلام وتكنولوجيا المعلومات	21	%1.50	0.014570	%1.81	0.018962
تجارة وموزعون	21	%12.97	0.152554	%19.66	0.240774
خدمات نقل وشحن	28	%10.89	0.281808	%30.84	0.181448
خدمات تعليمية	14	%11.17	0.058246	%16.80	0.076872
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	35	%5.11	0.063740	%12.44	0.172618

0.161793	%16.88	0.100583	%9.91	70	رعاية صحية وأدوية
0.087114	%4.55	0.047244	%2.93	91	سياحة وترفيه
0.226444	%21.02	0.156838	%14.26	14	طاقة وخدمات مساندة
0.036414	%3.93	0.019618	%1.75	7	مرافق
0.309657	%8.32	0.085023	%4.25	49	مقاولات وانشاءات هندسية
0.116173	%0.68-	0.055976	%0.58-	56	منسوجات وسلع معمرة
0.269776	%6.16	0.168230	%0.51	91	مواد البناء
0.299421	%15.92	0.159586	%7.64	105	موارد أساسية
0.317858	%15.79	0.168543	%1.33-	28	ورق ومواد تعبئة وتغليف
0.255906	%11.04	0.159057	%4.70	791	الإجمالي

الإحصاءات الوصفية للمتغير المستقل (رأس المال العامل) على مستوى السنوات والقطاعات:

جدول رقم (8) الإحصاءات الوصفية للمتغير المستقل على مستوى السنوات

السنوات	متوسط فترة البيع		متوسط فترة التحصيل		متوسط فترة السداد		دورة تحول النقدية	
	المتوسط بالأيام	الانحراف المعياري	المتوسط بالأيام	الانحراف المعياري	المتوسط بالأيام	الانحراف المعياري	المتوسط بالأيام	الانحراف المعياري
2013	203.5	666.262	608.9	4243.17	151.7	708.85	660.7	4310.83
2014	217.7	927.44	177.9	305.56	104.6	301.09	183.5	1605.93
2015	197.2	536.638	212.4	490.202	106.7	213.855	82.3	2465.80
2016	185.09	452.746	276.2	904.529	138.3	287.844	323.06	988.882
2017	179.2	441.842	1771.8	15728.20	221.6	595.156	1729.5	15447.35
2018	474.8	3428.986	261.9	910.013	290.8	1097.524	446.09	3334.343
2019	498.9	3334.900	338.6	1076.334	435.8	2378.789	404.9	2079.612
الإجمالي	279.5	1882.422	521.1	6192.485	207.07	1066.828	547.15	6346.898

جدول رقم (9) الإحصاءات الوصفية للمتغير المستقل على مستوى القطاعات

القطاعات	عدد القطاعات	متوسط فترة البيع		متوسط فترة التحصيل		متوسط فترة السداد		دورة تحول النقدية	
		المتوسط بالأيام	الانحراف المعياري	المتوسط بالأيام	الانحراف المعياري	المتوسط بالأيام	الانحراف المعياري	المتوسط بالأيام	الانحراف المعياري
الاغذية والمشروبات والتبغ	161	65.4	61.879	149.0	398.765	64.4	113.672	152.4	369.910
الاتصالات واعلام وتكنولوجيا المعلومات	21	29.5	19.546	154.3	90.733	78.0	79.306	105.9	75.639
تجارة وموزعون	21	52.6	40.716	151.8	247.072	30.2	25.744	174.1	235.499

404.317	278.6	313.073	187.2	479.047	403.8	73.795	62.0	28	خدمات نقل وشحن
169.446	195.4	176.942	95.8	261.889	291.2	0.00	0.00	14	خدمات تعليمية
48.359	172.1	15.175	30.3	33.606	110.7	19.118	91.7	35	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
138.322	186.9	99.868	78.7	57.259	114.4	87.047	151.2	70	رعاية صحية وأدوية
18477.63	3405.0	2938.787	887.3	1.8064	3090.1	5384.954	1609.8	91	سياحة وترفيه
35.840	66.4	81.456	69.7	79.499	104.0	13.597	32.2	14	طاقة وخدمات مساندة
34.806	249.9	14.047	165.5	30.544	249.5	29.577	165.9	7	مرافق
935.680	410.17	471.87	402.2	876.220	655.3	224.112	157.1	49	مقاولات وإنشاءات هندسية
1788.687	234.7	924.243	359.4	1683.889	385.8	114.914	208.3	56	منسوجات و سلع معمرة
135.003	136.0	26.905	54.0	70.335	69.3	95.382	120.8	91	مواد البناء
147.915	109.8	105.198	75.0	107.102	70.6	77.246	114.3	105	موارد أساسية
92.533	108.8	101.989	89.0	33.500	86.5	35.688	101.4	28	ورق ومواد تعبئة وتغليف
6346.898	547.15	1066.828	207.07	6192.485	521.1	1882.422	279.5	791	الإجمالي

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة حسب مراحل دورة حياة المنشأة:

جدول رقم (10) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة حسب مراحل دورة حياة المنشأة

مرحلة الإضمحلال		مرحلة التذبذب		مرحلة النضج		مرحلة النمو		مرحلة البدء		متغيرات الدراسة
عدد المشاهدات: 101		عدد المشاهدات: 370		عدد المشاهدات: 108		عدد المشاهدات: 123		عدد المشاهدات: 89		
الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط							
0.170904	%1.2-	0.113837	%6.47	0.115718	%7.8	0.078949	%1.6	0.137549	%2.9-	معدل العائد على الأصول
0.283121	%5.7	0.226994	%9.6	0.296663	%16.1	0.219148	%3.5	0.290217	%8.2	معدل العائد على حقوق الملكية
229.284	137.5	1979.641	292.8	455.525	182.8	3266.054	503.5	416.558	192.8	متوسط فترة البيع
1380.949	449.7	538.084	180.1	1605.321	1813.7	1233.566	318.3	4771.341	731.8	متوسط فترة التحصيل
953.584	397.9	66.328	157.1	428.669	182.7	2251.743	300.9	159.559	98.1	متوسط فترة السداد
1548.530	1813.8	1911.379	316.9	15769.07	187.1	2190.496	520.9	5676.60	412.3	دورة تحول النقدية
0.589165	5.6	0.679515	6.01	0.573065	5.8	0.801065	6.08	0.769775	5.85	حجم الشركة
1.050153	%68.3	0.354908	%44.1	0.271531	%48.2	0.230815	%50.5	0.721535	%72.3	الرافعة المالية
0.257688	%1.51	0.258570	1.49	0.262641	1.52	0.251715	1.44	0.236797	1.48	عمر المنشأة
22.13462	6.62	2.83962	2.21	10.93622	3.09	2.8660	1.85	22.2630	4.33	نسبة السيولة
3.397589	1.28	2.55559	1.58	10.86924	2.49	2.49317	1.27	2.083840	1.20	نسبة السيولة السريعة

تناولت الجداول السابقة من (5 إلى 10) الخصائص المميزة لمتغيرات الدراسة متمثلة في

الإحصاءات الوصفية للمتغيرات في عينة الدراسة، ويمكن استخلاص ما يلي:

• فيما يتعلق بالمتغير التابع (الربحية) يتضح ما يلي:

❖ **"معدل العائد على الأصول"** على مستوي العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (-) 94.3%، 60.8% بمتوسط (4.7%) وانحراف معياري (0.129057)، وأن سنة (2015) هي أقل السنوات بمتوسط (3.4%) وانحراف معياري (0.117056)، وسنة (2018) هي أعلى السنوات بمتوسط (6%) وانحراف معياري (0.133412)، وقد سجل قطاع التجارة والموزعون أعلى القطاعات بمتوسط (12.97%) وانحراف معياري (0.152554)، وسجل قطاع الورق ومواد التعبئة والتغليف أقل قيمة بمتوسط (-1.33%) وانحراف معياري (0.168543).

❖ **"معدل العائد على حقوق الملكية"** على مستوي العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (-) 131.1%، 97.05% بمتوسط (11.04%) وانحراف معياري (0.255906)، وأن سنة (2019) هي أقل السنوات بمتوسط (6.73%) وانحراف معياري (0.333907)، وسنة (2017) هي أعلى السنوات بمتوسط (14.10%) وانحراف معياري (0.268674)، وقد سجل قطاع خدمات النقل والشحن أعلى القطاعات بمتوسط (30.84%) وانحراف معياري (0.181448)، وسجل قطاع المنسوجات والسلع المعمرة أقل قيمة بمتوسط (-0.68%) وانحراف معياري (0.116173).

● **فيما يتعلق بالمتغير المستقل (رأس المال العامل) يتضح ما يلي:**

❖ **"متوسط فترة البيع"** على مستوي شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح بين (0)، 36471.2 يوم) بمتوسط (279.5 يوم) وانحراف معياري (1882.42)، وأن سنة (2017) هي أقل السنوات بمتوسط (179.2 يوم) وانحراف معياري (441.84)، وسنة (2019) هي أعلى السنوات بمتوسط (498.9 يوم) وانحراف معياري (3334.9)، وأن قطاع السياحة والترفيه هو أعلى القطاعات بمتوسط (1609.8 يوم) وانحراف معياري (5384.95)، وأن قطاع الخدمات التعليمية هو أقل القطاعات بمتوسط (0 يوم) وانحراف معياري (0).

❖ **"متوسط فترة التحصيل"** على مستوي شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح بين (0)، 166994.2 يوم) بمتوسط (521.10 يوم) وانحراف معياري (6192.48)، وأن سنة (2014) هي أقل السنوات بمتوسط (177.9 يوم) وانحراف معياري (305.56)، وسنة (2017) هي أعلى السنوات بمتوسط (15728.2 يوم) وانحراف معياري (221.6)، وأن قطاع السياحة والترفيه هو أعلى القطاعات بمتوسط (3090.1 يوم) وانحراف معياري

(1.8064)، وأن قطاع مواد البناء هو أقل القطاعات بمتوسط (69.3 يوم) وانحراف معياري (70.335).

❖ **"متوسط فترة السداد"** على مستوي شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح بين (0)، **24918.97 يوم** بمتوسط (207.07 يوم) وانحراف معياري (1066.82)، وأن سنة (2014) هي أقل السنوات بمتوسط (104.6 يوم) وانحراف معياري (301.09)، وسنة (2019) هي أعلى السنوات بمتوسط (435.8 يوم) وانحراف معياري (2378.78)، وأن قطاع السياحة والترفيه هو أعلى القطاعات بمتوسط (887.3 يوم) وانحراف معياري (2938.78)، وأن قطاع التجارة والموزعون هو أقل القطاعات بمتوسط (30.2 يوم) وانحراف معياري (25.744).

❖ **"دورة تحول النقدية"** على مستوي شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح بين (-) **24705.95، 163959.8 يوم** بمتوسط (547.15 يوم) وانحراف معياري (126.76)، وأن سنة (2015) هي أقل السنوات بمتوسط (82.3 يوم) وانحراف معياري (2465.8)، وسنة (2013) هي أعلى السنوات بمتوسط (660.7 يوم) وانحراف معياري (4310.83)، وأن قطاع السياحة والترفيه هو أعلى القطاعات بمتوسط (3405 يوم) وانحراف معياري (18477.63)، وأن قطاع الطاقة والخدمات المساندة هو أقل القطاعات بمتوسط (66.4 يوم) وانحراف معياري (35.84).

● **فيما يتعلق بالمتغير المنظم "المعدل" (دورة حياة المنشأة) يتضح ما يلي:**

❖ نلاحظ وجود تفاوت في توزيع عدد المشاهدات على مراحل دورة حياة المنشأة فيما يتعلق بعينة الدراسة، حيث أن أقل المراحل من حيث عدد المشاهدات هي مرحلة البدء بإجمالي عدد (89) مشاهدة بنسبة 11.25% من حجم المشاهدات، وأن أكبر المراحل من حيث عدد المشاهدات فكانت مرحلة التذبذب بإجمالي عدد (370) مشاهدة بنسبة 46.78% من حجم المشاهدات.

● **فيما يتعلق بالإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة يتضح ما يلي:**

❖ **معدل العائد على الأصول:** كان منخفضًا في مرحلة البدء حيث سجل متوسط قدرة (-) 2.9% وتزايد في مرحلة النمو ليصل إلى (1.6%)، وقد وصل إلى ذروته في مرحلة

النضج ليسجل متوسط قدرة (8.7%)، ثم عاود الانخفاض في مرحلة التذبذب ليسجل متوسط قدرة (6.47%)، ووصل إلى حده الأدنى في مرحلة الاضمحلال ليسجل متوسط قدرة (-1.2%)

❖ **معدل العائد على حقوق الملكية:** كان مرتفع إلى حد ما في مرحلة البدء حيث سجل متوسط قدرة (8.2%)، ثم تراجع في مرحلة النمو ليسجل متوسط قدرة (3.5%)، وعاود الزيادة مرة أخرى في مرحلة التذبذب ليسجل متوسط قدرة (9.6%)، ووصل إلى أعلى قيمة له في مرحلة النضج ليسجل متوسط قدرة (16.1%)، ثم انخفض مرة أخرى في مرحلة الاضمحلال ليصل إلى متوسط قدرة (5.7%).

❖ **متوسط فترة البيع:** سجلت أعلى قيمة لها في مرحلة التذبذب لتصل إلى (1979.6 يوم)، بينما سجلت أقل قيمة لها في مرحلة الاضمحلال حيث وصلت إلى (137.5 يوم).

❖ **متوسط فترة التحصيل:** سجلت أعلى قيمة لها في مرحلة البدء حيث وصلت إلى (4771.3 يوم) بينما كانت مرحلة التذبذب هي أقل المراحل حيث سجلت (180.1 يوم).

❖ **متوسط فترة السداد:** بلغت أعلى قيمة لها في مرحلة النمو حيث سجلت (2251.74 يوم)، في حين سجلت أقل قيمة لها في مرحلة التذبذب حيث بلغت (66.3 يوم).

❖ **دورة تحول النقدية:** كانت أطول دورة تحول نقدية خلال مرحلة النمو حيث بلغت (2190.4 يوم)، بينما كانت أقصر دورة تحول نقدية في مرحلة النضج حيث سجلت (187.1 يوم).

❖ **الرافعة المالية:** سجلت أعلى قيمة لها في مرحلة البدء حيث كانت تمثل (72.3%)، ثم أخذت في الانخفاض في مرحلة النمو والتذبذب، ثم ارتفعت ارتفاعاً طفيفاً في مرحلة النضج، وعاودت الارتفاع الكبير في مرحلة الاضمحلال حيث سجلت (68.3%).

• **تبيين الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الضابطة أنه:** فيما يخص الرافعة المالية (المديونية) نجد أنها تتراوح بين (0.1% ، 80.88%) وأن متوسط نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول يبلغ على مستوى العينة خلال الفترة محل الدراسة (51.9%). وهذا يشير إلى أن نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على مستوى شركات العينة خلال نفس الفترة يبلغ (49.1%) مما يدل على وجود توازن في مصادر التمويل على مستوى شركات العينة، كما أن حجم الشركة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي للأصول) خلال الفترة يتراوح بين (4.35 ، 7.86 تقريباً) وبمتوسط قدره (5.92 تقريباً) وانحراف معياري قدره (0.70577 تقريباً)، وفيما يتعلق بعمر المنشأة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي للفترة من تاريخ التأسيس حتى

سنة التقرير المالي) خلال الفترة يتراوح بين (0.5 ، 2.22 تقريباً) بمتوسط (1.49 تقريباً) وانحراف معياري قدره (0.25617 تقريباً)، كما تظهر الإحصاءات الوصفية أن نسبة السيولة تتراوح بين (0.13 ، 210.3) بمتوسط قدره (3.74) وانحراف معياري قدره (11.8672 تقريباً)، أما نسبة السيولة السريعة فتراوحت بين (0.02 ، 113.15) بمتوسط قدره (1.57 تقريباً) وانحراف معياري قدره (4.7024 تقريباً).

- نلاحظ وجود تفاوت ملحوظ في معظم قيم متغيرات الدراسة، كما أن هناك تفاوت واضح في معظم هذه القيم خلال المراحل المختلفة من دورة حياة المنشأة، وهذا يُعد مؤشراً قوياً لدراستها على مستوى العينة ككل أو بشكل منفصل خلال المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة، وذلك لاستخلاص النتائج المرتبطة بها وتوضيح التأثيرات المحتملة على العلاقة بين المتغيرات خلال هذه المراحل.

2- تحليل الانحدار:

لاستخدام نموذج الانحدار المتعدد يلزم الأمر التحقق من توافر مجموعة من الافتراضات حتى يمكننا الاعتماد على نتائج النموذج، ويمكن توضيحها كما يلي:

أ - الازدواج الخطي (Multi-collinearity):

من افتراضات نموذج الانحدار عدم وجود ازدواج خطي، حيث تنشأ مشكلة الازدواج الخطي في حالة وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار، وللتأكد من عدم وجود هذه المشكلة، فقد تم قياس معامل تضخم التباين "VIF" Variance Inflation Factor، واتضح أن كل قيم معامل التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الانحدار المقدره أقل من المعدل المطلوب، حيث لم تتخطى الـ 10 فقد بلغت أقصى قيمة له (6.623)، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي عند تقدير معاملات نموذج الانحدار.

ب- الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation):

من افتراضات نموذج الانحدار عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء، حيث تنشأ هذه المشكلة نتيجة وجود ارتباط بين القيم المتتالية لأخطاء نموذج الانحدار، حيث يجب أن يكون الخطأ في مشاهدة معينة مستقلاً عن الخطأ في المشاهدات الأخرى، وللتحقق من وجود استقلال بين الأخطاء فقد تم إجراء اختبار دربن- واطسون (Durbin – Watson) وتبين أن المعامل يتراوح بين (0.796، 1.904) لنماذج الانحدار المستخدمة، مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

ج- عدم ثبات التباينات (Heteroscedasticity):

من افتراضات نموذج الانحدار ثبات تباينات الأخطاء (البواقي)، حيث تنشأ هذه المشكلة عند عدم ثبات تباينات الأخطاء الخاصة بقيم المتغير التابع في نماذج الانحدار المقدره وتتغير بتغير قيم المتغيرات المستقلة، ولتحقق

من عدم وجود تلك المشكلة، فقد تم استخدام معامل ارتباط (سبيرمان) بين القيم المطلقة لبواقي نموذج الانحدار والقيم المتوقعة للمتغير التابع، وقد تبين أنها غير دالة إحصائياً.

د- اعتدالية البيانات (Normality):

من افتراضات نموذج الانحدار اعتدالية البيانات، وللتحقق من ذلك تم إجراء اختبار (Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilk) لدراسة مدى اعتدالية البيانات، ويلاحظ أن $\text{Sig.} > 0.05$ أي قبول الفرض العدم، وهذا يعني أن الفرق بين التكرارات المشاهدة والمتوقعة لقيم المتغير التابع تأخذ شكل منحى التوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5% (جدول رقم 11).

جدول رقم (11) اختبار اعتدالية البيانات Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
معدل العائد على الأصول	.151	791	.168	.866	791	.185
معدل العائد على حقوق الملكية	.162	791	.159	.877	791	.183

ولدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، قد تم إجراء التحليل الإحصائي للبيانات بالاعتماد على برنامج الحقيبة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS Ver.16)، وفيما نستعرض نتائج التحليل الإحصائي للنماذج المستخدمة لاختبار فرضيات الدراسة:

جدول رقم (12) معاملات الانحدار المتعدد عند دراسة أثر رأس المال العامل على معدل العائد على الأصول

المتغيرات المفسرة	معاملات (الانحدار (B)	قيمة (t)	مستوي الدلالة Sig.	معامل التضخم VIF
متوسط فترة البيع	-0.002663	-2.415	0.013	1.123
متوسط فترة التحصيل	-0.000145	-6.15	0.000	1.038
متوسط فترة السداد	-0.0002341	-9.566	0.000	4.164
دورة تحول النقدية	-0.03434	-15.246	0.000	1.201
حجم الشركة	2.867	2.992	0.003	1.039
الرافعة المالية	-0.019	-10.185	0.000	1.036
عمر المنشأة	-0.083	-2.207	0.028	1.057
نسبة السيولة	-0.038	-1.510	0.0131	1.252
نسبة السيولة السريعة	0.015	1.515	0.130	1.189
معامل التحديد $(R^2) = 0.241$	$R^2 = 0.232$ المعدلة			
قيمة F المحسوبة = 14.192	دلالة $F = 0.000$			
ن (حجم العينة) = 791	قيمة اختبار (Durbin - Watson) = 0.796			

جدول رقم (13) نتائج تحليل انحدار معدل العائد على الأصول على رأس المال العامل خلال مراحل دورة حياة المنشأة

مرحلة النضج				مرحلة النمو				مرحلة البدء				المتغيرات المفسرة
معامل التضخم VIF	معنوية معاملات الانحدار		معاملات الانحدار B	معامل التضخم VIF	معنوية معاملات الانحدار		معاملات الانحدار B	معامل التضخم VIF	معنوية معاملات الانحدار		معاملات الانحدار B	
	الدلالة Sig	قيمة (t)			الدلالة Sig	قيمة (t)			الدلالة Sig	قيمة (t)		
2.058	0.632	0.481	-0.176	1.144	0.000	7.673	-0.131	1.171	0.00	-0.106	-0.126	متوسط فترة البيع
1.124	0.313	-1.013	-0.089	4.943	0.000	0.806	-0.16	4.071	0.00	-0.416	-0.029	متوسط فترة التحصيل
2.044	0.393	-0.859	-0.0431	3.207	0.000	0.584	-0.0841	1.165	0.008	-2.742	-0.0235	متوسط فترة السداد
1.158	0.0114	-2.49	-0.018	1.943	0.0001	-4.28	-0.952	4.016	0.00	-5.14	-0.498	دورة تحول النقدية
1.168	0.427	0.798	.016	1.532	0.00	0.901	0.010	1.120	0.001	0.091	0.001	حجم الشركة
1.434	0.001	-3.399	-0.156	1.093	0.682	-0.411	-0.016	1.144	0.000	-7.673	-0.123	لرافعة المالية
1.177	0.268	-1.113	-0.049	1.097	0.839	-0.204	-0.006	1.167	0.942	0.073	0.004	عمر المنشأة
4.002	0.280	-1.087	-0.022	1.930	0.052	1.962	0.023	1.150	0.608	-0.515	0.100	نسبة السيولة
4.023	0.290	1.064	0.022	1.593	0.081	-1.762	-0.023	1.196	0.624	-0.492	-0.003	نسبة السيولة السريعة
0.171				0.228				0.508				معامل التحديد (R ²)
0.151				0.246				0.452				R ² المعدلة
3.458				7.176				9.071				قيمة F المحسوبة
0.001				0.000				0.000				دلالة F
1.629				1.512				1.848				قيمة اختبار (Durbin - Watson)
370				123				89				n (حجم العينة)

جدول رقم (14) نتائج تحليل انحدار معدل العائد على الأصول على رأس المال العامل خلال مراحل دورة حياة المنشأة

مرحلة الأضمحلال				مرحلة التذبذب				المتغيرات المفسرة			
معامل التضخم VIF	معنوية معاملات الانحدار		معاملات الانحدار B	معامل التضخم VIF	معنوية معاملات الانحدار		معاملات الانحدار B				
	الدلالة Sig	قيمة (t)			الدلالة Sig	قيمة (t)					
4.946	0.00	-0.544	-0.199	1.696	0.287	-1.066	-0.025	متوسط فترة البيع			
1.219	0.00	-0.512	-0.278	4.335	0.859	-1.177	-0.009	متوسط فترة التحصيل			
3.942	0.00	0.493	-.136	4.098	0.316	-1.005	-0.008	متوسط فترة السداد			
1.888	0.0018	-3.4	-0.798	4.756	0.315	-0.63	-0.097	دورة تحول النقدية			
1.273	0.00	1.49	0.046	1.099	0.00	1.420	0.013	حجم الشركة			
1.196	0.030	-2.20	-0.037	1.132	0.000	-3.664	-0.063	الرافعة المالية			
1.442	0.002	-3.24	-0.241	1.043	0.419	-0.809	-0.018	عمر المنشأة			
1.508	0.149	-1.45	-0.001	4.653	0.753	-0.315	-0.002	نسبة السيولة			
1.053	0.400	0.846	0.004	4.409	0.354	0.929	0.006	نسبة السيولة السريعة			
0.205				0.171				معامل التحديد (R ²)			
0.126				0.151				R ² المعدلة			

2.603	3.458	قيمة F المحسوبة
0.001	0.001	دلالة F
1.525	1.629	قيمة اختبار (Durbin – Watson)
101	370	ن (حجم العينة)

جدول رقم (15) معاملات الانحدار المتعدد عند دراسة أثر رأس المال العامل على معدل العائد على حقوق الملكية

المتغيرات المفسرة	معاملات	قيمة (t)	مستوي الدلالة	معامل التضخم
متوسط فترة البيع	-0.008035	-11.8581	0.000	6.623
متوسط فترة التحصيل	-0.000918	-7.41600	0.000	4.238
متوسط فترة السداد	-0.002160	-1053545	0.000	4.164
دورة تحول النقدية	-0.013053	-16.3315	0.000	4.201
حجم الشركة	0.488146	7.68358	0.000	1.039
الرافعة المالية	0.023	1.009	0.000	1.036
عمر المنشأة	0.015	2.482	0.007	1.057
نسبة السيولة	0.008	3.1300	0.791	1.252
نسبة السيولة السريعة	0.000	-1.660	0.551	1.189
معامل التحديد (R ²) = 0.291	R ² المعدلة = 0.289			
قيمة F المحسوبة = 2.239	دلالة F = 0.000			
ن (حجم العينة) = 791	قيمة اختبار (Durbin – Watson) = 1.440			

جدول رقم (16) نتائج تحليل انحدار معدل العائد على حقوق الملكية على رأس المال العامل خلال مراحل دورة حياة المنشأة

المتغيرات المفسرة	مرحلة البدء				مرحلة النمو				مرحلة التذبذب			
	معاملات الانحدار		قيمة (B)	معامل التضخم VIF	معاملات الانحدار		قيمة (B)	معامل التضخم VIF	معاملات الانحدار		قيمة B	معامل التضخم VIF
	الدلالة Sig	قيمة (t)			الدلالة Sig	قيمة (t)			الدلالة Sig	قيمة (t)		
متوسط فترة البيع	0.928	-0.091	-0.337	1.171	0.00	0.335	-0.199	1.942	0.709	-0.374	-	
متوسط فترة التحصيل	0.319	-1.002	-0.314	4.071	0.001	0.431	-0.089	4.943	0.691	-0.398	0.055	
متوسط فترة السداد	0.690	-0.401	-0.403	1.165	0.00	0.122	-0.020	3.207	0.495	-0.685	0.095	
دورة تحول النقدية	0.389	-0.867	-0.489	4.016	0.00	-0.181	-0.044	5.045	0.21	-0.685	-0.195	
حجم الشركة	0.995	0.006	0.012	1.120	0.482	0.705	0.081	1.532	0.259	1.135	0.117	
الرافعة المالية	0.025	2.279	0.105	1.144	0.562	0.581	0.068	1.593	0.114	-1.597	-	
عمر المنشأة	0.126	1.546	0.219	1.167	0.832	0.213	0.021	1.097	0.104	-1.640	-	
نسبة السيولة	0.637	0.474	0.001	1.150	0.265	1.121	0.495	2.711	0.547	-0.604	1.221	
نسبة السيولة السريعة	0.886	-0.144	-0.002	1.196	0.347	-0.943	0.398	2.736	0.553	0.595	1.193	
معامل التحديد (R ²)	0.314				0.148				0.323			
R ² المعدلة	0.352				0.186				0.372			

1.438	2.296	2.963	قيمة F المحسوبة
0.090	0.001	0.477	دلالة F
1.793	1.904	1.609	قيمة اختبار (Durbin – Watson)
108	123	89	ن (حجم العينة)

جدول رقم (17) نتائج تحليل انحدار معدل العائد على حقوق الملكية على رأس المال العامل خلال مراحل دورة حياة المنشأة

مرحلة الاضمحلال				مرحلة التذبذب				المتغيرات المفسرة
معامل التضخم VIF	مغنوية معاملات الانحدار		معامل التضخم VIF	مغنوية معاملات الانحدار		معامل الانحدار B		
	الدلالة Sig	قيمة (t)		الدلالة Sig	قيمة (t)			
1.219	0.00	-0.400	-0.425	1.499	0.00	-0.365	-0.021	متوسط فترة البيع
3.942	0.00	-0.368	-2.329	5.335	0.207	-1.264	-0.178	متوسط فترة التحصيل
1.888	0.00	-0.343	-1.503	4.098	0.205	-1.269	-0.134	متوسط فترة السداد
4.946	0.001	-0.350	-2.483	4.756	0.423	-0.803	-0.091	دورة تحول النقدية
1.273	0.548	0.603	0.069	1.099	0.109	1.607	0.088	حجم الشركة
1.196	0.139	1.493	0.164	1.132	0.697	0.389	0.022	الرافعة المالية
1.442	0.091	-1.708	-0.207	1.043	0.381	-0.877	-0.047	عمر المنشأة
1.508	0.339	-0.961	-0.119	5.653	0.545	-0.606	-0.087	نسبة السيولة
1.053	0.559	0.587	0.061	5.409	0.450	0.756	0.107	نسبة السيولة السريعة
0.276				0.147				معامل التحديد (R ²)
0.289				0.191				R ² المعدلة
1.831				1.998				قيمة F المحسوبة
0.000				0.001				دلالة F
1.863				1.039				قيمة اختبار (Durbin – Watson)
101				370				ن (حجم العينة)

3- مناقشة نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

يمكن مناقشة نتائج اختبار الفرضيات من خلال نتائج نماذج الانحدار المستخدمة كما يلي:

❖ مناقشة نتائج نموذج الانحدار الأول والخاص بالفرض الفرعي ف1 (A) والمتعلق بقياس العلاقة بين

مؤشرات رأس المال العامل والربحية مقاسة بمعدل العائد على الأصول وكذا الفرض الفرعي

ف2 (A) والخاص بقياس تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل ومعدل

العائد على الأصول:

أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الأول والموضحة بالجدول رقم (12) والخاص باختبار

العلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول)، وكذا شكل هذه العلاقة خلال

المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة ما يلي:

فيما يتعلق بالعلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول)، فقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج (0.232)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر (23.2%) من التغير في المتغير التابع، وتعتبر هذه النسبة جيدة نظرًا لكثرة وتعدد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على الربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول).

هذا بالإضافة إلى معنوية نموذج الانحدار ككل بدرجة عالية باستخدام اختبار (F - Test) حيث تبلغ دلالة F (0.00) وذلك عند مستوي معنوية (5%)، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين المتغيرات المستخدمة لقياس رأس المال العامل (متوسط فترة البيع، ومتوسط فترة التحصيل، ومتوسط فترة السداد، ودورة تحول النقدية) والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول).

ويمكن تفسير هذه النتيجة كما يلي:

بالنسبة لدورة تحول النقدية هذه النتيجة تعني أنه كلما كان طول دورة تحول النقدية كبيرًا كلما قلت الربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول) والعكس صحيح، وهذا بالطبع يرتبط بقدرة إدارة الشركة على استخدام استراتيجيات إدارة رأس المال العامل، بما يؤدي إلى التعامل بكفاءة مع دورة تحول النقدية حتى يكون العائد من الاستثمار في رأس المال العامل يفوق تكاليفه، وقد اتفقت هذه النتيجة مع الكثير من الدراسات السابقة مثل (Shah, 2016; Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2021; Aldubhani et al., 2022)

بالنسبة لمتوسط فترة التحصيل هذه النتيجة تعني أنه يمكن زيادة الربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول) من خلال تقليص فترة تحصيل المديونيات الخاصة بالعملاء، حيث كلما كان هناك تحصيل أسرع فيمكن إعادة استثمار هذه المتحصلات في المخزون، مما قد يؤدي إلى ارتفاع في المبيعات الذي من الممكن أن يكون سببًا في زيادة الربح. بالنسبة لمتوسط فترة البيع ومتوسط فترة السداد تعني هذه النتيجة ان الشركات تستطيع زيادة ربحيتها مقاسة بمعدل العائد على الأصول إذا قامت بتقليص متوسط فترة السداد وفترة البيع، بما يؤدي إلى زيادة المبيعات وزيادة معدل دوران المخزون.

وبالنسبة للمتغيرات الضابطة تظهر نتائج الانحدار وجود علاقة معنوية موجبة بين (حجم الشركة والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول)، كما توجد علاقة معنوية سالبة بين الرافعة المالية والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول)، كما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين عمر المنشأة ونسبة السيولة ونسبة السيولة السريعة والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول).

ولدراسة تأثير المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول)، قاما الباحثان بتقسيم العينة إلى خمس عينات فرعية حسب المشاهدات الخاصة بكل مرحلة من مراحل دورة الحياة كما هو موضح بالجدول رقم (5)، وتم اجراء تحليل الانحدار المتعدد لكل مرحلة على حدة، وقد اسفرت نتائج هذه النماذج والموضحة بالجدول أرقام (من 13 وحتى 14) عن أن القوة التفسيرية والمعنوية لهذه النماذج كانت كما يلي:

جدول رقم (18) ملخص نتائج تأثير مراحل دورة الحياة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول)

المرحلة	مرحلة البدء	مرحلة النمو	مرحلة التذبذب	مرحلة النضج	مرحلة الاضمحلال
القوة التفسيرية للنموذج	0.452	0.246	0.151	0.172	0.126
نسبة التفسير	%45.2	%24.6	%15.1	%17.2	%12.6
المعنوية بدلالة F	0.000	0.000	0.001	0.001	0.001

وقد اشارت النتائج إلى ما يلي:

أن العلاقة بين المتغيرات المستخدمة لقياس رأس المال العامل (متوسط فترة البيع، ومتوسط فترة التحصيل، ومتوسط فترة السداد، و دورة تحول النقدية) والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول) قد تباينت من مرحلة إلى أخرى، حيث نجد أن العلاقة في النموذج الأول (العلاقة بالنسبة للعينة ككل) كانت علاقة سالبة معنوية، ولكنها أصبحت علاقة سلبية أكثر قوة ووضوح في مراحل (البدء، والنمو، والاضمحلال)، في حين لا توجد علاقة معنوية في مرحلتي (التذبذب، والنضج)، كما ان العلاقة بين المتغيرات الضابطة والربحية مقاسة بمعدل العائد على الأصول) أيضاً حدث بها تفاوت واضح من مرحلة إلى الأخرى، مما قد يوحي بأن مراحل دورة حياة المنشأة من الممكن أن تلعب دور المتغير المعدل أو المنظم للعلاقة بين المتغيرين، وعلى ذلك يمكن قبول الفرض الفرعي **ف1(A)**، الفرض الفرعي **ف2(A)**.

❖ مناقشة نتائج نموذج الانحدار الثاني والخاص بالفرض الفرعي ف1(B) والمتعلق بقياس العلاقة بين مؤشرات رأس المال العامل والربحية مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية وكذا الفرض الفرعي ف2(B) والخاص بقياس تأثير مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل ومعدل العائد حقوق الملكية:

أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الثاني والموضحة بالجدول رقم (15) والخاص باختبار العلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية) وكذا شكل هذه العلاقة خلال المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة ما يلي:

فيما يتعلق بالعلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية)، فقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج (0.289) مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر (28.9%) من التغير في المتغير التابع، وتعتبر هذه النسبة جيدة نظرًا لكثرة وتعدد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على الربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية).

هذا بالإضافة إلى معنوية نموذج الانحدار ككل بدرجة عالية باستخدام اختبار (F - Test) حيث تبلغ دلالة $F(0.00)$ وذلك عند مستوي معنوية (5%)، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين المتغيرات المستخدمة لقياس رأس المال العامل (متوسط فترة البيع، ومتوسط فترة التحصيل، ومتوسط فترة السداد، ودورة تحول النقدية) والربحية (مقاسة بمعدل العائد على الأصول).

ويمكن تفسير هذه النتيجة كما يلي:

بالنسبة لدورة تحول النقدية هذه النتيجة تعني أنه كلما كان طول دورة تحول النقدية كبيرًا كلما قلت الربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق) والعكس صحيح.

وبالنسبة لمتوسط فترة التحصيل هذه النتيجة تعني أنه يمكن زيادة الربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية) من خلال تقليص فترة تحصيل المديونيات الخاصة بالعملاء حيث كلما كان هناك تحصيل أسرع فيمكن إعادة استثمار هذه المتحصلات في المخزون مما قد يؤدي إلى ارتفاع في المبيعات الذي من الممكن أن يكون سببًا في زيادة الربح.

بالنسبة لمتوسط فترة البيع ومتوسط فترة السداد تعني هذه النتيجة ان الشركات تستطيع زيادة ربحيتها مقاسة بمعدل العائد على الأصول إذا قامت بتقليص متوسط فترة السداد وفترة البيع بما يؤدي إلى زيادة المبيعات وزيادة معدل دوران المخزون. ويمكن هنا تسجيل ملمح قد يكون ملمحًا ذا دلالة وهو أنه وإن كانت العلاقة هنا علاقة معنوية سالبة إلا أنها أقل قوة من تلك العلاقة المعنوية السالبة والمسجلة عند استخدام معدل العائد على الأصول كمقياس للربحية ويمكن أن يعزى هذا إلى تأثير الرافعة المالية في هذا الخصوص.

وبالنسبة للمتغيرات الضابطة تظهر نتائج الانحدار وجود علاقة معنوية موجبة بين (حجم الشركة، الرافعة المالية وعمر المنشأة) والربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية)، كما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين (نسبة السيولة، نسبة السيولة السريعة) والربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية).

ولدراسة تأثير المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية)، قاما الباحثان بتقسيم العينة إلى خمس عينات فرعية حسب المشاهدات الخاصة بكل مرحلة من مراحل دورة الحياة كما هو موضح في الجدول رقم (5)، وتم إجراء تحليل الانحدار المتعدد لكل مرحلة على حدة، وقد أسفرت نتائج هذه النماذج والموضحة بالجدول أرقام (16، 17) عن أن القوة التفسيرية والمعنوية لهذه النماذج كانت كما يلي:

جدول رقم (19) ملخص نتائج تأثير مراحل دورة الحياة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية)

المرحلة	مرحلة البدء	مرحلة النمو	مرحلة التذبذب	مرحلة النضج	مرحلة الاضمحلال
القوة التفسيرية للنموذج	0.314	0.148	0.147	0.323	0.276
نسبة التفسير	%31.4	%14.8	%14.7	%32.3	%27.6
المعنوية بدلالة F	0.477	0.001	0.001	0.090	0.000

وقد اشارات النتائج إلى ما يلي:

أن العلاقة بين المتغيرات المستخدمة لقياس رأس المال العامل (متوسط فترة البيع، ومتوسط فترة التحصيل، ومتوسط فترة السداد، و دورة تحول النقدية) و الربحية (مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية) قد تباينت من مرحلة إلى أخرى حيث نجد أن العلاقة في النموذج الأول (العلاقة بالنسبة للعينة ككل) كانت علاقة سالبة معنوية ولكنها تغيرت حيث لا توجد علاقة معنوية في مرحلة البدء كما أن النموذج ككل في هذه المرحلة كان غير معنوي ويمكن أن يعزى ذلك إلى صغر حجم العينة، ثم تحولت إلى علاقة سلبية أكثر قوة ووضوح في مراحل (النمو، والاضمحلال) أما في مرحلة التذبذب كانت العلاقة غير معنوية إلا فيما يتعلق بمتوسط فترة البيع فقد كانت علاقة معنوية سالبة قوية كما أنه لا توجد علاقة معنوية في مرحلة (النضج)، وفيما يتعلق بالعلاقة بين المتغيرات الضابطة والربحية مقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية أيضاً حدث بها تفاوت واضح من مرحلة إلى الأخرى مما قد يوحي بأن مراحل دورة حياة المنشأة من الممكن أن تلعب دور المتغير المعدل أو المنظم للعلاقة بين المتغيرين وعلى ذلك يمكن قبول الفرض الفرعي **ف1(B)**، الفرض الفرعي **ف2(B)**.

القسم الرابع: خلاصة الدراسة والأفكار البحثية المستقبلية:

خلاصة البحث:

نظرًا لأن الجهود البحثية الخاصة بدراسة العلاقة بين "رأس المال العامل والربحية المنشأة" تعد جهودًا مختلطة حيث كانت نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن نتائج متباينة ومتعارضة، مما يؤدي إلى وجود فجوة بحثية توفر فرصة لاكتشاف هذه العلاقة خاصة في البيئة المصرية، كما أنها توفر فرصة أخرى للتوصل إلى أحد الأسباب التي قد تفسر اختلاف نتائج الدراسات السابقة وهو وجود تأثير لبعض المتغيرات المعدلة أو المنظمة لهذه العلاقة، وقد اقترح الباحثان متغير "دورة حياة المنشأة" حيث أن المراحل المختلفة لدورة حياة المنشأة يمكن أن يكون لها ذلك التأثير المعدل أو المنظم للعلاقة بين متغيرات الدراسة، لذلك هدف البحث الحالي بشقيه النظري والاختباري إلى تحقيق هذه الغاية. وقد استخدم الباحثان نماذج الانحدار في اختبار فرضيات الدراسة، هذا وتوفر الدراسة دليلًا اختبريًا يمكن تلخيصه في الجدول التالي:

جدول رقم (20) ملخص نتائج اختبار فرضيات الدراسة

النتيجة	صيغة الفرض	الفرض
<u>قبول</u>	<u>توجد علاقة بين رأس المال العامل والربحية</u>	<u>ف1</u>
قبول	توجد بين رأس المال العامل ومعدل العائد على الأصول	ف1(A)
قبول	توجد بين رأس المال العامل ومعدل العائد على حقوق الملكية	ف1(B)
<u>قبول</u>	<u>تؤثر مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل والربحية</u>	<u>ف2</u>
قبول	تؤثر مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل ومعدل العائد على الأصول.	ف2(A)
قبول	تؤثر مراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين رأس المال العامل ومعدل العائد على حقوق الملكية.	ف2(B)

الأفكار البحثية المستقبلية:

- هناك عدة مجالات يمكن أن تكون أساسًا لأبحاث في المستقبل ومنها ما يلي:
- يمكن إجراء نفس الدراسة باستخدام مقاييس أخرى للربحية مثل معدل العائد التشغيلي.
 - يمكن إجراء دراسة للعلاقة بين كفاءة رأس المال العامل وقيمة المنشأة.
 - يمكن استخدام متغيرات أخرى قد تلعب دور المتغير المنظم مثل حوكمة الشركات.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- الربيعي، حاكم محسن محمد & الجرجري، زهراء جار الله حمو، (2016) "سياسات الاستثمار في رأس المال العامل و أثرها في العائد و المخاطرة: دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي للفترة من 2006 إلى 2013"، *المجلة العراقية للعلوم الإدارية*، جامعة كربلاء كلية الإدارة و الاقتصاد، المجلد (12)، العدد (48)، ص. ص 138 - 168.
- الزبيدي، حمزة & سلامة، حسين، (2012) "العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية دراسة تحليلية عن الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة 2004-2007"، *مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة*، المجلد (26)، العدد (2)، ص. ص 237 - 296.
- العواملة، عبد الله سعد، (2017) "أثر دورة حياة المنشأة على سياسة توزيع الأرباح دراسة ميدانية على شركات التأمين الأردنية المساهمة العامة"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية الدراسات العليا، جامعة الزرقاء.
- برححي، أيمن، (2020) "دور كفاءة إدارة رأس المال العامل في تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الحياة للصناعات الدوائية عمان-الأردن خلال الفترة 2014-2018"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- بوساحة، فائزة & يحيوي، نعيمة محمد، (2020) "سياسات إدارة رأس المال العامل والربحية: دليل من شركات قطاع التعدين المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2018)"، *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد (14)، العدد (2)، ص. ص 471 - 490.
- حداد، فتيحة & قاجة، أحلام، (2020) "دور إدارة رأس المال العامل في تحسين الأداء المالي للمؤسسة: دراسة حالة مؤسسة عياشي سعيد لإنتاج البلاط - جيجل"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، الجزائر.
- حسين، علاء علي أحمد، (2020) "تأثير الخصائص المحاسبية لمراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين كثافة الإنفاق على البحث والتطوير وتقلبات عوائد الأسهم: دليل تطبيقي من الشركات غير المالية المتداول أسهمها ضمن مؤشر EGX 100"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (24)، العدد (2)، يوليو، ص. ص 942 - 994.
- حسين، علي ابراهيم، (2017) "التكامل بين بطاقة الأداء المتوازن ودورة حياة المنشأة لتحقيق استدامة منشآت الاعمال: دراسة تطبيقية"، *رسالة دكتوراه غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة المنصورة.
- راضي، حمد عبد الحسين، (2009) "العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات: دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية للمدة 1995 - 2002"، *مجلة الفاسية للعلوم الإدارية والاقتصادية*، المجلد (11)، العدد (4)، ص. ص 8 - 37.

- ربابعة، موفق، (2013) "إدارة رأس المال العامل وآثارها على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية السعودية المساهمة العامة خلال الفترة 2000-201"، **مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية**، المجلد (7)، العدد (1)، ص. ص 1 - 29.
- زلط، علاء عاشور عبدالله، (2020)، "أثر دورة حياة الشركة في تفسير العلاقة بين تنوع هيكل الملكية وهيكل رأس المال بالتطبيق على قطاع العقارات بالبورصة المصرية"، **المجلة العلمية للدراسات المحاسبية**، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد (2)، العدد (3)، ديسمبر، ص. ص 231 - 310.
- طويرش، عبد الله عويد مفلح، (2018)، "رأس المال العامل وأثره على الربحية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية"، **المجلة العربية للإدارة**، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، المجلد (38)، العدد (2)، يونيو، ص. ص 89 - 106.
- عساف، نافع، (2022) "أثر رأس المال العامل على ربحية الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين"، **مجلة جامعة فلسطين التقنية للأبحاث**، المجلد (10)، العدد (1)، ص. ص 1 - 10.
- قاسم، عدنان سالم & قاسم، فاطمة محمد، (2021) "أثر كفاءة إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات: دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2009-2018"، **مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية**، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق، المجلد (17)، العدد (53)، ص. ص 79 - 92.
- محمود، إدريس فرج إدريس، (2019) "دراسة العوامل المؤثرة على كفاءة إدارة رأس المال العامل في الشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من العام 2012 حتى العام 2017"، **المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية (JCES)**، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد (4)، العدد (2)، ديسمبر، ص. ص 762 - 785.
- مسعود، سناء ماهر محمدي، (2021) " أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، **مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية**، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (5)، العدد (2)، مايو، ص. ص 321 - 379.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- Agha, H. (2014). Impact of Working Capital Management on Profitability, *European Scientific Journal*, 10(1), pp. 374-381.
- Agyemang, J. K., Yensu, J., & Otchere, M. I. O. (2019). The Impact of Working Capital Management on Profitability of Global Haulage Company, Ghana, *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 12(4), pp. 1-17.
- Ahmad, M., Bashir, R., & Waqas, H. (2022). Working Capital Management and Firm Performance: Are Their Effects Same in Covid 19 Compared to Financial Crisis 2008? *Cogent Econ Finance*, 10 (1), pp. 1-18.
- Akbar, A., Akbar, M., Nazir, M., Poulouva, P., & Ray, S. (2021). Does Working Capital Management Influence Operating and Market Risk of Firms?, *Risks*, 9(11), pp. 1-20.
- Akbar, A., Jiang, X., & Akbar, M. (2022). Do Working Capital Management Practices Influence Investment and Financing Patterns of Firms?. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(1), pp. 91-109.
- Aktas, N., Croci, E. & Petmezas, D. (2015). Is Working Capital Management Value-Enhancing? Evidence from Firm Performance and Investments, *Journal of Corporate Finance*, pp. 98-113.
- Aldubhani, M. A., Wang, J., Gong, T., & Maudhah, R. A. (2022). Impact of Working Capital Management on Profitability: Evidence from Listed Companies in Qatar, *Journal of Money and Business*, 2(1), pp. 70-81.
- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., & Habib, A. (2016). Risk Committee, Firm Life Cycle, and Market Risk Disclosures, *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), pp. 145-170.
- Almarazi, A. A. (2014). The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: Evidence from Saudi Cement Companies, *British Journal of Economics, Management & Trade*, 4(1), pp. 146-157.
- Amponsah-Kwatiah, K., & Asiamah, M. (2021). Working Capital Management and Profitability of Listed Manufacturing Firms in Ghana, *International journal of productivity and performance management*, 70(7), pp. 1751-1771.

- Anton, S. G., & Nucu, A. E. A. (2020). The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from the Polish Listed Firms, *Journal of risk and financial management*, 14(9), pp. 1-14.
- Bagherian, J. M., & Afsari, N. (2014). An Investigation the Role of Life Cycle on the Relationship Between Networking Capital Policies and Performance, *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, Vol. 4 (S1), April- June, pp. 1844- 1856, Available at: <http://www.cibtech.org/sp.ed/jls/2014/01/jls.htm>
- Chang, S. C., Chiu, S. C., & Wu, P. C. (2017). The impact of Business Life Cycle and Performance Discrepancy on R&D Expenditures-Evidence from Taiwan, *Accounting and Finance Research*, 6(3), pp. 135-146.
- Chatterjee, S. (2012). The Impact of Working Capital Management on the Profitability: Evidence from the Indian Firms, Available at Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=2125228>
- Costa, W. B. D., Macedo, M. A. D. S., Yokoyama, K. Y., & Almeida, J. E. F. D. (2017). The Determinants of the Life Cycle Stages of Brazilian Public Companies: A Study Based on Financial-Accounting Variables, *BBR. Brazilian Business Review*, 14(3), pp. 304-320.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of the Life-Cycle Theory, *Journal of Financial economics*, 81(2), pp. 227-254.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30 No 3 & 4, pp. 573 - 587.
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle, *The Accounting Review*, 86(6), pp. 1969-1994.
- Drobetz, W., Halling, M., & Schröder, H. (2015). Corporate Life-Cycle Dynamics of Cash Holdings, *Swedish House of Finance Research Paper No. 15-07, 28th Australasian Finance and Banking Conference*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2578315>
- Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2014). The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland, *Research in International Business and finance*, Vol. 32, pp. 36-49.
- Ernst, and Young. 2015. *All Tied Up: Working Capital Management Report*.

- Etemadi, H. & Mougouie, F. R. (2015). Firm's Life Cycle and Ohlson Valuation Model: Evidence from Iran, *Asian Economic and Financial Review*, 5(4), pp. 641-652.
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2016). Do Corporate Policies Follow a Life-Cycle?. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 69, pp. 95-107.
- Habib, A., Bhuiyan, M. B. U., & Hasan, M. M. (2018). Firm Life Cycle and Advisory Directors, *Australian Journal of Management*, 43(4), pp. 575-592.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Corporate Life Cycle Research in Accounting, Finance and Corporate Governance: A Survey, and Directions for Future Research, *International Review of Financial Analysis*, 61, pp. 188-201.
- Hasan, M. M. & Cheung, A. (2018). Organization Capital and Firm Life Cycle, *Journal of Corporate Finance*, Vol.48, pp. 556-578.
- Hasan, M. M., Hossain, M., Cheung, A., & Habib, A. (2015). Corporate Life Cycle and Cost of Equity Capital, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(1), pp. 46-60.
- Högerle, B., Charifzadeh, M., Ferencz, M., & Kostin, K. B. (2020). The Development of Working Capital Management and Its Impact on Profitability and Shareholder Value: Evidence from Germany, *Strategic management*, 25(2), pp. 27-39.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States, *Business and Economics Journal*, 2010(1), pp. 1-9.
- Gitman, L. J. & Zutter, C. J. (2015). Principles of Managerial Finance, 14th Edition, Boston, Pearson.
- Gomes, D. F. N. (2013). How Does Working Capital Management Affect Firms' Profitability? Evidence from Portugal, **Doctoral dissertation**, Universidade de Lisboa, School of Economics & Management, Portugal.
- Gonçalves, T., Gaio, C., & Robles, F. (2018). The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Economic Cycles: Evidence from the United Kingdom, *Economics and Business Letters*, 7(2), pp. 70-75.
- Gul, S., Khan, M. B., Rehman, S. U., & Khan, M. T. (2013). Working Capital Management and Performance of SME Sector, *European Journal of Business and Management*, 5(1), pp. 60-69.

- Kayani, U. N., De Silva, T. A., & Gan, C. (2019). A Systematic Literature Review on Working Capital Management - an Identification of New Avenues, **Qualitative Research in Financial Markets**, 11(3), pp. 352-366.
- Krishnan, G. V., Myllymäki, E. R., & Nagar, N. (2018). Does Financial Reporting Quality Vary Across Firm Life Cycle? Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3233512>
- Lyngstadaas, H. (2020). Packages or systems? Working capital management and financial performance among listed US manufacturing firms, *Journal of Management Control*, 31(4), pp. 403-450.
- Makori, D. M. (2013). Working Capital Management and Firm Profitability: Empirical Evidence from Manufacturing and Construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange, Kenya, *International Journal of Accounting and Taxation*, Vol. 1 No. 1, pp. 1 -14.
- Mielcarz, P., Osiihuk, D., & Wnuczak, P. (2018). Working Capital Management through the Business Cycle: Evidence from the Corporate Sector in Poland, *Contemporary Economics*, 12(2), pp. 223-237.
- Ng, S. H., Chen, Y. E., San Ong, T., & Teh, B. H. (2017). The impact of working capital management on firm's profitability: Evidence from Malaysian listed manufacturing firms, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), pp. 662-670.
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015). Governance and the Corporate Life-Cycle, *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), pp. 23-43.
- Prasad, P., Narayanasamy, S., Paul, S., Chattopadhyay, S., & Saravanan, P. (2019). Review of Literature on Working Capital Management and Future Research Agenda, *Journal of Economic Surveys*, 33(3), 827-861.
- Ren, T., Liu, N., Yang, H., Xiao, Y., & Hu, Y. (2019). Working Capital Management and Firm Performance in China. *Asian Review of Accounting*. 27(4), pp. 546-562
- Sagner, J. (2013). *Essentials of Working Capital Management*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Sarkar, A., & Goswami, S. (2011). Relationship between Working Capital Management and Corporate Performance: An Empirical Analysis, *Asia Pacific Journal of Research in Business Management*, 2(8) pp. 314-328.

- Shah, N. (2016). Impact of Working Capital Management on Firms Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Pakistan, *Journal of Finance & Economics Research*, 1(1), pp. 58-70.
- Singhania, M., & Mehta, P. (2017). Working capital management and firms' profitability: evidence from emerging Asian countries. *South Asian Journal of Business Studies*, 6(1), pp. 80-97.
- Tingbani, I. (2015). Working Capital Management and Profitability of UK Firms: A Contingency Theory Approach, Doctoral dissertation, Bournemouth University.
- Uchenna, A. W., Mary, O. I., & Okelue, U. D. (2012). Effects of Working Capital Management on Profitability: Evidence from the Topfive Beer Brewery Firms in the World, *Asian Economic and Financial Review*, 2(8), pp. 966-982.
- Vijayakumaran, R. (2019). Efficiency of Working Capital Management and Firm Value: Evidence from Chinese Listed Firms, *International Journal of Financial Research*, 10(6), pp. 133-144.
- Vorst, P., & Yohn, T. L. (2018). Life Cycle Models and Forecasting Growth and Profitability, *The Accounting Review*, 93(6), pp. 357-381.
- Wang, Z., Akbar, M., & Akbar, A. (2020). The Interplay Between Working Capital Management and a Firm's Financial Performance across the Corporate Life Cycle, *Sustainability*, 12(4), pp. 1-16.
- Yan, Z., & Zhao, Y. (2010). A New Methodology of Measuring Firm Life-cycle Stages, *International Journal of Economic Perspectives*, 4(4), pp. 579-587.