

أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل
استحقاق الديون وانعكاسه على كفاءة الاستثمار
الرأسمالي - دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة
بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة
بالبورصة المصرية

د/ إيمان محمد السعيد سلامة عبده

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة - جامعة عين شمس

ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار وتحليل أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح و كفاءة الاستثمار الرأسمالي، بالإضافة إلى اختبار وتحليل أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين سيولة الأسهم و كفاءة الاستثمار الرأسمالي للشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة و المتوسطة بالبورصة المصرية.

وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل استحقاق الديون متغير وسيط (وساطة جزئية) في العلاقة بين جودة الأرباح و كفاءة الاستثمار الرأسمالي، وكذلك توصلت الدراسة إلى أن هيكل استحقاق الديون متغير وسيط (وساطة كلية) في العلاقة بين سيولة الأسهم و كفاءة الاستثمار الرأسمالي.

وأوصت الدراسة بضرورة تحسين جودة القوائم المالية وما تتضمنها من أرباح لما لها من أثر في كل من هيكل استحقاق الديون و كفاءة الاستثمار الرأسمالي ، مع محافظة الشركات على سيولة أسهمها لما لها من أثر في هيكل استحقاق الديون ، وبذلك تتمكن الشركات الصغيرة و المتوسطة من الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية وخصوصاً الديون طويلة الأجل.

الكلمات المفتاحية: جودة الأرباح ، سيولة الأسهم ، هيكل استحقاق الديون ، كفاءة الاستثمار الرأسمالي.

The Impact of Earnings quality and Stock Liquidity on Debt Maturity Structure and Its Reflection on The Efficiency of Capital Investment :An Applied Study on Companies Listed in Small and Medium Enterprises (SMEs) Market on The Egyptian Exchange

Abstract

This study aims to test and analyze the impact of Debt Maturity Structure as mediator variable on the relation of Earnings quality and Investment Efficiency, in addition to testing and analyzing the impact of Debt Maturity Structure as mediator variable on the relation of Stock Liquidity and Investment Efficiency of companies listed in small and medium enterprises (SMEs) market on The Egyptian Exchange.

The study found that Debt Maturity Structure is mediator variable (partial mediation) in the relationship of Earnings quality and Investment Efficiency, Besides, the study found that Debt Maturity Structure is mediator variable (Full mediation) in the relationship of Stock Liquidity and Investment Efficiency.

The study recommended the necessity of improving The quality of the financial statements and the Earnings they contain because of their impact on both Debt Maturity Structure and Capital Investment Efficiency, While companies maintain their Stock liquidity, because of their impact on Debt Maturity Structure .Thus, small and medium-sized companies can access external sources of financing, especially long-term debt.

Keywords: Earnings quality, Stock Liquidity, Debt Maturity Structure, Capital Investment Efficiency.

1- مقدمة

تلعب الشركات الصغيرة والمتوسطة دوراً كبيراً وهاماً في التنمية الإقتصادية وفي توفير فرص العمل، ولذلك قامت البورصة المصرية بإنشاء أول سوق في المنطقة للشركات الصغيرة والمتوسطة الذي يتيح امكانيات تمويلية كبيرة للشركات المدرجة به بما يضمن لهذه الشركات النمو والإستمرار، وبما يؤدي إلى توليد فرص عمل جديدة يكون لها أثر إيجابي على الإقتصاد القومي ككل (البورصة المصرية، 2023)، ومن الجدير بالذكر أن الشركات الصغيرة والمتوسطة تواجه العديد من الصعوبات و المشاكل التي تؤثر على الجانب المحاسبي بها، ومن أهم هذه المشاكل محدودية الموارد لديها مقارنة بالشركات الكبيرة (وزارة الاستثمار المصرية، 2008)، والصعوبات التي تواجهها في الحصول على التمويل اللازم لاستثماراتها، وفي جذب ديون جديدة خصوصاً الديون طويلة الأجل، لذلك يعتبر تحديد هيكل استحقاق الديون Debt Maturity Structure المناسب لتلك الشركات من المشاكل الكبيرة التي تواجهها، ويقصد بذلك مزيج التمويل بالديون طويلة و قصيرة الأجل ونسبة كل نوع من نوعي التمويل بالديون الذي تستخدمه الشركة وبالتالي اختيار الأجل الأمثل للديون (Thi Do & Phan, 2022; Permatasari & Nengtyas, 2020; Mohammed & Mubi, 2020)

ويجب تحديد هيكل استحقاق الديون المناسب الذي يتلائم مع طبيعة نشاط كل شركة وطبيعة الصناعة التي تنتمي لها، لأن هيكل استحقاق الديون غير المتوازن يؤثر سلباً في أداء الشركة والتنمية المستدامة لها، كما يؤثر على ربحية الشركة وسيولتها و التدفقات النقدية المستقبلية لها (Phan, 2020)، ولتحقيق هذا الهيكل المتوازن ينبغي على إدارة الشركات الصغيرة والمتوسطة دراسة ومراعاة العوامل التي قد تؤثر في أو تتأثر بهيكل استحقاق الديون.

ومن أهم العوامل التي قد تكون مؤثرة في هيكل استحقاق الديون كل من جودة الأرباح وسيولة الأسهم، حيث تشير جودة الأرباح Earnings Quality إلى قدرة الأرباح الواردة في القوائم المالية على أن تعكس أرباح الشركة الفعلية، بالإضافة إلى التنبؤ بالأرباح المستقبلية مع استقرار واستمرار الأرباح المفصح عنها (Pamungkas et al., 2021; Khanh & Hung, 2020)، وقد يؤثر التغير في جودة الأرباح على هيكل استحقاق الديون حيث يقوم الدائنون بتقييم جودة المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية وخصوصاً المعلومات المتعلقة بجودة أرباح الشركة وذلك عند التعاقد على الديون لتقييم قدرة الشركة على سداد القرض وفوائده، ومن ثم تحديد مخاطر الائتمان التي قد يتعرضون لها، وبالتالي يستطيع الدائنون تحديد مدة الديون التي سوف يتم منحها للشركة أي يتم

المفاضلة بين الديون طويلة الأجل و الديون قصيرة الأجل (Maurice et al., 2020; Rey et al., 2020)، وبالنسبة لسيولة الأسهم Stock liquidity التي يقصد بها القدرة على التعامل مع الأسهم بالبيع أو الشراء وتحويلها إلى نقدية أو بالعكس بسرعة وبتكلفة منخفضة وبأنسب الأسعار المتاحة (Wang, 2022)، قد يؤثر التغيير في تلك السيولة على هيكل استحقاق الديون، لأن سيولة الأسهم تقلل من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمقرضين، كما أن جمع المعلومات عن الشركة وتفسيرها يكون أقل تكلفة على الدائنين، ومن ثم قد يؤثر ذلك على مدة الديون التي سوف يمنحها الدائنون للشركة (Ahangar, 2021; Marks & Shang, 2021).

ومن أهم العوامل أو المتغيرات التي قد تتأثر بهيكل استحقاق الديون كفاءة الاستثمار الرأسمالي، حيث تعزز كفاءة الاستثمار الرأسمالي النمو المستدام للشركة وتساهم في تعظيم ثروة أصحاب المصلحة بها (Ibrahim et al., 2021)، لذلك من الضروري أن تسعى إدارة الشركات لاستخدام مواردها لتحقيق كفاءة الاستثمار وتجنب ظروف عدم الكفاءة في الاستثمار (Herbert & Harto, 2022)، ويقصد بكفاءة الاستثمار الرأسمالي Investment Efficiency إلى عدم وجود فروق بين المستويات الفعلية لإجمالي الاستثمار والمستويات التقديرية لذلك الاستثمار، كذلك تشير كفاءة الاستثمار إلى قبول المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة (حسين، 2019)، وعدم اختيار المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية السالبة، كما يقصد بعدم كفاءة الاستثمار Inefficiency وجود زيادة في الاستثمار Overinvestment، أو نقص في الاستثمار Underinvestment (Herbert & Harto, 2022; Asiri et al., 2020)، وقد يؤثر التغيير في هيكل استحقاق الديون الخاص بالشركات في كفاءة الاستثمار الرأسمالي، لأنه من المتوقع أن تؤثر مدة الديون التي يمنحها الدائنون للشركة في كفاءة الاستثمار الرأسمالي لها، فالديون قصيرة الأجل مثلاً من المتوقع أن تمكن الدائنين من مراقبة أداء الشركات المقترضة بشكل متكرر على فترات زمنية متقاربة للتأكد من استخدام الشركة لأموال القرض بشكل صحيح، ومن ثم يزيد الإشراف على مديري الشركات مما يؤدي إلى الحفاظ على سلوك المديرين في اختيار الاستثمار الرأسمالي المناسب وزيادة كفاءة الاستثمار، ومن ثم يمكن استخدام آجال استحقاق الديون للتخفيف من عدم كفاءة الاستثمار الرأسمالي من خلال تقليل مشاكل زيادة ونقص الاستثمار (Koushkaki & Bahremandjouy, 2022; Permatasari, & Nengtyas, 2020)

ومن الجدير بالذكر أن كفاءة الاستثمار الرأسمالي قد تتأثر أيضاً بكل من جودة الأرباح وسيولة الأسهم، فجودة الأرباح المرتفعة أو الإفصاح عن معلومات عالية الجودة سوف تساهم في تقليل

عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة و المساهمين فيها، كما تمكن المساهمين من مراقبة أداء إدارة الشركات، ومن ثم يحاول مديري الشركات أن يكونوا أكثر دقة وتركيزاً في قراراتهم الاستثمارية، ومن ثم من المتوقع أن يؤثر ذلك على كفاءة الاستثمار الرأسمالي للشركة (Tahat, et al.,2022; Ibrahim, et al., 2021)

كما أن كفاءة الاستثمار الرأسمالي قد تتأثر أيضاً بسيولة الأسهم، فسيولة الأسهم المرتفعة تؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة من جانب المستثمرين، بالإضافة إلى سهولة حصول الشركة على التمويل الخارجي من جانب الدائنين، وهذا كله يؤدي إلى زيادة مراقبة أداء و قرارات إدارة الشركة من جانب الأطراف المتعددة من خارج الشركة وقد ينعكس كل ذلك على كفاءة قرارات الاستثمار الرأسمالي (Yahyazadehfar, et al., 2020)، وبناء على العلاقات المتوقعة بين متغيرات البحث الحالي قد يكون هيكل استحقاق الديون متغيراً وسيطاً Mediator Variable في العلاقة بين جودة الأرباح و كفاءة الاستثمار الرأسمالي أو في العلاقة بين سيولة الأسهم و كفاءة الاستثمار الرأسمالي.

ومن الجدير بالإشارة في هذا الصدد أنه عند مراجعة الدراسات السابقة في مجال اثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون وانعكاسه على كفاءة الاستثمار الرأسمالي نلاحظ ما يلي:

– اختلاف نتائج الدراسات التي تناولت أثر جودة الأرباح على هيكل استحقاق الديون للشركات، حيث توصلت دراسة (Pamungkas et al.,2021) إلى عدم وجود علاقة بين جودة الأرباح و هيكل استحقاق الديون، بينما توصلت دراسة (Khanh & Hung,2020) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين جودة الأرباح و هيكل استحقاق الديون، في حين توصلت دراسة (Maurice et al., 2018; Rey et al., 2020; De Meyere et al., 2018) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين جودة الأرباح وهيكل استحقاق الديون.

– قلة الدراسات التي تناولت العلاقة بين سيولة الأسهم وهيكل استحقاق الديون ولقد توصلت هذه الدراسات (Ahangar,2021; Marks & Shang, 2021) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين سيولة الأسهم ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون.

– اختلاف نتائج الدراسات التي تناولت أثر هيكل استحقاق الديون على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، حيث توصلت دراسة (Permatasari & Nengtyas, 2020; Hung et al., 2020; Aulia & Siregar,2018) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي

الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، بينما توصلت دراسة (Sukarno et al., 2022;Al ‘Alam & Firmansyah, 2019) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

– اختلاف نتائج الدراسات التي تناولت أثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار الرأسمالي فلقد توصلت دراسة (Cheung et al.,2022) إلى عدم وجود علاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، بينما توصلت دراسة (Yahyazadehfar et al., 2020;Foroughnejad et al.,2016) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

– أوصت بعض الدراسات السابقة بإجراء بحوث مستقبلية في مجال العوامل المؤثرة على كفاءة الاستثمار الرأسمالي بالتطبيق على بلدان أخرى، وهذا ما سوف تقوم به الدراسة الحالية مثل دراسة (Permatasari, & Nengtyas, 2020).

– تم تطبيق معظم هذه الدراسات على الشركات الكبيرة ذات الخصائص المختلفة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة.

– لم تتناول هذه الدراسات دور هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط Mediator Variable في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي أو في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي .

وترتيباً على كل ما سبق ترى الباحثة أن أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون وانعكاسه على كفاءة الاستثمار الرأسمالي مجال ما زال يحتاج لبحثاً إضافية للتعرف على أهم المتغيرات أو العوامل المؤثرة في هيكل استحقاق الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، لذلك جاء البحث الحالي لتسليط الضوء على العلاقة بين هذه المتغيرات في قطاع هام من قطاعات سوق المال المصري ممثلاً في الشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية لما لها من دور كبير في نمو الاقتصاد القومي، ومن ثم استكمال جهود الدراسات السابقة.

وسوف يتم تقسيم ما تبقى من البحث على النحو التالي: يتناول الجزء الثاني: الإطار النظري للبحث من خلال تناول مفهوم كل من هيكل استحقاق الديون وجودة الأرباح وسيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، كما يتناول الجزء الثالث: مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة، بينما يتناول الجزء الرابع: المشكلة والفجوة البحثية وتساؤلات الدراسة، كذلك يتناول الجزء الخامس: أهداف الدراسة، بينما يتناول الجزء السادس: أهمية الدراسة، كما يتناول الجزء السابع: منهجية الدراسة التطبيقية، ويتناول الجزء الثامن: النتائج والتوصيات ومجالات الدراسات المستقبلية.

2- الإطار النظري للبحث

2-1 مفهوم هيكل استحقاق الديون

تحتاج الشركات بصفة عامة والشركات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة إلى مصادر لتمويل أصولها ودعم أنشطتها الاستثمارية، ويعتبر التمويل بالديون طويلة وقصيرة الأجل من مصادر التمويل الخارجية التي لها قدر كبير من الأهمية لأن المستويات المرتفعة من الديون قد تؤدي إلى صعوبة تحقيق النمو الأمثل للشركة وزيادة مخاطر تعثر الشركات وربما إفلاسها خاصة بالنسبة للشركات التي تعاني من مشاكل السيولة بسبب عدم القدرة على سداد الديون وفوائدها في توقيتاتها (Pamungkas et al.,2021).

ويشير هيكل استحقاق الديون للشركات Corporate Debt Maturity Structure إلى مزيج التمويل بالديون طويلة وقصيرة الأجل ونسبة كل نوع من نوعي التمويل بالديون الذي تستخدمه الشركة وبالتالي اختيار الأجل الأمثل للديون، حيث تشير الديون طويلة الأجل إلى أن أجل استحقاقها أكثر من عام واحد، بينما الديون قصيرة الأجل لها أجل استحقاق أقل من سنة واحدة أو بحد أقصى عام واحد (Thi Do & Phan ,2022; Permatasari & Nengtyas ,2020; Mohammed & Mubi, 2020)

ومن الضروري تحديد هيكل استحقاق الديون، أو مزيج التمويل بالديون المناسب الذي يتلائم مع طبيعة نشاط كل شركة وطبيعة الصناعة التي تنتمي لها، لأن هيكل استحقاق الديون غير المتوازن يؤثر سلباً في أداء الشركة والتنمية المستدامة لها، كما يؤثر على ربحية الشركة وسيولتها والتدفقات النقدية المستقبلية لها (Phan,2020). ومن الجدير بالذكر أن الاستحقاق الأطول للديون قد يؤدي إلى تقليل مخاطر التخلف عن السداد للشركة عن طريق تقليل مخاطر السيولة، بينما يؤدي الدين قصير الأجل إلى زيادة تلك المخاطر، كما يميل الدائنون إلى منح الشركات ديوناً قصيرة الأجل في حالة زيادة مستوى عدم تناسق المعلومات بينهم وبين إدارة الشركة لأنهم يواجهون تكاليف أكبر للحصول على المعلومات الخاصة بالشركة التي سوف يتم منحها الدين، في حين أن الشركات ذات المستوى الأقل من عدم تناسق المعلومات سيمنحها المقرضون الديون طويلة الأجل (Pamungkas et al.,2021; Surasmi et al., 2020)

وبصفة عامة هناك عدة نظريات تفسر مزيج التمويل بالديون المناسب للشركة أهمها: (Nguyen, 2022; Trang Do , 2021; Phan ,2020; Mohammed, & Mubi, 2020)

- 1- نظرية تكاليف الوكالة Agency Theory، تنشأ تكاليف الوكالة بسبب عدم تناسق المعلومات بين إدارة الشركة والأطراف من خارج الشركة سواء كانوا مساهمين أو دائنين مما يؤدي لنشوء النزاعات والصراعات بين هذه الأطراف خصوصاً في ظل تعارض وتضارب أهداف الأطراف المختلفة، لذلك عند تحديد هيكل مناسب للتمويل بالديون يجب على الشركات استخدام مدة وشروط الدين التي ستقلل من هذه النزاعات والصراعات وبالتالي تقلل تكاليف الوكالة.
- 2- نظرية الضرائب Tax Theory، وطبقاً لهذه النظرية يتم تحديد هيكل مناسب لاستحقاق الديون من خلال الموازنة بين المنافع والتكاليف المترتبة على كل نوع من نوعي الديون قصيرة وطويلة الأجل، ومن أهم أمثلة المنافع المزاياء الضريبية على اعتبار أن تكلفة فوائد الديون تخصم من وعاء الضريبة، ومن أهم أمثلة التكاليف تكاليف إصدار الدين وتكاليف الإفلاس عند عدم القدرة على سداد الدين، لذا يجب اختيار هيكل استحقاق الديون الذي يحقق هذا التوازن.
- 3- نظرية الإشارة Signaling Theory، وطبقاً لهذه النظرية يتوافر لدي مديري الشركات معلومات عن الوضع المالي للشركة أفضل من الأطراف من خارج الشركة سواء كانوا مساهمين أو دائنين، لذلك يجب على إدارة الشركة إرسال إشارات لسوق الأوراق المالية حول الوضع المالي الحالي للشركة وتدفقاتها النقدية لإظهار قدرتها على سداد الديون وجودتها الائتمانية، ومن أمثلة تلك الإشارات نشر التنبؤات الإدارية المتعلقة بمستقبل الشركة المالي، مما يؤثر على مدة وشروط الدين الذي يمكن للشركة الحصول عليه.
- 4- نظرية المطابقة Matching theory، وطبقاً لهذه النظرية يتم تحديد هيكل مناسب لاستحقاق الديون من خلال ضرورة مطابقة أو توافق مواعيد استحقاق الإلتزامات الخاصة بالديون مع آجال التدفقات النقدية التي يحققها الأصل الملموس الذي تم امتلاكه كنتيجة للحصول على الديون، وذلك حتى يمكن خدمة الديون وتقليل مخاطر السيولة في ميعاد استحقاق الديون، وعلى ذلك تستخدم هذه النظرية لشرح العلاقة بين الأصول الملموسة وآجال استحقاق التدفقات النقدية التي تحققها تلك الأصول.
- مما سبق يمكن استنتاج تعدد النظريات التي تفسر هيكل استحقاق الديون المناسب للشركة، ولا شك أن هذه النظريات تساعد الشركات على اتخاذ القرار التمويلي المناسب وتشكل الأساس الذي يحدد العوامل التي قد تؤثر في هيكل استحقاق الديون والتي أهمها جودة الأرباح وسيولة الأسهم.

2-2 مفهوم جودة الأرباح

تعتبر الأرباح الواردة بالقوائم المالية من المعلومات الهامة التي يعتمد عليها المستثمر في الأوراق المالية عند اتخاذ قراره الاستثماري، فمن خلال أرباح الشركة يستطيع المستثمر التنبؤ بشكل أفضل بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة التي تساعده على تقدير العوائد المتوقع حصوله عليها من خلال استثماره، لذلك يصبح لدى المستثمر قلق كبير عند تقييم أرباح الشركات التي تم الإفصاح عنها واستخدامها في قراراتهم الاستثمارية، ومن الضروري أن تتصف هذه الأرباح بالجودة المرتفعة، حيث أصبحت جودة الأرباح قضية هامة خصوصاً بعد حدوث سلسلة من حالات فشل الشركات بسبب الإفصاح عن أرباح غير حقيقية ومؤقتة، لأن جودة الأرباح المرتفعة تشير إلى الأرباح الدقيقة الصحيحة الضرورية لقرارات الاستثمار، بينما تشير جودة الأرباح الضعيفة إلى مشكلات تتعلق بنزاهة ومصداقية الأرباح المفصح عنها، وبالتالي يتعرض المستثمر لمخاطر عدم توفر عائد على استثماراته. (Islam et al., 2022; Hamdan, 2020; Dang et al., 2020; Vo, & CHU, 2019)

وبصفة عامة، لا يوجد تعريف شامل وموحد لجودة الأرباح Earnings Quality، وبصفة عامة يمكن النظر إلى جودة الأرباح على أنها الربحية المحتملة للشركات أو إمكانية تحقيق الشركة لنمو الربح المتوقع في المستقبل، وتختلف جودة الأرباح باختلاف الفئات المتعددة المستخدمة للمعلومات المحاسبية واختلاف وجهات نظرهم واحتياجاتهم من المعلومات، حيث ينظر الدائنون إلى الأرباح على أنها عالية الجودة عندما يمكن تحويلها بسهولة إلى تدفقات نقدية، بينما يرى واضعي المعايير أن الأرباح عالية الجودة عندما تفي بمتطلبات المعايير المحاسبية، ومن وجهة نظر مراقبي الحسابات فإن إعداد تقارير مالية احتيالية وبها قدر كبير من الغش تشير إلى وجود مشاكل تتعلق بجودة الأرباح بها بسبب البنود غير العادية، وقلة الشفافية في الأرباح المفصح عنها، بينما ترى لجنة المكافآت باعتبارها إحدى اللجان المنبثقة عن مجلس إدارة الشركة ومن ضمن آليات الحوكمة الداخلية للشركة أن الأرباح عالية الجودة عندما تعكس الأداء الفعلي للمدير التنفيذي (Islam et al., 2022; Dang et al., 2020)

ومن الجدير بالإشارة أن جودة الأرباح هي جزء من جودة التقارير المالية، حيث تشير الأولى إلى إعداد معلومات ذات جودة مرتفعة تمثل بصدق الواقع الاقتصادي والأرباح الحقيقية والفعالية للشركة مع قلة التلاعب بها، بينما تشير جودة التقارير المالية إلى كل من جودة الأرباح بالإضافة إلى جودة عرض المعلومات داخل القوائم المالية (Cherkasova & Rasadi, 2017).

كما تشير جودة الأرباح إلى قدرة الأرباح الواردة في القوائم المالية على أن تعكس أرباح الشركة الفعلية، بالإضافة إلى التنبؤ بالأرباح المستقبلية مع استقرار واستمرار الأرباح المفصح عنها (Pamungkas et al.,2021; Khanh & Hung, 2020).

وترتيباً على ما سبق ترى الباحثة أن جودة الأرباح تشير إلى توفير الأرباح لمعلومات عن الأداء المالي الحالي مع استمرارية أرباح الشركة في المستقبل، وهذه المعلومات تفيد في اتخاذ القرارات الخاصة بكل فئة من الفئات المستخدمة للمعلومات المحاسبية، وتمثل بصدق الأرباح الحقيقية للشركة.

وتوفر جودة الأرباح (EQ) المرتفعة العديد من المزايا تتمثل في:

- تعزز الثقة بين المساهمين وتقلل من عدم تماثل المعلومات وعلى العكس من ذلك، فإن جودة الأرباح السيئة تغذي حالة عدم اليقين بشأن الصحة المالية للشركة وتزيد من الشكوك حول الأرباح المفصح عنها. (Islam et al.,2022; Pamungkas et al.,2021; Dang et al., 2020)

- تشير جودة الأرباح المرتفعة إلى أن الأرباح المفصح عنها في القوائم المالية تعكس الأداء والقيمة الحقيقية للشركة. (Lee, 2022; Pamungkas et al.,2021).

- تؤثر جودة الأرباح التي أفصحت عنها الشركة على جودة التقارير المالية ككل مما يساهم في اتخاذ قرارات رشيدة من جانب مستخدمي المعلومات المحاسبية (Pamungkas et al.,2021).

2-3 مفهوم سيولة الأسهم

تعتبر السيولة مؤشراً هاماً لجودة سوق الأوراق المالية، حيث تشير سيولة السوق إلى مدى سرعة تحول الأوراق المالية إلى نقود وهي تشير إلى مقدرة السوق على استيعاب جميع عمليات البيع والشراء على أي ورقة مالية بأسعار مناسبة وغير متفاوتة.

وعلى ذلك تعني سيولة الأسهم Stock liquidity القدرة على التعامل مع الأسهم بالبيع أو الشراء وتحويلها إلى نقدية أو بالعكس بسرعة وبتكلفة منخفضة وبأنسب الأسعار المتاحة، والتكلفة هنا تشير إلى تكلفة عمولة البيع والفرق بين سعر الشراء وسعر البيع في أي لحظة من اللحظات، وترتيباً على ذلك تعني سيولة الأسهم المرتفعة ضمان وجود طرف مشارك في السوق على الجانب الآخر من صفقة المستثمر، لذلك كلما زادت سيولة الأسهم، كلما كان سعرها أكثر استقراراً.

وعلى ذلك تشير سيولة الأسهم المنخفضة أو عدم السيولة Illiquidity إلى عدم قدرة المستثمر على شراء أو بيع الأسهم في الوقت والسعر المناسب المرغوب به لفشل ذلك المستثمر في العثور على مشتريين موافقين على شروط الصفقة الخاصة به، مما قد يدفعه إلى قبول أسعار أقل، لذلك يمكن القول بأن توفر السيولة من عدمه يمكن أن يؤثر على سعر الأسهم (Wang, 2022; Dang et al., 2019)

وتوفر سيولة الأسهم (SL) المرتفعة العديد من المزايا تتمثل في:

– تعتبر سيولة الأسهم شريان الحياة للأسواق المالية، فهي من العوامل الهامة التي يضعها المستثمر في الاعتبار عند اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يفضل المستثمر الأسهم ذات السيولة العالية أي أنها ميزة مرغوبة في أسواق الأسهم، لأن سيولة الأسهم تعني للمستثمر مزيداً من الاستقرار ومخاطر أقل لتحقيق أهدافه الاستثمارية طويلة الأجل، لذلك ينظر معظم المتعاملين في سوق الأسهم للسيولة على أنها انعكاس لصحة السوق، ومن ثم تعتبر سيولة الأسهم عامل مهم في تحديد إمكانية الوصول إلى أسواق الأسهم. (Wang, 2022; Zhang et al., 2018)

– تقلل سيولة الأسهم من تكلفة حقوق الملكية، وتعزز من قيمة الشركة (Zhang et al., 2018; Xie, et al., 2022)

– تقلل سيولة الأسهم من مشاكل الوكالة من خلال تقليل عدم تماثل المعلومات بين المديرين بالشركة والدائنين (Ahangar, 2021).

– تلعب سيولة الأسهم دوراً هاماً في تعزيز عملية إنتاج المعلومات ونشرها من جانب الشركات (Marks & Shang, 2021).

– سيولة الأسهم تقلل من مخاطر إفلاس الشركات من خلال تقليل مخاطر التخلف عن سداد الديون، وهذا ما توصلت له دراسة (Brogaard et al., 2017).

على الرغم من الفوائد السابقة لسيولة الأسهم، إلا إنه قد يكون هناك أثر سلبي لزيادة سيولة الأسهم على سوق الأسهم من خلال زيادة فرص حدوث الانهيارات المستقبلية في أسعار الأسهم، فقد يعتمد المديرين على تقليل إفصاحهم عن المعلومات السلبية عن الشركة رغبة منهم في المحافظة على سيولة الأسهم، وعند تسرب هذه المعلومات السلبية للمستثمرين قد يؤدي ذلك إلى انهيار أسعار الأسهم، وهذا ما توصلت له دراسة (Zhang H., et al., 2018).

4-2 مفهوم كفاءة الاستثمار الرأسمالي

يعتبر قرار الاستثمار الرأسمالي Capital investment في الشركة أمرًا ضروريًا لنجاحها لأنه يمثل عاملاً رئيسيًا في تحديد كل من قيمة الشركة وثروة المستثمر فيها (Salehi et al., 2022)، وهو آلية تستخدمها الشركة لتحقيق ربح أو عائد في المستقبل فمن خلال هذا القرار يتم إنفاق الأموال الحالية لشراء الأصول، سواء كانت الأصول حقيقية (السيارات، المباني، الأراضي، إلخ) أو أصول مالية (السندات، الأسهم، إلخ) بغرض الحصول على دخل أعلى في المستقبل أو بيعها بالسوق بسعر أعلى من التكلفة التي تحملتها الشركة في سبيل الحصول على ذلك الأصل، لذلك من الضروري أن تسعى إدارة الشركات لاستخدام مواردها لتحقيق كفاءة الاستثمار وتجنب ظروف عدم الكفاءة في الاستثمار (Herbert & Harto, 2022).

وتشير كفاءة الاستثمار الرأسمالي Investment Efficiency إلى عدم وجود فروق بين المستويات الفعلية لإجمالي الاستثمار والمستويات التقديرية لذلك الاستثمار والذي يتم تحديده في ضوء فرص نمو مبيعات الشركة، كذلك تشير كفاءة الاستثمار إلى قبول المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة (المقبوضات النقدية مطروحًا منها المدفوعات النقدية) (حسين، 2019)، وعدم اختيار المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية السالبة، وذلك في ظل عدم وجود احتكاكات في السوق، وتنشأ احتكاكات السوق نتيجة تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين وأصحاب المصلحة الآخرين، وعدم تماثل المعلومات، وهذا يؤدي في نهاية المطاف إلى إهدار فرص وعدم كفاءة الاستثمار مما يضر بمصالح المساهمين.

ويقصد بعدم كفاءة الاستثمار Inefficiency وجود زيادة في الاستثمار Overinvestment، أو نقص في الاستثمار Underinvestment، ويحدث زيادة الاستثمار عند وجود فرق موجب بين المستويات الفعلية لإجمالي الاستثمار والمستويات التقديرية لذلك الاستثمار، مع الانخراط في الاستثمار واختيار المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية السالبة، بينما يحدث نقص الاستثمار عند وجود فرق سالب بين المستويات الفعلية لإجمالي الاستثمار والمستويات التقديرية لذلك الاستثمار مع عدم استغلال فرص الاستثمار، التي من شأنها أن تؤدي إلى صافي قيمة حالية موجبة، ولذلك فإن زيادة الاستثمار قد يؤدي بالشركة إلى التعسر المالي، كما أن نقص الاستثمار يمثل تعطيلًا للسيولة النقدية وفقد فرص نمو الشركة وحصولها على أرباح (Herbert & Harto, 2022; Asiri, et al., 2020; Ullah, et al., 2018)

وتوفر كفاءة الاستثمار الرأسمالي (IE) العديد من المزايا تتمثل في:

– يمكن استخدام كفاءة الاستثمار كمقياس لأداء الشركة، فهي تعبر عن مدى جودة استثمار الشركة لأصولها، ومن ثم تشير الكفاءة الاستثمارية العالية إلى أن الأصل قد تم استخدامه من قبل الشركة بشكل أكثر فعالية مما سيكون له تأثير أفضل على أداء الشركة (Anelia & Prasetyo, 2020).

– تعزز كفاءة الاستثمار الرأسمالي النمو المستدام للشركة وتساهم في تعظيم ثروة أصحاب المصلحة (Ibrahim et al., 2021; Cherkasova & Rasadi, 2017).

– تساعد كفاءة الاستثمار على تجنب الشركات التعرض للأفلاس (Ullah et al., 2018).

3- مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة

يمكن تقسيم أهم الدراسات السابقة في مجال أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون وانعكاسه على كفاءة الاستثمار الرأسمالي كما يلي:

3-1 الدراسات التي تناولت أثر جودة الأرباح على هيكل استحقاق الديون

تعتبر جودة الأرباح من العوامل التي قد تكون مؤثرة في هيكل استحقاق الديون، حيث يقوم الدائنون، بصفتهم أحد مقدمي الأموال الأساسيين للشركات، بتقييم جودة المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية بصفة عامة، والمعلومات المتعلقة بجودة أرباح الشركة بصفة خاصة وذلك عند التعاقد على الديون، لذلك على المستوى التطبيقي، هناك عدد من الدراسات التي تناولت أثر جودة الأرباح كمتغير مستقل على هيكل استحقاق الديون كمتغير تابع، ولقد اختلفت نتائج هذه الدراسات فيما بينها فيما يتعلق بعلاقة الارتباط هل هي محايدة أم عكسية أم طردية، وذلك ما سوف يتضح كما يلي:

فلقد هدف (Pamungkas et al., 2021) إلى دراسة أثر التقارير المتكاملة على العلاقة بين جودة الأرباح وهيكل استحقاق الديون للشركات، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات الصناعية المقيدة بالبورصة الأندونيسية، ولقد بلغ عدد المشاهدات 595 خلال الفترة من سنة 2016 إلى سنة 2020، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين جودة الأرباح وهيكل استحقاق الديون أي أن العلاقة بين المتغيرين محايدة، مع عدم تأثير التقارير المتكاملة على تلك العلاقة، وأوصت الدراسة بإجراء بحوث مستقبلية بالتطبيق على قطاعات البورصة الأخرى غير الصناعية للتأكد من النتائج، وهذا ما سوف تقوم به الدراسة الحالية.

بينما هدف (Khanh & Hung, 2020) إلى دراسة أثر جودة الأرباح على هيكل استحقاق الديون للشركات في فيتنام، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية بفيتنام، ولقد بلغ عدد المشاهدات 3588 خلال الفترة من سنة 2010 إلى سنة 2018، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين جودة الأرباح وهيكل استحقاق الديون.

في حين توصلت دراسة (Maurice et al., 2020; Rey et al., 2020; De Meyere et al., 2018) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين جودة الأرباح وهيكل استحقاق الديون، ويرجع السبب في تلك العلاقة الطردية إلى أن زيادة جودة معلومات الأرباح يقلل من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والدائنين، مما يسهل رقابة الدائنين على مديري الشركات، كما إن الإفصاح عن أرباح عالية الجودة وتوفير المزيد من المعلومات حول الأداء الاقتصادي المستقبلي للشركة يؤدي إلى زيادة القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وبالتالي انخفاض تقييم الدائنين لمخاطر الائتمان التي يتعرضون لها، وسوف يستخدم الدائنون المعلومات المتعلقة بجودة أرباح الشركة لتقييم مدى ملائمة أداء الشركة وقدرتها على سداد القرض وفوائده، مما يشجع الدائنون على منح الشركة مدة تعاقد أكبر أي منح الشركة الديون طويلة الأجل أكثر من الديون قصيرة الأجل، وترتيباً على ما سبق، يمكن صياغة الفرض التالي للدراسة:

الفرض الأول: تؤثر جودة الأرباح بصورة جوهرية على هيكل استحقاق الديون.

3-2 الدراسات التي تناولت أثر سيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون

تعتبر سيولة الأسهم من العوامل التي قد تكون مؤثرة في هيكل استحقاق الديون، وهناك قلة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين سيولة الأسهم و هيكل استحقاق الديون، فلقد هدف (Ahangar, 2021) إلى دراسة أثر كل من تكاليف الوكالة وتركز الملكية على العلاقة بين سيولة الأسهم وهيكل استحقاق الديون، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات الهندية غير المالية، ولقد بلغ عدد المشاهدات 52281 خلال الفترة من سنة 2000 إلى سنة 2018، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين سيولة الأسهم ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون، حيث تريد رغبة الدائنون في منح الشركات الديون طويلة الأجل أكثر من الديون قصيرة الأجل، كما توصلت الدراسة إلى أن كل من تكاليف الوكالة وتركز الملكية تخفض من شدة العلاقة العكسية بين سيولة الأسهم و هيكل استحقاق، ومن ثم يمكن استنتاج وجود علاقة طردية بين سيولة الأسهم و نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون، ومن الجدير بالذكر أن دراسة (Marks&Shang, 2021)

توصلت إلى نفس النتائج، ويرجع السبب في تلك العلاقة الطردية إلى أن سيولة الأسهم تسمح للمستثمرين بالتداول بسرعة وبتكاليف معاملات منخفضة مع سهولة الدخول والخروج من سوق الأوراق المالية مع زيادة نشاط التداول على الأسهم ذات السيولة المرتفعة في تلك السوق، مما يؤثر بدوره على القرارات الإدارية والنتائج المالية بالشركات، وقد يؤدي ذلك إلى زيادة رغبة إدارة الشركات في تحسين إنتاج المعلومات لديها وتوفير مزيد من الإفصاح عن المعلومات المالية لكافة المتعاملين في السوق ومن بينهم المقرضين أو الدائنين، مما يقلل من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمقرضين ويساعد في تخفيف مشاكل الوكالة، كما أن جمع المعلومات عن الشركة وتفسيرها يكون أقل تكلفة على الدائنين، بالإضافة إلى أن سيولة الأسهم تقلل بشكل كبير من مخاطر التخلف عن السداد للشركات، ومن ثم تزيد رغبة الدائنين في منح الشركات الديون طويلة الأجل مع تقليل الديون قصيرة الأجل، وترتيباً على ما سبق، يمكن صياغة الفرض التالي للدراسة:

الفرض الثاني: تؤثر سيولة الأسهم بصورة جوهرية على هيكل استحقاق الديون.

3-3 الدراسات التي تناولت أثر جودة الأرباح على كفاءة الاستثمار الرأسمالي

تعتبر جودة الأرباح من العوامل التي قد تكون مؤثرة في كفاءة الاستثمار الرأسمالي، لذلك تناول عدد من الدراسات أثر جودة الأرباح كمتغير مستقل على كفاءة الاستثمار الرأسمالي كمتغير تابع، فلقد هدف (Tahat et al., 2022)، إلى دراسة دور الملكية المؤسسية على العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات بعدة دول متقدمة هي: الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا واليابان، ولقد بلغ عدد المشاهدات 22446 خلال الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2018، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، كما توصلت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية تزيد من شدة العلاقة الطردية بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، وأوصت الدراسة بإجراء بحوث مستقبلية بالتطبيق على بلدان أخرى لها مستويات مختلفة من التنمية الاقتصادية حتى يمكن تعميم النتائج، وهذا ما سوف تقوم به الدراسة الحالية.

كذلك هدف (Hung et al., 2020) إلى دراسة أثر كل من جودة الأرباح وهيكل استحقاق الديون على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية بفييتنام، ولقد بلغ عدد المشاهدات 4704 خلال الفترة من سنة 2010 إلى سنة 2018، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار

الرأسمالي، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

ولقد اتفقت أيضاً نتائج الدراسات (Ibrahim et al., 2021; Costa et al., 2021; Karimi et al., 2019) على وجود علاقة طردية جوهرية بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، أي أن جودة الأرباح تزيد من كفاءة الاستثمار الرأسمالي، ويرجع السبب في تلك النتيجة إلى أن جودة الأرباح المرتفعة أو الإفصاح عن معلومات عالية الجودة سوف تساهم في تقليل مشاكل الوكالة بين إدارة الشركة والمساهمين فيها، كما تمكن المساهمين من مراقبة أداء إدارة الشركات، ومن ثم يحاول مديري الشركات أن يكونوا أكثر دقة وتركيزاً في قراراتهم الاستثمارية، ومن ثم يمكنهم اختيار الفرص الاستثمارية المناسبة التي تتميز بصافي القيمة الحالية الموجبة، وبالتالي تزيد كفاءة الاستثمار الرأسمالي للشركة، كما أن زيادة الإفصاح عن المعلومات عالية الجودة خصوصاً المعلومات المتعلقة بأرباح الشركة سوف يقلل عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمساهمين فيها، وسوف تمكن المستثمرين من التعرف على الوضع المالي الحالي وفي تقييم التدفقات النقدية المستقبلية للشركة بشكل أفضل، كما إن الإفصاح عن المعلومات عالية الجودة يلعب دوراً مهماً في تحديد سعر سهم الشركة، ومن ثم تساهم جودة الأرباح في زيادة كفاءة الاستثمار الرأسمالي وفي تقليل أو تخفيف حدة مشاكل زيادة ونقص الاستثمار لدى الشركات، وترتيباً على ما سبق، يمكن صياغة الفرض التالي للدراسة:

الفرض الثالث: تؤثر جودة الأرباح بصورة جوهرية على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.

3-4 الدراسات التي تناولت أثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار الرأسمالي

تعتبر سيولة الأسهم من العوامل التي قد تكون مؤثرة في كفاءة الاستثمار الرأسمالي، وهناك عدد من الدراسات التي تناولت أثر سيولة الأسهم كمتغير مستقل على كفاءة الاستثمار الرأسمالي كمتغير تابع، ولقد اختلفت نتائج هذه الدراسات فيما بينها فيما يتعلق بعلاقة الارتباط هل هي محايدة أم طردية، فلقد هدف (Cheung et al., 2022) إلى دراسة أثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة ببورصة Shanghai and Shenzhen الصينية، ولقد بلغ عدد المشاهدات 11305 خلال الفترة من سنة 2002 إلى سنة 2016، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار.

بينما هدف (Yahyazadehfar et al., 2020) إلى دراسة أثر القيود المالية للشركة ومخاطر الأعمال على العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية بإيران، ولقد بلغ عدد الشركات بالدراسة 130 خلال الفترة من سنة 2010 إلى سنة 2014، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، كما أن كل من القيود المالية للشركة ومخاطر الأعمال تزيد من شدة العلاقة الطردية بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، ولقد توصلت دراسة (Foroughnejad et al., 2016) إلى نفس النتائج، ويرجع السبب في تلك النتيجة إلى أن زيادة السيولة توفر معلومات قيمة لمديري الشركات تساعدهم على التنبؤ بصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشاريع الرأسمالية بصورة أدق، لأنها تتضمن إجماع آراء المستثمرين حول النمو الاقتصادي المستقبلي وظروف الصناعة وفرص الاستثمار الخاصة بالشركة، ومن ثم تتوافر لمديري الشركات معلومات حول مدى نجاح قراراتهم الاستثمارية، ومن ثم تزيد كفاءة تلك القرارات، كما تؤدي سيولة الأسهم المرتفعة إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة من جانب المستثمرين، بالإضافة إلى سهولة حصول الشركة على التمويل الخارجي من جانب الدائنين، وهذا كله يؤدي إلى زيادة مراقبة أداء وقرارات إدارة الشركة من جانب الأطراف المتعددة من خارج الشركة مما ينعكس على زيادة كفاءة قرارات الاستثمار الرأسمالي، وترتيباً على ما سبق، يمكن صياغة الفرض التالي للدراسة:

الفرض الرابع: تؤثر سيولة الأسهم بصورة جوهرية على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.

3-5 الدراسات التي تناولت العلاقة بين هيكل استحقاق الديون و كفاءة الاستثمار الرأسمالي

يعتبر هيكل استحقاق الديون من العوامل التي قد تكون مؤثرة في كفاءة الاستثمار الرأسمالي، لذلك تناولت بعض الدراسات أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير مستقل على كفاءة الاستثمار الرأسمالي كمتغير تابع، ولقد اختلفت نتائج هذه الدراسات فيما بينها فيما يتعلق بعلاقة الارتباط هل هي عكسية أم طردية.

فلقد هدف (Permatasari & Nengtyas, 2020) إلى دراسة أثر كل من جودة التقارير المالية وهيكل استحقاق الديون على كفاءة الاستثمار الرأسمالي ودور خطر التقاضي في تلك العلاقة، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات الصناعية المقيدة ببورصة الأوراق المالية بأندونيسيا، ولقد بلغ عدد الشركات بالدراسة 428 خلال الفترة من سنة 2014 إلى سنة 2016،

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، وأن خطر التقاضي يقلل من قوة تلك العلاقة، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى اجمالي الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، وأن خطر التقاضي لا يؤثر في تلك العلاقة، وأوصت الدراسة بإجراء بحوث مستقبلية بالتطبيق على بلدان أخرى وصناعات أخرى، وفترة زمنية أطول حتى يمكن تعميم النتائج بسهولة أكبر، مع إضافة متغيرات أخرى قد تكون مؤثرة على كفاءة الاستثمار، وهذا ما سوف تقوم به الدراسة الحالية، ولقد توصلت دراسة (Hung et al., 2020; Aulia & Siregar, 2018) إلى نفس النتائج.

بينما توصلت دراسة (Sukarno et al., 2022; Al 'Alam & Firmansyah, 2019) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى اجمالي الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، كذلك توصلت دراسة (Jafari, 2017) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين التقلبات في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى اجمالي الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، ويرجع السبب في تلك العلاقة الطردية إلى أن الديون قصيرة الأجل تتميز عن الديون طويلة الأجل بإمكانية الحصول عليها والوفاء بها بسهولة نسبياً، وتزود الشركة بمصدر تمويل من خلاله يمكن زيادة كفاءة استثمار الشركة.

كما تمكن الديون قصيرة الأجل الدائنين من مراقبة أداء الشركات المقترضة بشكل أفضل للتأكد من استخدام الشركة لأموال القرض بشكل صحيح، ومن ثم يزيد الإشراف على مديري الشركات مما يؤدي إلى الحفاظ على سلوك المديرين في اختيار الاستثمار الرأسمالي المناسب، وترتيباً على ما سبق، يمكن صياغة الفرض التالي للدراسة:

الفرض الخامس: يؤثر هيكل استحقاق الديون بصورة جوهرية على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.

3-6 الدور الوسيط لهيكل استحقاق الديون

من الجدير بالذكر أن الدراسات السابقة لم تتناول إختبار هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، ونظراً لتوقع تأثير جودة الأرباح على هيكل استحقاق الديون وانعكاسه على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، مع توقع تأثير جودة الأرباح على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، وذلك طبقاً لما ورد في فروض الدراسة الحالية السابق ذكرها، فمن الضروري اختبار هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط Mediator Variable في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، وذلك نظراً لوجود الشروط التي يجب توافرها لإجراء اختبار الوساطة من الناحية الإحصائية (Ting et al., 2021)، وذلك من خلال الفرض التالي:

الفرض السادس: هيكل استحقاق الديون متغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

ولم تتناول الدراسات السابقة أيضاً اختبار هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، ونظراً لتوقع تأثير سيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون وانعكاسه على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، مع توقع تأثير على سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، فمن الضروري اختبار هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين على سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، وذلك نظراً لوجود الشروط التي يجب توافرها لإجراء اختبار الوساطة من الناحية الإحصائية (Ting et al., 2021)، وذلك من خلال الفرض التالي:

الفرض السابع: هيكل استحقاق الديون متغير وسيط في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

4- المشكلة والفجوة البحثية وتساؤلات الدراسة

ان المطلع على القوائم المالية للشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية يلاحظ زيادة الديون قصيرة الأجل في التمويل أكثر من الديون طويلة الأجل، حيث تواجه تلك الشركات مشاكل في التمويل وامكانية الحصول على القروض طويلة الأجل مما يدفع للبحث عن اسباب ذلك من خلال دراسة العوامل التي قد تكون لها تأثير محتمل في تحديد هيكل استحقاق الديون المناسب لتلك الشركات، ومن خلال مراجعة الدراسات السابقة يمكن القول أن تلك العوامل المحتملة تتمثل في جودة الأرباح وسيولة الأسهم، كذلك يجب دراسة أهم العوامل التي قد تكون متأثرة بهيكل استحقاق الديون ممثلة في كفاءة الاستثمار الرأسمالي لتلك الشركات لما لها من دور كبير في تعظيم ثروة أصحاب المصلحة وتعزيز النمو المستدام للشركة (Ibrahim et al., 2021; Cherkasova & Rasadi, 2017)، ومن ثم قد يكون هيكل استحقاق الديون متغيراً وسيطاً في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي أو في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

وتتمثل الفجوة البحثية في قلة الدراسات السابقة في مجال دراسة أثر سيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون، واختلاف نتائج تلك الدراسات في مجال أثر جودة الأرباح على هيكل استحقاق الديون وانعكاسها على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، وكذلك اختلاف نتائج تلك الدراسات حول أثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، وقد تمت معظم الدراسات السابقة بالتطبيق في بلدان تتميز ببناء نظام مصرفي وقانوني وأسواق مالية مختلفة كثيراً عن الواقع المصري، كما لم تتناول

هذه الدراسات اختبار هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي أو في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، كما تم تطبيق معظم هذه الدراسات على الشركات الكبيرة ذات الخصائص المختلفة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة على الرغم من أهمية الشركات الصغيرة بشكل خاص في نمو الاقتصاد القومي والصعوبات التي تواجهها في الحصول على التمويل اللازم لاستثماراتها، وفي جذب ديون جديدة خصوصاً الديون طويلة الأجل، لذلك نتوقع أن تكون العلاقات بين المتغيرات التي تتناولها الدراسة الحالية أكثر وضوحاً في الشركات الصغيرة والمتوسطة عن الشركات الكبيرة لأن الشركات الصغيرة والمتوسطة تتسم بزيادة المخاطر المالية لديها لأن عملياتها تميل إلى أن تكون أقل استقراراً وأقل قابلية للتنبؤ وأقل تنوعاً وتتطوي على مخاطر جوهرية أكثر للدائنين (De Meyere et al., 2018).

واستناداً على ما سبق، يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

هل هناك أثر لجودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون؟ وهل هيكل استحقاق الديون متغيراً وسيطاً في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي أو في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي للشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية؟

ويتفرع عن التساؤل الرئيسي للبحث الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هو أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون؟
2. ما هو أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار الرأسمالي؟
3. ما هو أثر هيكل استحقاق الديون على كفاءة الاستثمار الرأسمالي؟
4. ما هو أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي؟
5. ما هو أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي؟

يحاول البحث الإجابة على التساؤلات السابقة حتى يمكن في النهاية التعرف على أهم العوامل المؤثرة في كل من هيكل استحقاق الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي للشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية.

5- أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في اختبار وتحليل أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون، بالإضافة إلى اختبار وتحليل أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي، مع اختبار أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي للشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية.

ويشتق من الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية تتمثل فيما يلي:

1. اختبار أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون.
2. اختبار أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.
3. اختبار أثر هيكل استحقاق الديون على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.
4. اختبار أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.
5. اختبار أثر هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

6- أهمية الدراسة

6-1 الأهمية العلمية للدراسة

تعتبر هذه الدراسة بحثاً إضافياً في مجال الأدبيات المتعلقة بمحددات وأثار هيكل استحقاق الديون الذي تستخدمه الشركات الصغيرة والمتوسطة، وتسوية الجدل حول مزيج التمويل بالديون المناسب لتلك الشركات من خلال دراسة أهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على كل من سياسات هيكل استحقاق الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي لتلك الشركات، وتتمثل هذه العوامل في سيولة الأسهم وجودة الأرباح.

6-2 الأهمية العملية للدراسة

إن نتائج هذه الدراسة سوف تفيد الفئات التالية:

- الشركات الصغيرة والمتوسطة وإدارتها من خلال:
- تحسين وتسهيل وصول تلك الشركات إلى مصادر التمويل الخارجية وخصوصاً الديون طويلة الأجل، مع بناء هيكل استحقاق الديون المناسب لها لزيادة كفاءة الاستثمار الرأسمالي وتحسين أداء تلك الشركات على المدى الطويل.
- زيادة كفاءة تخصيص رأس المال على مستوى تلك الشركات من خلال تحقيق كفاءة الاستثمار الرأسمالي، مما يؤدي لجذب المستثمرين للاستثمار في تلك الشركات خصوصاً المستثمر الأجنبي.
- الدائنون والمستثمرون فالمعلومات المتعلقة بهيكل استحقاق الديون تقيّد الدائنين والمستثمرين لاختيار الشركة التي لديها مخاطر ائتمان واستثمار أقل.
- الهيئة العامة للرقابة المالية كجهة رقابية تحتاج إلى تحليل وتقييم فاعلية ممارسات الشركات في أسواق رأس المال، لذلك من الضروري التعرف على هيكل استحقاق الديون الذي تستخدمه الشركات الصغيرة والمتوسطة، ومن ثم يمكن للهيئة القيام بدورها المتمثل في حماية حقوق المتعاملين في السوق وتحقيق التوازن بينها سواء كانوا دائنين أو مستثمرين.
- الاقتصاد القومي ككل فمن خلال تحقيق كفاءة الاستثمار الرأسمالي في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، يمكن زيادة كفاءة تخصيص رأس المال بين الصناعات المختلفة العاملة في تلك السوق، وبالتالي زيادة الاستثمارات في صناعات أكثر تطوراً وإنتاجية وذات معدلات نمو مرتفعة تساهم في زيادة نمو الاقتصاد القومي.

7- منهجية الدراسة التطبيقية

7-1 الهدف من الدراسة التطبيقية

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة التطبيقية في إختبار فروض الدراسة، لتحديد أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون وانعكاسه على كفاءة الاستثمار الرأسمالي، ومن ثم اختبار دور هيكل استحقاق الديون كمتغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي أو في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

7-2 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة و المتوسطة بالبورصة المصرية (Small and Medium-sized Enterprises (SMEs)، والتي بلغ عددها

27 شركة في فترة تجميع بيانات الدراسة التطبيقية، ولقد تم تأسيس هذه البورصة سنة 2007، كما تم بدأ التداول الفعلي على أسهمها سنة 2010، ومن الجدير بالذكر أن الشركات الممثلة بمجتمع الدراسة تضم نوعين من الشركات هما: الشركات المدرجة بقائمة تميز، والشركات المدرجة بقائمة النيل، حيث تضم قائمة تميز الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات الأداء المالي القوي، مع توافر إدارة لعلاقات المستثمرين متميزة وتغطية بحثية لأسهمها بصورة دورية، بينما تضم قائمة النيل الشركات التي تسعى لتحسين درجة التزامها بالافصاح وقواعد الحوكمة وتحسين معدلات نموها، وتتضمن الدراسة الحالية نوعي الشركات حتى يمكن الحصول على أكبر قدر من المشاهدات اللازمة للتحليل الإحصائي.

ومن الجدير بالذكر، أنه يقصد بالشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية الشركات التي يقل رأس المال المصدر والمدفوع لها عن 100 مليون جنيه، ولا يقل رأس المال المصدر والمدفوع لها عن مليون جنيه، عند تقديم طلب القيد لأول مرة، ولا يزيد بعد ذلك رأس المال المصدر والمدفوع لها عن 200 مليون جنيه، من واقع آخر قوائم مالية سنوية أو دورية، وذلك طبقاً لما ورد بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 لسنة 2023 بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية (الهيئة العامة للرقابة المالية، نسخة محدثة يناير 2023).

ولقد تم اختيار مجتمع الدراسة المتمثل في جميع الشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية نظراً لأنها أكثر مناسبة لطبيعة الدراسة الحالية، حيث تواجه الشركات الصغيرة والمتوسطة العديد من المشاكل والتحديات التي تؤثر على الجانب المحاسبي، ومن أهمها:

- محدودية الوصول إلى الأسواق للحصول على القروض بصفة عامة والقروض طويلة الأجل بصفة خاصة، لزيادة مخاطر التخلف عن السداد لذلك عادة ما يمنح المقرضون الشركات الصغيرة قروضاً قصيرة الأجل بدلاً من القروض طويلة الأجل، مما يؤثر على طبيعة هيكل استحقاق الديون لديها، ولذلك من المتوقع أن يكون لدى الشركات الصغيرة نسب أقل من الديون طويلة الأجل مقارنة بالشركات الكبيرة (Elsa & Butar, 2022).

- محدودية الموارد لدى الشركات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بالشركات الكبيرة (وزارة الاستثمار المصرية، 2008)، يفرض عليها ضرورة اتخاذ قرار الاستثمار الرأسمالي الصحيح ومن ثم زيادة كفاءة تخصيص رأس المال بين مشروعات الاستثمار الرأسمالي المختلفة.

• تتطلب البورصة المصرية من الشركات الصغيرة والمتوسطة متطلبات إفصاح أقل عن المطلوبة من الشركات كبيرة الحجم (الهيئة العامة للرقابة المالية، نسخة محدثة يناير 2023)، مما يترتب عليه وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمقرضين لها في الشركات الصغيرة أكثر من الشركات الكبيرة، مما يترتب عليه نقص ثقة المقرضين في الشركات الصغيرة وعدم رغبتهم في منحهم القروض أو منحهم القروض ولكن بسعر فائدة أعلى لتوقع التخلف عن السداد (Elsa & Butar, 2022).

كل المشاكل السابقة التي تواجه الشركات الصغيرة، يجعل الباحثة تتوقع أن تكون العلاقة بين المتغيرات في الدراسة الحالية أكثر وضوحاً في الشركات الصغيرة، وعلى ذلك فإن جودة الأرباح وسيولة الأسهم وهيكل استحقاق الديون سوف تلعب دوراً أكثر فائدة في تعزيز كفاءة الاستثمار الرأسمالي لهذه الشركات أكثر من الشركات الكبيرة التي ركزت عليها معظم الدراسات السابقة.

ولقد شملت عينة الدراسة كافة الشركات بمجتمع الدراسة خلال فترة الدراسة التي تتمثل في ست سنوات (الفترة من سنة 2017 إلى سنة 2022)، بعد استبعاد 4 شركات نظراً لعدم توافر أسعار اسهمها خلال جميع سنوات الدراسة وتتمثل تلك الشركات في المشروعات الصناعية والهندسية بقطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية والمدرجة بقائمة تميز، وكل من شركة المستودعات المصرية العامة بقطاع خدمات النقل والشحن، ولوتس للتنمية والاستثمار الزراعي بقطاع الأغذية والمشروبات والتبغ، وسيتي ترييد لتداول الأوراق المالية بقطاع الخدمات المالية غير المصرفية والمدرجة بقائمة النيل، وبذلك أصبحت عينة الدراسة تتكون من 23 شركة بإجمالي 138 مشاهدة أجري عليها التحليل الإحصائي، مع ملاحظة أنه لأغراض قياس متغير جودة الأرباح من خلال استمراريته والذي يتطلب بيانات سلسلة زمنية لتقدير نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى Autoregressive Model Of Order One AR (1) بين أرباح الفترة الحالية وأرباح الفترة السابقة، تم استخدام بيانات فترة عشر سنوات تبدأ من 2013 وتنتهي في 2022، وتوضح الجداول رقم (أ1)، (ب1)، (ج1) تقسيم عينة الدراسة طبقاً لحجم الشركة، ولل سنوات، والصناعة على الترتيب.

جدول 1أ: تقسيم عينة الدراسة طبقاً لحجم الشركة

النسبة	عدد المشاهدات	حجم الشركة
50	69	شركات صغيرة
50	69	شركات متوسطة
%100	138	الإجمالي

جدول 1ب: تقسيم عينة الدراسة عبر السنوات

الإجمالي	2022	2021	2020	2019	2018	2017	السنة	
69	13	13	13	8	9	13	العدد	مشاهدات الشركات
%100	19	19	19	11	13	19	النسبة	صغيرة الحجم
69	10	10	10	15	14	10	العدد	مشاهدات الشركات
%100	14.4	14.4	14.4	22	20.4	14.4	النسبة	متوسطة الحجم
138	23	23	23	23	23	23	العدد	المشاهدات الكلية

جدول 1ج: تقسيم عينة الدراسة طبقاً للصناعة

أغذية ومشروبات وتبغ	اتصالات وادعلام وتكنولوجيا المعلومات	تجارة وموزعون	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	رعاية صحية وادوية	سياحة وترفيه	عقارات	مقاولات وإنشاءات هندسية	مواد البناء	الموارد الأساسية	الصناعة
12	6	18	18	6	12	24	18	12	12	عدد المشاهدات الكلي
8.7	4.4	13	13	4.4	8.7	17.4	13	8.7	8.7	النسبة الكلية

يتضح من الجدول رقم (أ1) أن نسبة 50% من عينة الدراسة تعتبر شركات صغيرة الحجم بينما 50% من عينة الدراسة تعتبر شركات متوسطة الحجم ومن الجدير بالذكر أن هذا التقسيم للشركات تم بناء على المقياس التالي: إذا زاد حجم الشركة (مقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول) عن وسيط حجم الشركة لجميع الشركات فإن الشركة تعتبر متوسطة الحجم، وتعتبر الشركة صغيرة الحجم بخلاف ذلك، كذلك يتضح من الجدول رقم (ب1) أن السنوات 2018 و2019 بها حجم شركات أكبر، حيث بلغت الشركات متوسطة الحجم نسبة 20.4%، 22% من المشاهدات على الترتيب.

كذلك يتضح من الجدول رقم (ج1) أن العقارات تمثل أكبر نسبة تمثيل في عينة الدراسة ككل حيث بلغت 17.4%، يليها المقاولات والإنشاءات الهندسية، والخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات، وتجارة وموزعون بنسبة 13%، يلي ذلك باقي القطاعات الأخرى.

7-3 قياس متغيرات الدراسة

7-3-1 قياس المتغير الوسيط هيكل استحقاق الديون

سوف يتم استخدام المقياس التالي لقياس هيكل استحقاق الديون في الدراسة الحالية: - نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون (Nguyen, 2022; Thi Do & Phan, 2022; Nouman et al., 2022; Trang Do, 2021; Pamungkas et al., 2021; Phan, 2020)، وتحسب باستخدام المعادلة الآتية:

$$DM = LTL/TL$$

حيث أن: LTL الديون طويلة الأجل التي أجل استحقاقها أكثر من عام واحد، TL إجمالي الديون (قصيرة وطويلة الأجل)، DM يمثل هيكل استحقاق الديون، وتشير قيمة DM الأعلى إلى انخفاض عدم تناسق المعلومات بين إدارة الشركة والمقرضين لها حيث يكون المقرض على استعداد لتقديم ديون ذات أجل استحقاق أطول، كما تشير قيمة DM الأعلى إلى ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل لدى الشركة وانخفاض نسبة الديون قصيرة الأجل لديها (Pamungkas et al., 2021).

7-3-2 قياس المتغير التابع: كفاءة الاستثمار الرأسمالي

سوف يتم استخدام المقاييس التالية لقياس كفاءة الاستثمار IE_{it}

الرأسمالي في الدراسة الحالية وذلك كما يلي:

- حساب الرقم المطلق للبواقى (تقدير الخطأ العشوائي) في نموذج انحدار كفاءة الاستثمار مضروباً في -1 ، والتي تمثلها المعادلة التالية: (Aulia & Siregar, 2018).

$$IE_{it} = |actIE_{it} - [b_0 + b_1RG_{it-1} + b_2N_{it-1} + b_3N * RG_{it-1}]| * (-1)$$

حيث:

IE_{it} كفاءة الاستثمار الرأسمالي (البواقى) للشركة i في السنة t .

$actIE_{it}$ الاستثمار الرأسمالي الفعلي للشركة i في السنة t ، ويحسب من خلال الفرق بين الأصول الملموسة وغير الملموسة للشركة i في السنة t والسنة $t-1$ مقسوماً على إجمالي الأصول للسنة $t-1$.

RG_{it-1} معدل نمو الإيرادات للشركة i في السنة $t-1$.

N_{it-1} متغير صوري يأخذ القيمة واحد إذا كان نمو الإيرادات للشركة i في السنة $t-1$ سالباً ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.

الحد الثابت في معادلة الانحدار b_0 ، معاملات الانحدار المقدر في معادلة الانحدار $b_3 - b_0$ ، ولقد تم الضرب في سالب واحد لسهولة تفسير النتائج فكلما زادت قيمة البواقى كلما زادت كفاءة الاستثمار الرأسمالي.

- سوف يتم استخدام مقياس آخر بديل لكفاءة الاستثمار الرأسمالي IE تم استخدامه في دراسة (Asiri et al., 2020)، وسوف يتم التعرض له تفصيلاً، عند عرض التحليلات الإضافية Additional Tests بنتائج الدراسة التطبيقية.

7-3-3 قياس المتغير المستقل: جودة الأرباح

نظراً لعدم وجود تعريف شامل وموحد لجودة الأرباح، فإنه لا يوجد مقياس موحد لها، لذلك سوف تقيس الدراسة الحالية جودة الأرباح باستخدام أهم المقاييس المحاسبية الشائعة في هذا المجال ومن أهمها استمرارية الأرباح Earnings persistence، (Vo & CHU, 2019) حيث يعتبر من المقاييس الشائعة لجودة الأرباح المعتمدة على المحاسبة، وتعني استمرارية الأرباح مدى قدرة أرباح الشركة الحالية على الاستمرار وعدم التذبذب والاستدامة أي المحافظة على مستويات الأرباح في المستقبل، وكلما انصفت الأرباح بالاستمرارية كلما زادت جودة الأرباح، وتحسب طبقاً لمعادلة الانحدار الذاتي التالية والتي يتم حسابها لكل شركة على حدة:

$$\bullet NI_{it} = b_0 + b_1 NI_{it-1}$$

حيث أن:

NI_{it} تمثل نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t).

NI_{it-1} تمثل نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t-1).

b_0 يمثل الحد الثابت في نموذج الانحدار، بينما b_1 تمثل معامل الانحدار المقدر لكل شركة على حدة، والذي يعتبر مؤشراً على استمرارية الأرباح EQ، فكلما زادت قيمة معامل الانحدار b_1 واقتربت من الواحد الصحيح أو زادت عنه كلما دل ذلك على استمرارية الأرباح أي زيادة العلاقة بين أرباح الفترة الحالية وأرباح الفترة السابقة وبالتالي زيادة جودة الأرباح واستمراريتها، بينما إذا كان هذا المعامل قريباً من الصفر أو أقل منه فإنه يشير إلى أن الأرباح مؤقتة وذات جودة منخفضة. (Vo & CHU, 2019)

7-3-4 قياس المتغير المستقل: سيولة الأسهم

تتعدد المقاييس المستخدمة لقياس سيولة الأسهم، وفي الدراسة الحالية سوف يتم استخدام نسبة السيولة لـ Amihud، ولقد استخدمت الدراسة الحالية هذا المقياس لأنه أكثر دقة من باقي المقاييس المستخدمة لقياس سيولة الأسهم، وتحسب هذه النسبة باستخدام المعادلة التالية: (Bajaher & Shawtari, 2022; Shahzad et al., 2022; Quah et al., 2021).

$$\bullet SL_{it} = -1 \times \ln \left(1 + \left[\frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{|R_{it}|}{VOL_{it}} \times 10^6 \right] \right)$$

حيث:

• SL_{it} تعبر عن نسبة السيولة لـ Amihud لسهم الشركة i في السنة t .

- D_{it} تعبر عن إجمالي عدد أيام تداول الأسهم للشركة i خلال السنة t .
- $|R_{it}|$ تعبر عن معدل العائد المطلق على سهم الشركة i في اليوم t ، ويحسب من خلال الفرق المطلق بين سعر السهم في اليوم t وسعر السهم في اليوم $t-1$ مقسوماً على سعر السهم في اليوم $t-1$.
- VOL_{it} تعبر عن قيمة التداول على سهم الشركة i في اليوم t .
- ln تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي، ولقد تم استخدامه حتى يتبع هذا المقياس التوزيع الطبيعي، ولقد تم الضرب في سالب واحد لسهولة تفسير النتائج فكلما زادت النسبة كلما زادت سيولة الأسهم.

7-3-5 قياس المتغيرات الرقابية

المتغيرات الرقابية هي أهم المتغيرات التي قد تكون مؤثرة على المتغير التابع وتناولتها الدراسات السابقة، وتمثل تلك المتغيرات في: ملموسية الأصول والتدفقات النقدية، وحجم الشركة، حيث توصلت دراسة (Ahangar, 2021) ودراسة (Pamungkas et al., 2021) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين كل من: حجم الشركة وملموسية الأصول وهيكل استحقاق الديون على الترتيب، كذلك توصلت دراسة (Ahangar, 2021) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين التدفقات النقدية وهيكل استحقاق الديون.

كما توصلت دراسة (Tahat et al., 2022) إلى أن كل من حجم الشركة والتدفقات النقدية وملموسية الأصول ترتبط بعلاقة طردية جوهرية مع كفاءة الاستثمار الرأسمالي. والجدول التالي يلخص طريقة قياس متغيرات الدراسة بصفة عامة والمتغيرات الرقابية بصفة خاصة.

جدول 2: متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

رمز المتغير	المتغير	نوع المتغير	طريقة القياس	دراسات سابقة استخدمت نفس المقياس
DM	هيكل استحقاق الديون	متغير وسيط Mediator Variable	نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون	(Nguyen, 2022; Thi Do & Phan, 2022)
EQ	جودة الأرباح	مستقل في النموذج الأول والثاني	استمرارية الأرباح	(Vo & CHU, 2019)
SL	سيولة الأسهم	مستقل في النموذج الأول والثاني	نسبة السيولة—Amihud	(Bajaher & Shawtari, 2022; Shahzad et al., 2022)
IE	كفاءة الاستثمار الرأسمالي	تابع في نموذج الدراسة الثاني	الرقم المطلق للباقي في نموذج انحدار كفاءة الاستثمار مضروباً في سالب واحد	(Aulia & Siregar, 2018)

متغيرات رقابية				
(Ahangar, 2021)	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	رقابي في النموذج الأول والثاني	لموسية الأصول	AT
(Ahangar, 2021)	نسبة الربح بعد الضريبة مضافاً إليه الأهلاك مقسوماً على إجمالي الأصول	رقابي في النموذج الأول والثاني	التدفقات النقدية	CF
(Marks & Shang , 2021)	اللوغار يتم الطبيعي لإجمالي الأصول	رقابي في النموذج الأول والثاني	حجم الشركة	SIZ

7-4 أساليب جمع البيانات

تم جمع بيانات الدراسة التطبيقية من خلال القوائم المالية السنوية المنشورة والايضاحات المتممة لها، كما تم الحصول على المعلومات اللازمة لقياس سيولة الأسهم من إدارة البورصة، بالإضافة إلى بعض المواقع الالكترونية مثل مواقع الشركات على شبكة الإنترنت، وموقع mubasher وموقع سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية.

7-5 نماذج الدراسة

النموذج الأول (في صورة انحدار متعدد)

$$DM = b_0 + b_1EQ + b_2SL + Controls$$

حيث:

هيكل استحقاق الديون DM .

المتغيرات المستقلة: جودة الأرباح EQ ، وسيولة الأسهم SL .

المتغيرات الرقابية: $Controls$ تتمثل في ملموسية الأصول والتدفقات النقدية، وحجم الشركة.

الحد الثابت في معادلة الانحدار b_0 ، معاملات الانحدار المقدر في معادلة الانحدار $b_0 - b_2$.

النموذج الثاني (في صورة انحدار خطي متعدد)

$$IE = b_0 + b_1EQ + b_2SL + b_3DM + Controls$$

حيث:

المتغير التابع: كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE .

المتغيرات المستقلة: جودة الأرباح EQ ، وسيولة الأسهم SL .

المتغير الوسيط Mediator Variable: هيكل استحقاق الديون DM ، وهذا المتغير قد يتوسط

العلاقة بين المتغيرين المستقلين (سيولة الأسهم SL ، وجودة الأرباح EQ) والمتغير التابع كفاءة

الاستثمار الرأسمالي IE .

المتغيرات الرقابية: $Controls$ تتمثل في ملموسية الأصول والتدفقات النقدية، وحجم الشركة.

الحد الثابت في معادلة الانحدار b_0 ، معاملات الانحدار المقدر في معادلة الانحدار $b_0 - b_3$.

7-6 الأساليب الإحصائية المستخدمة

تم استخدام البرنامج الإحصائي الإحصائي **Stata 17.0** مع استخدام الأساليب التالية:

- نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى بين أرباح الفترة الحالية وأرباح الفترة السابقة، وذلك لقياس متغير استمرارية الأرباح وجودتها، ولقد تم استخدام هذا النموذج لأنه يفسر القيمة الحالية للسلسلة الزمنية بدلالة القيم الماضية لها.

- الإحصاء الوصفي Descriptive Statistics لمتغيرات الدراسة باستخدام مقاييس الوسط الحسابي والوسيط، أدنى قيمة، وأقصى قيمة.

- نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data (Crosssectional Time-Series Data) التي ينتج عنها ثلاثة نماذج للانحدار هي: النموذج التجميعي Pooled Model، ونموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects، ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effects، وسوف يتم استخدام الاختبارات والتحليلات التالية:

- اختبار Shapiro-Wilk لاختبار تبعية البيانات والبواقي في نموذج الانحدار للتوزيع الطبيعي.
- اختبار White's Test للتأكد من تجانس البيانات Homoscedasticity.
- تحليل الارتباط الخطي لبيرسون لقياس معنوية العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير الوسيط.

- اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية المقطعية، للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية.
- اختبار Chow Test للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.
- اختبار Breusch And Pagan Lagrangian Multiplier Test للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار Hausman Test للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

ولاختبار الوساطة سوف يتم استخدام نموذج تحليل المسار Path Analysis وذلك كما يلي:

- لاختبار المتغير الوسيط يتم استخدام مجموعة من الاختبارات هي: اختبار دلنا Delta، واختبار سوبيل Sobel Test واختبار مونت كارلو Monte Carlo.

- لاختبار جودة المطابقة لنموذج تحليل المسار سوف تستخدم مجموعة من المؤشرات هي: اختبار χ^2 ومؤشر جذر متوسط مربعات خطأ التقارب Root Mean Square Error Of Approximation (RMSEA)، ومؤشر جذر متوسط مربعات البواقي المعيارية

Standardized Root Mean Squared Residual (SRMR)، وكذلك مؤشر المطابقة المقارن Comparative Fit Index (CFI)، ومؤشر توكر لويس Tucker-Lewis (TLI) index.

7-7 التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة

فيما يلي عرض لنتائج التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة:

1-7-7 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول التالي نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

جدول 3: نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	أقل قيمة	أعلى قيمة
DM	0.346	0.203	0.000	0.984
EQ	0.3701	0.3514	-0.225	1.268
SL	-0.338	-0.173	-0.836	-0.007
IE	-0.292	-0.175	-0.791	-0.008
AT	0.542	0.499	0.331	0.942
CF	0.051	0.036	-0.251	0.312
SIZ	10.290	10.195	8.17	12.99

من الجدول السابق يمكن استنتاج ما يلي:

– المتغير هيكل استحقاق الديون DM بلغ الوسط الحسابي له 0.346، كما بلغ الوسيط 0.203، كما بلغت أكبر قيمة له 0.984 وأقل قيمة 0.000، وتشير هذه النتائج إلى زيادة الديون قصيرة الأجل في التمويل أكثر من الديون طويلة الأجل بالشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية.

– المتغير جودة الأرباح EQ (مقاس بقيمة معامل الانحدار الذاتي المقدر b_1 للأرباح لكل شركة على حدة) بلغ المتوسط الحسابي له 0.3701، كما بلغ الوسيط 0.3514، كما بلغت أكبر قيمة له 1.268 وأقل قيمة -0.225، وتشير هذه النتائج إلى أن الشركات بعينة الدراسة ككل تتصف بانخفاض استمرارية وجودة الأرباح لديها، كما إنها تباينت في النتائج ما بين شركات تتمتع باستمرارية الأرباح وجودتها حيث يزيد معامل الانحدار المقدر b_1 لديها عن واحد، وشركات تتصف أرباحها بأنها أرباح غير مستمرة حيث يقل معامل الانحدار المقدر b_1 لديها عن صفر، وفي رأي الباحثة فإن هذه النتائج ترجع إلى أن الشركات بعينة الدراسة صغيرة ومتوسطة، وقد تعاني من العديد من الصعوبات والمشاكل التمويلية مما يؤثر سلباً على استمرارية الأرباح الخاصة بتلك الشركات في المستقبل.

- المتغير سيولة الأسهم SL بلغ الوسط الحسابي له -0.338، كما بلغ الوسيط -0.173، كما بلغت أكبر قيمة له -0.007 وأقل قيمة -0.836، وتشير هذه النتائج إلى نقص سيولة الأسهم بالشركات الصغيرة والمتوسطة.
- المتغير كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE بلغ الوسط الحسابي له -0.292، كما بلغ الوسيط -0.175، كما بلغت أكبر قيمة له -0.008 وأقل قيمة -0.791، وتشير هذه النتائج إلى انخفاض كفاءة الاستثمار الرأسمالي بالشركات الصغيرة والمتوسطة.
- المتغير ملموسية الأصول AT بلغ الوسط الحسابي له 0.542، كما بلغ الوسيط 0.499، كما بلغت أكبر قيمة له 0.942 وأقل قيمة 0.331.
- التدفقات النقدية CF بلغ الوسط الحسابي له 0.051، كما بلغ الوسيط 0.036، كما بلغت أكبر قيمة له 0.312 وأقل قيمة -0.251.
- حجم الشركة SIZ بلغ الوسط الحسابي له 10.290، كما بلغ الوسيط 10.195، كما بلغت أكبر قيمة له 12.99 وأقل قيمة 8.17.

7-7-2 اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

يشترط لاستخدام نماذج انحدار السلاسل الزمنية المقطعية أن تتبع متغيرات الدراسة الكمية الداخلة في النموذج الأول والثاني للتوزيع الطبيعي، وللتأكد من ذلك تم استخدام برنامج Stata17.0 لإجراء اختبار Shapiro-Wilk، وأظهرت النتائج أن قيمة P.Value للاختبار أكبر من مستوى المعنوية 0.05 للمتغيرات IE, EQ, SL, DM, AT, CF, SIZ، حيث بلغت 0.110، 0.201، 0.080، 0.122، 0.051، 0.614، 0.087، على الترتيب، ومن ثم فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

7-7-3 اختبار تجانس البيانات

للحكم على تجانس البيانات تم استخدام اختبار White's Test كما يتضح من الجدول التالي.

جدول 4: نتائج White's Test

P.Value	إحصائي الاختبار Chi-square	بيان
0.000	123.29	النموذج الأول للدراسة
0.000	111.50	النموذج الثاني للدراسة

يتضح من الجدول السابق وجود مشكلة عدم التجانس في البيانات حيث أن قيمة P.Value أقل من مستوى المعنوية 0.05 للنموذج الأول والثاني للدراسة، وللتخلص من هذه المشكلة يتم تشغيل نماذج الانحدار بطريقة الخطأ المعياري النشط Robust Standard Error.

7-7-4 تحليل الارتباط الخطي لبيرسون:

يوضح الجدول التالي نتائج تحليل الارتباط الخطي لبيرسون للمتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط بنماذج الدراسة.

جدول 5: نتائج تحليل الارتباط الخطي لبيرسون للمتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) EQ	1					
(2) SL	0.69	1				
(3) AT	0.70*	-0.68*	1			
(4) CF	-0.67*	0.65*	-0.37	1		
(5) SIZ	0.70*	-0.29*	0.68*	-0.70*	1	
(6) DM	0.65*	0.70*	0.61*	-0.31*	0.70*	1

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج Stata 17.0 . Correlation is significant *

يتضح من الجدول السابق وجود ارتباط بين المتغيرات ولكن لا يزيد عن $0.7 \pm$ (مثل الارتباط بين المتغير EQ، SL حيث أن معامل الارتباط يساوي 0.69)، مما يدل على عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي بين هذه المتغيرات.

7-7-5 اختبار سكون أو استقرار السلسلة الزمنية

يشترط لاستخدام نماذج انحدار السلاسل الزمنية المقطعية التأكد من استقرار السلاسل الزمنية، لذلك تم تطبيق اختبارات جذر الوحدة لجميع متغيرات الدراسة الكمية التابعة والمستقلة، والجدول التالي يوضح تلك النتائج.

جدول 6: نتائج اختبارات جذر الوحدة

المعنوية Sig. للاختبار Harris-Tzavalis Level عند المستوى	قيمة إحصائي الاختبار Harris-Tzavalis Level عند المستوى	المعنوية Sig. للاختبار Hadri LM Level عند المستوى	قيمة إحصائي الاختبار Hadri LM Level عند المستوى	المتغيرات
0.001	0.7794	0.000	10.238	DM
0.000	0.2045	0.001	3.076	EQ
0.002	0.6716	0.000	8.806	SL
0.000	0.0443	0.000	3.382	IE
0.004	0.5492	0.000	7.053	AT
0.000	-0.4059	0.000	-2.0996	CF
0.000	0.0219	0.002	2.7851	SIZ

يتضح من الجدول السابق استقرارية السلاسل الزمنية عند المستوى Level لجميع المتغيرات، لأن قيمة P.Value أقل من مستوى المعنوية 0.05 عند المستوى Level.

7-7-6 نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الأول واختبار الفرض الأول والثاني للبحث

لتطبيق النموذج الأول للدراسة يجب المفاضلة بين نماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، المتمثلة في: النموذج التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية، لتحديد نموذج التحليل الذي يناسب طبيعة بيانات الدراسة الحالية، والجدول التالي يوضح نتائج النماذج الثلاثة المذكورة.

جدول 7: نتائج نماذج السلاسل الزمنية المقطعية للنموذج الأول

نموذج التأثيرات العشوائية		نموذج التأثيرات الثابتة		النموذج التجميعي		
قيمة z test والمعنوية Sig	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	
-1.32 (.011)	-0.203	0.25 (.052)	0.034	-4.44 (.003)	-1.373	Constant
0.15 (.020)	0.019	0.42 (.010)	0.046	5.03 (.000)	1.066	EQ
5.67 (.000)	0.273	3.92 (.000)	0.162	6.95 (.000)	0.731	SL
5.25 (.000)	0.577	2.92 (.004)	0.384	4.99 (.000)	0.981	AT
-2.10 (.031)	-1.420	-3.10 (.060)	-1.304	-2.03 (.040)	-1.203	CF
0.27 (.008)	0.005	0.49 (.000)	0.007	4.56 (.000)	0.169	SIZ
				0.891		معامل التحديد R square
		0.907				معامل التحديد Within R square
0.908						معامل التحديد Overall R square
		9.17(.000)		322.26(.000)		F test والمعنوية
328.65(.000)						Wald chi2 test والمعنوية

مستوى المعنوية بين قوسين.

وللمفاضلة بين نماذج الانحدار السابقة، تم استخدام الاختبارات الإحصائية التي يوضحها الجدول التالي:

جدول 8: نتائج المفاضلة بين نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

الاختبارات	الهدف من الاختبار	إحصائي الاختبار	P-Value	النتائج
Chow Test	المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة	85.38	0.000	نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب
Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier Test	المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية	93.37	0.000	نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب
Hausman Test	المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية	3.54	0.471	نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب

من الجدول السابق يمكن استنتاج أن نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب للبيانات والذي تم عرض نتائجه تفصيلاً ببيانات العمود الرابع من الجدول رقم (7) السابق ، ومن تلك البيانات يمكن استنتاج أن النموذج الأول يأخذ الصيغة التالية:

$$DM = -0.203 + 0.019EQ + 0.273SL + 0.577AT - 1.420CF + 0.005SIZ$$

من المعادلة السابقة يمكن استنتاج ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين المتغير المستقل جودة الأرباح EQ والمتغير التابع هيكل استحقاق الديون DM ، حيث أن زيادة جودة الأرباح بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون بمقدار 0.019، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Maurice et al., 2020).

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين المتغير المستقل سيولة الأسهم SL والمتغير التابع هيكل استحقاق الديون DM ، حيث أن زيادة سيولة الأسهم بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون بمقدار 0.273، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Ahangar, 2021).

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين المتغير لملوسية الأصول AT والمتغير التابع هيكل استحقاق الديون DM ، حيث أن زيادة لملوسية الأصول بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون بمقدار 0.577، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Pamungkas et al., 2021).

- وجود علاقة ارتباط عكسية جوهرية بين المتغير التدفقات النقدية CF والمتغير التابع هيكل استحقاق الديون DM، حيث أن زيادة التدفقات النقدية بنسبة 1% يؤدي إلى نقص نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون بمقدار 1.420، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Ahangar, 2021).

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين المتغير المستقل حجم الشركة SIZ والمتغير التابع هيكل استحقاق الديون DM، حيث أن زيادة حجم الشركة بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون بمقدار 0.005، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Ahangar, 2021).

ويشير النموذج الأول إلى:

- قبول صحة الفرض الأول للدراسة الذي ينص على:

تؤثر جودة الأرباح بصورة جوهرية على هيكل استحقاق الديون.

- قبول صحة الفرض الثاني للدراسة الذي ينص على:

تؤثر سيولة الأسهم بصورة جوهرية على هيكل استحقاق الديون.

- الحكم على صلاحية نموذج الانحدار العشوائي السابق والذي يمثل النموذج الأول للدراسة:

1- معنوية النموذج والمعلومات المقدرة: ثبتت معنوية النموذج ككل وفقاً لاختبار (Wald chi2 test)، حيث بلغت قيمة احصائي الاختبار (328.65) للنموذج بمستوى معنوية أقل من 0.05، كما ثبت معنوية المعلومات المقدرة بالنموذج وفقاً لاختبار (Z) حيث كان مستوى المعنوية أقل من 0.05 لكل المتغيرات بالنموذج.

2- جودة التوفيق (القدرة التفسيرية للنموذج الأول): بلغت قيمة معامل التحديد Overall R square للنموذج (0.908)، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما قيمته 90.8% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج.

7-7-7 نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الثاني واختبار الفرض الثالث والرابع

والخامس للبحث

ولتطبيق النموذج الثاني للدراسة يجب المفاضلة بين نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، المتمثلة في: النموذج التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية، لتحديد نموذج التحليل الذي يناسب طبيعة بيانات الدراسة الحالية، والجدول التالي يوضح نتائج النماذج الثلاثة المذكورة.

جدول 9: نتائج نماذج السلاسل الزمنية المقطعية للنموذج الثاني

نموذج التأثيرات العشوائية		نموذج التأثيرات الثابتة		النموذج التجميعي		
قيمة z test والمعنوية Sig	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	
-28.12 (.000)	-3.719	-25.99 (.000)	-3.689	-14.21 (.000)	-4.259	Constant
0.67 (.030)	0.071	0.12 (.040)	0.013	5.08 (.000)	1.062	EQ
1.19 (.200)	0.055	0.93 (.300)	0.428	0.46 (.600)	0.036	SL
-9.95 (.000)	-0.817	-6.55 (.000)	-0.648	-12.97 (.000)	-1.017	DM
2.08 (.037)	0.231	0.90 (.037)	0.127	2.69 (.008)	0.521	AT
2.10 (.000)	2.46	2.33 (.021)	1.47	2.39 (.030)	1.33	CF
22.51 (.000)	0.334	22.97 (.000)	0.333	10.59 (.000)	0.382	SIZ
				0.909		معامل التحديد R square
		0.923				معامل التحديد Within R square
0.944						معامل التحديد Overall R square
		220.61(.000)		447.36(.000)		F test والمعنوية
1339.39(.000)						Wald chi2 test والمعنوية

مستوى المعنوية بين قوسين.

وللمفاضلة بين نماذج الانحدار السابقة ، تم استخدام الاختبارات التي يوضحها الجدول التالي:

جدول 10: نتائج المفاضلة بين نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

الاختبارات	الهدف من الاختبار	إحصائي الاختبار	P-Value	النتائج
Chow Test	المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة	62.46	0.000	نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب
Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier Test	المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية	228.62	0.000	نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب
Hausman Test	المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية	8.69	0.122	نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب

من الجدول السابق يمكن استنتاج أن نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب للبيانات والذي تم عرض نتائجه تفصيلاً ببيانات العمود الرابع من الجدول رقم (9) السابق ، ومن تلك البيانات يمكن استنتاج أن النموذج الثاني يأخذ الصيغة التالية:

$$IE = -3.719 + 0.071EQ + 0.055SL - 0.817DM + 0.231AT \\ + 2.46CF + 0.334SIZ$$

من المعادلة السابقة يمكن استنتاج ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين المتغير المستقل جودة الأرباح EQ والمتغير التابع كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE ، حيث أن زيادة جودة الأرباح بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار الرأسمالي بمقدار 0.071، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Tahat et al., 2022).

- عدم وجود علاقة ارتباط جوهرية بين المتغير المستقل سيولة الأسهم SL والمتغير التابع كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE ، حيث بلغ مستوى المعنوية وفقاً لاختبار Z test (200). أي أكبر من 0.05، مما يعني عدم وجود علاقة ارتباط جوهرية بين المتغيرين، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Cheung et al., 2022).

- وجود علاقة ارتباط عكسية جوهرية بين المتغير هيكل استحقاق الديون DM والمتغير التابع كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE ، حيث أن زيادة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون بنسبة 1% يؤدي إلى نقص كفاءة الاستثمار الرأسمالي بمقدار 0.817، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Sukarno et al., 2022).

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين المتغير ملموسية الأصول AT والمتغير التابع كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE ، حيث أن زيادة ملموسية الأصول بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار الرأسمالي بمقدار 0.231، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Tahat et al., 2022).

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين المتغير التدفقات النقدية CF والمتغير التابع كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE ، حيث أن زيادة التدفقات النقدية بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار الرأسمالي بمقدار 2.46، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Tahat et al., 2022).

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين المتغير حجم الشركة SIZ والمتغير التابع كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE ، حيث أن زيادة حجم الشركة بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار الرأسمالي

بمقدار 0.334، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Tahat et al., 2022).

ويشير النموذج الثاني إلى:

- قبول صحة الفرض الثالث للدراسة الذي ينص على:
- تؤثر جودة الأرباح بصورة جوهرية على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.
- رفض صحة الفرض الرابع للدراسة الذي ينص على:
- تؤثر سيولة الأسهم بصورة جوهرية على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.
- قبول صحة الفرض الخامس للدراسة الذي ينص على:
- يؤثر هيكل استحقاق الديون بصورة جوهرية على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.
- الحكم على صلاحية نموذج الانحدار العشوائي السابق والذي يمثل النموذج الثاني للدراسة:
- 1- معنوية النموذج والمعاملات المقدرة: ثبتت معنوية النموذج ككل وفقاً لاختبار (Wald chi2 test)، حيث بلغت قيمة احصائي الاختبار (1339.39) للنموذج بمستوى معنوية أقل من 0.05، كما ثبت معنوية المعاملات المقدرة بالنموذج وفقاً لاختبار (Z) حيث كان مستوى المعنوية أقل من 0.05 لكل المتغيرات بالنموذج فيما عدا متغير سيولة الأسهم SL.
- 2- جودة التوفيق (القدرة التفسيرية للنموذج الثاني): بلغت قيمة معامل التحديد Overall R square للنموذج (0.944)، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما قيمته 94.4% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج.

7-7-8 تحليلات إضافية Additional Tests

للتأكد من نتائج نموذج الثاني للدراسة تم استخدام مقياس آخر بديل لكفاءة الاستثمار الرأسمالي IE تم استخدامه في دراسة (Asiri et al., 2020)، ويتمثل هذا المقياس في الرقم المطلق للفرق بين الاستثمار الفعلي للشركة ووسيط قيمة الاستثمار للشركات التي تعمل بنفس صناعة الشركة مضروباً في سالب واحد، وجاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول 11: نتائج نماذج السلاسل الزمنية المقطعية باستخدام مقياس بديل لكفاءة الاستثمار

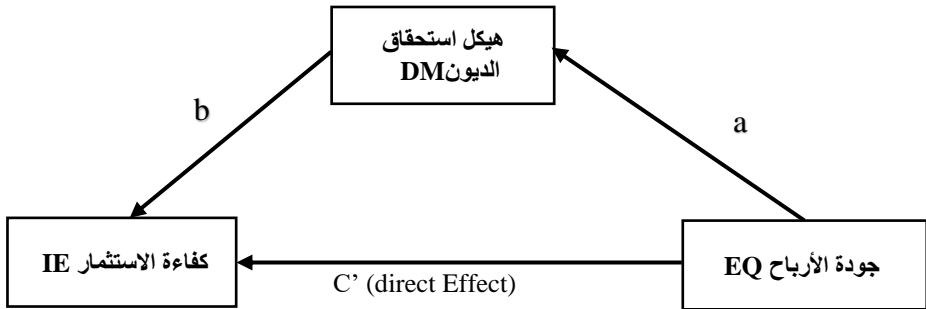
نموذج التأثيرات العشوائية		نموذج التأثيرات الثابتة		النموذج التجميعي		
قيمة z test والمعنوية Sig	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients غير المعيارية	
-8.04 (.000)	-3.932	-5.84 (.000)	-3.809	-8.33 (.000)	-3.962	Constant
1.21 (.020)	0.453	0.24 (.020)	0.128	2.36 (.020)	0.784	EQ
0.01 (.100)	0.001	0.14 (.200)	0.029	0.59 (.400)	0.075	SL
-6.76 (.000)	-1.071	-1.51 (.000)	-0.685	-8.28 (.000)	-1.029	DM
1.57 (.001)	0.486	0.45 (.031)	0.296	1.99 (.048)	0.612	AT
3.11 (.060)	0.997	2.10 (.090)	0.892	2.14 (.070)	0.981	CF
6.09 (.000)	0.353	5.11 (.000)	0.341	6.15 (.000)	0.353	SIZ
				0.862		معامل التحديد R square
		0.889				معامل التحديد Within R square
0.940						معامل التحديد Overall R square
		10.95(.000)		165.43(.000)		F test
366.53(.000)						Wald chi2 test
		5.03(.000)				Chow Test
		19.89(.000)				Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier Test
		5.05(0.421)				Hausman Test

مستوى المعنوية بين قوسين.

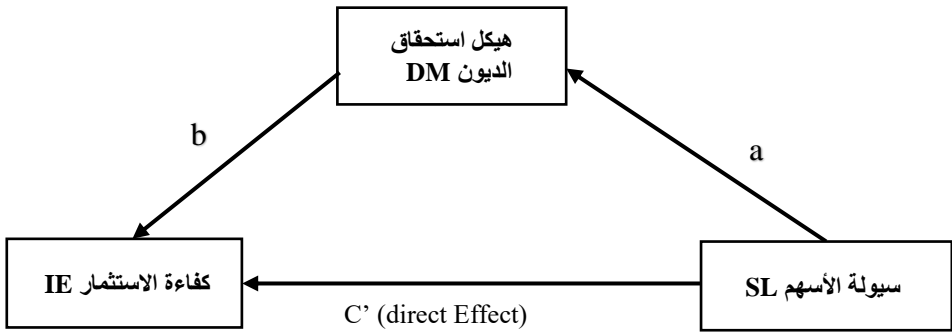
يؤكد الجدول السابق على نفس النتائج التي تم التوصل إليها الخاصة بالنموذج الثاني للدراسة واختبارات الفروض الثالث والرابع والخامس للبحث.

7-7-9 نتائج اختبار الوساطة واختبار الفرض السادس والسابع للبحث

لأغراض اختبار الفرض السادس والسابع تم استخدام تحليل المسار Path Analysis مع اختبار المتغير الوسيط باستخدام اختبار Delta، واختبار سوبيل Sobel Test، واختبار مونت كارلو Monte Carlo، ويعد تحليل المسار أحد أنواع النماذج في النمذجة بالمعادلة البنائية Structural Equation Modeling، وسوف يجرى هذا التحليل باستخدام برنامج Stata 17.0، لدراسة العلاقات التي يوضحها الشكلين التاليين:



شكل 1: يوضح العلاقة بين جودة الأرباح و كفاءة الاستثمار الرأسمالي في وجود المتغير الوسيط هيكل استحقاق الديون



شكل 2: العلاقة بين سيولة الأسهم و كفاءة الاستثمار الرأسمالي في وجود المتغير الوسيط هيكل استحقاق الديون

وسوف يتم اختبار المتغير الوسيط في ضوء القواعد التالية: (Ting, I. W. K. et al., 2021) - إذا كانت P-Value لمعاملات الأثر المباشر المعياري للمتغير المستقل على المتغير التابع أي معامل نموذج الانحدار b_1 ، b_2 بنموذج البحث الثاني [يمثله المسار C' في الشكل رقم (1)]

والشكل رقم (2) [دال احصائياً أي أقل من أو يساوي 0.05، وفي نفس الوقت P-Value لمعاملات الأثر غير المباشر المعياري للمتغير المستقل على المتغير التابع في وجود المتغير الوسيط] يمثله حاصل ضرب المسار a في المسار b بالشكل رقم (1) والشكل رقم (2)، حيث يمثل المسار a معامل نموذج الانحدار b_1 ، b_2 بنموذج البحث الأول، بينما يمثل المسار b معامل نموذج الانحدار b_3 بنموذج البحث الثاني [دال احصائياً أي أقل من أو يساوي 0.05، إذا توجد وساطة جزئية Partial Mediation، أي أن أثر المتغير المستقل على المتغير التابع يقل في وجود المتغير الوسيط.

- إذا كان معاملات الأثر المباشر المعياري أي المسار C' في الشكل رقم (1) والشكل رقم (2) غير دال احصائياً أي أكبر من أو يساوي 0.05، وفي نفس الوقت معاملات الأثر غير المباشر المعياري [حاصل ضرب المسار a في المسار b بالشكل رقم (1) والشكل رقم (2)] غير دال احصائياً أي أكبر من أو يساوي 0.05، إذا لا توجد وساطة.

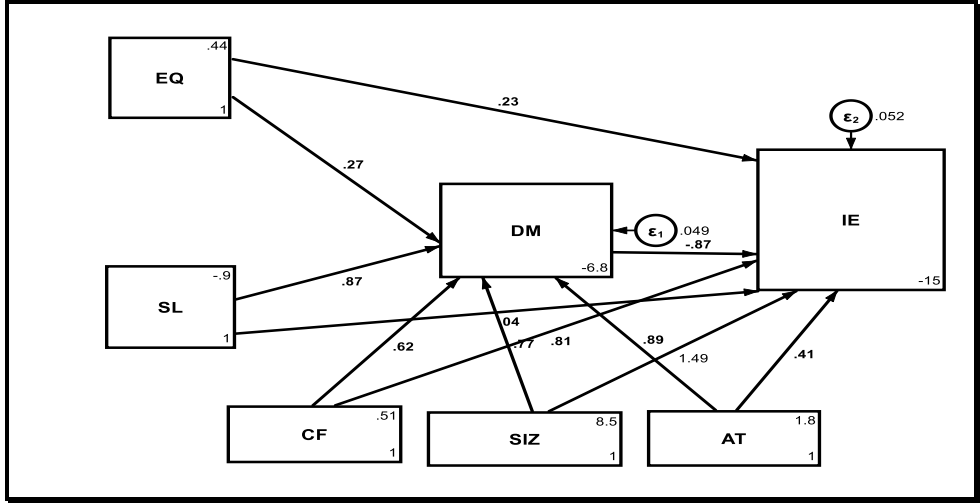
- إذا كان معاملات الأثر المباشر المعياري أي المسار C' في الشكل رقم (1) والشكل رقم (2) دال احصائياً، وفي نفس الوقت معاملات الأثر غير المباشر المعياري [حاصل ضرب المسار a في المسار b بالشكل رقم (1) والشكل رقم (2)] غير دال احصائياً، إذا لا توجد وساطة.

- إذا كان معاملات الأثر المباشر المعياري أي المسار C' في الشكل رقم (1) والشكل رقم (2) غير دال احصائياً، وفي نفس الوقت معاملات الأثر غير المباشر المعياري [حاصل ضرب المسار a في المسار b بالشكل رقم (1) والشكل رقم (2)] دال احصائياً، إذا توجد وساطة كلية Full Mediation أي أن أثر المتغير المستقل على المتغير التابع يختفي في وجود المتغير الوسيط.

وسوف نتناول نتائج التحليل الإحصائي لاختبار الوساطة، ومن ثم اختبار الفرض السادس والسابع للبحث باستخدام مقياس كفاءة الاستثمار الممثل في الرقم المطلق للبوافي في نموذج انحدار كفاءة الاستثمار مضرراً في سالب واحد، وذلك كما يلي:

1- نموذج تحليل المسار Path Analysis

يوضح الشكل التالي مخرجات البرنامج الإحصائي (Stata 17.0)، مع ملاحظة أن المعاملات بهذا الشكل معيارية، كما إن ε_1 ، ε_2 تمثل أخطاء التنبؤ Prediction Errors في نموذج تحليل المسار.



شكل 3: يبين مخرجات تحليل المسار باستخدام برنامج Stata 17.0 لاختبار الفرض السادس والسابع للبحث

ويمكن عرض مخرجات التحليل الإحصائي تفصيلاً ، ومن ثم اختبار الفرض السادس والسابع للبحث كما يلي:

2- نتائج اختبار الوساطة واختبار الفرض السادس للبحث

يمكن التعرف على نتائج اختبار الوساطة واختبار الفرض السادس للبحث من خلال الجدول التالي:

جدول 12: نتائج اختبار الفرض السادس للبحث

نتيجة اختبار الوساطة	معاملات الأثر غير المباشر Indirect Effect المعياري أي المسار a*b بالشكل رقم (1)		معاملات الأثر المباشر Direct Effect المعياري أي المسار C' بالشكل رقم (1) أو المسار EQ → IE		بيان
	الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة	
توجد وساطة جزئية Partial Mediation	.000 (دال)	-0.238	.000 (دال)	0.233	أثر EQ على IE في وجود المتغير الوسيط DM

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

– ان P-Value لمعاملات الأثر المباشر المعياري للمتغير المستقل (جودة الأرباح EQ) على المتغير التابع (كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE) دال احصائياً، وفي نفس الوقت P-Value لمعاملات الأثر غير المباشر المعياري للمتغير المستقل على المتغير التابع في وجود المتغير الوسيط (هيكل استحقاق الديون DM) دال احصائياً، إذا توجد وساطة جزئية Partial

Mediation، أي أن أثر جودة الأرباح EQ على كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE يقل في وجود هيكل استحقاق الديون DM كمتغير وسيط.

- وللتأكد من نتائج دلالة معاملات الأثر غير المباشر تم استخدام مجموعة من الاختبارات التي يوضحها الجدول التالي.

جدول 13: نتائج دلالة معاملات الأثر غير المباشر المعياري

التقديرات	اختبار Delta	اختبار Sobel Test	اختبار Monte Carlo
الأثر غير المباشر المعياري	-0.238	-0.238	-0.233
الخطأ المعياري	0.049	0.050	0.049
قيمة Z	-4.891	-4.738	-4.764
الدلالة (P-Value)	.000	.000	.000

يتضح من الجدول السابق أن معاملات الأثر غير المباشر دالة (قيمة P-Value أقل من مستوى المعنوية 0.05) باستخدام اختبار دلتا Delta، واختبار سوبيل Sobel Test واختبار مونت كارلو Monte Carlo، وهذا يؤكد ما سبق التوصل إليه من وجود وساطة جزئية.

ترتيباً على ما سبق يمكن قبول صحة الفرض السادس الذي ينص على:
هيكل استحقاق الديون متغير وسيط في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

3- نتائج اختبار الوساطة واختبار الفرض السابع للبحث

يمكن التعرف على نتائج اختبار الوساطة واختبار الفرض السابع للبحث من خلال الجدول التالي:

جدول 14: نتائج اختبار الفرض السابع للبحث

نتيجة اختبار الوساطة	معاملات الأثر غير المباشر Indirect Effect المعياري أي المسار a*b بالشكل رقم (2)		معاملات الأثر المباشر Direct Effect المعياري أي المسار C' بالشكل رقم (2) أو المسار SL → IE		بيان
	الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة	
توجد وساطة كلية Full Mediation	0.000 (دال)	-0.758	0.640 (غير دال)	0.037	أثر SL على IE في وجود المتغير الوسيط DM

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- ان P-Value لمعاملات الأثر المباشر المعياري للمتغير المستقل (سيولة الأسهم SL) على المتغير التابع (كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE) غير دال احصائياً، وفي نفس الوقت P-Value لمعاملات الأثر غير المباشر المعياري للمتغير المستقل على المتغير التابع في وجود المتغير

الوسيط (هيكل استحقاق الديون DM) دال احصائياً، إذا توجد وساطة كلية Full Mediation، أي أن أثر سيولة الأسهم SL على كفاءة الاستثمار الرأسمالي IE يختفي في وجود هيكل استحقاق الديون DM كمتغير وسيط. – وللتأكد من نتائج دلالة معاملات الأثر غير المباشر المعياري تم استخدام مجموعة من الاختبارات التي يوضحها الجدول التالي.

جدول 15: نتائج دلالة معاملات الأثر غير المباشر المعياري

التقديرات	اختبار Delta	اختبار Sobel Test	اختبار Monte Carlo
الأثر غير المباشر المعياري	-0.759	-0.759	-0.758
الخطأ المعياري	0.081	0.087	0.089
قيمة Z	-9.363	-8.707	-8.540
الدلالة (P-Value)	.000	.000	.000

– يتضح من الجدول السابق أن معاملات الأثر غير المباشر المعياري دالة (قيمة P-Value أقل من مستوى المعنوية 0.05) باستخدام اختبار Delta، واختبار Sobel Test واختبار Monte Carlo، وهذا يؤكد ما سبق التوصل إليه من وجود وساطة كلية.

ترتيباً على ما سبق يمكن قبول صحة الفرض السابع الذي ينص على: هيكل استحقاق الديون متغير وسيط في العلاقة بين سيولة الأسهم و كفاءة الاستثمار الرأسمالي.

4- نتائج اختبار جودة المطابقة

يمكن التعرف على نتائج أهم اختبارات جودة المطابقة من خلال الجدول التالي:

جدول 16: أساليب اختبار جودة المطابقة لنموذج تحليل المسار

Fit statistic					بيان
Baseline comparison		Size of residuals	Population error	Likelihood ratio	
قيمة مؤشر TLI	قيمة مؤشر CFI	قيمة مؤشر SRMR	قيمة مؤشر RMSEA	χ^2 اختبار P-Value model vs. saturated	
1.000	1.000	0.000	0.000	0.066	
أكبر من أو يساوي 0.90	أكبر من أو يساوي 0.90	يقترّب من الصفر	أقل من أو تساوي 0.05	ال P-Value أكبر من 0.05	معيار المطابقة الجيدة
المطابقة جيدة	المطابقة جيدة	المطابقة جيدة	المطابقة جيدة	المطابقة جيدة	الحكم على المؤشر

من الجدول السابق يتضح ارتفاع جودة مطابقة النموذج على مستوى جميع المؤشرات، مما يعني وجود تطابق بين النموذج النظري والنموذج الواقعي الذي يمثله بيانات عينة البحث.

8- النتائج والتوصيات ومجالات الدراسات المستقبلية

8-1 النتائج

في ضوء نتائج الدراسة التطبيقية، تم التوصل إلى:

- تؤثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم بصورة جوهرية على هيكل استحقاق الديون.
- لا تؤثر سيولة الأسهم بصورة جوهرية على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.
- يؤثر جودة الأرباح وهيكل استحقاق الديون بصورة جوهرية على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.
- هيكل استحقاق الديون متغير وسيط (وساطة جزئية Partial Mediation) في العلاقة بين جودة الأرباح وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.
- هيكل استحقاق الديون متغير وسيط (وساطة كلية Full Mediation) في العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار الرأسمالي.

8-2 التوصيات

استناداً إلى نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها، توصي الباحثة بما يلي:

- يجب على الدائنين عند التعاقد على الديون مع الشركات الصغيرة والمتوسطة الأخذ في الاعتبار العوامل المؤثرة في هيكل استحقاق الديون الخاص بالشركات، وتتمثل هذه العوامل في سيولة الأسهم وجودة الأرباح.
- يجب على الهيئة العامة للرقابة المالية التعرف على هيكل استحقاق الديون الذي تستخدمه الشركات الصغيرة والمتوسطة حتى يمكنها تحليل وتقييم فاعلية ممارسات تلك الشركات في أسواق رأس المال.
- يجب على الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية ما يلي:
- تحسين جودة القوائم المالية لديها وما تتضمنه من أرباح لما لها من أثر في كل من هيكل استحقاق الديون وكفاءة الاستثمار الرأسمالي للشركة.
- المحافظة على سيولة أسهمها لما لها من أثر في هيكل استحقاق الديون، ومن ثم تحسين وتسهيل وصول الشركات إلى مصادر التمويل الخارجية وخصوصاً الديون طويلة الأجل.
- زيادة كفاءة تخصيص رأس المال لديها من خلال تحقيق كفاءة الاستثمار الرأسمالي، ومن ثم جذب المستثمرين للاستثمار في تلك الشركات.
- اختيار هيكل استحقاق الديون المتوازن والمناسب لوضعها المالي ووضعها في السوق بحيث يكون هناك مرونة وتنسيق بين استخدام كل من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل لأن:

- هيكل استحقاق الديون يؤثر على كفاءة الاستثمار الرأسمالي.
- أثر جودة الأرباح على كفاءة الاستثمار الرأسمالي يقل في وجود هيكل استحقاق الديون (المتغير الوسيط - وساطة جزئية).
- أثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار الرأسمالي يختفي في وجود هيكل استحقاق الديون (المتغير الوسيط - وساطة كلية).

3-8 مجالات الدراسات المستقبلية

تناول عوامل أخرى قد تكون مؤثرة على هيكل استحقاق الديون مثل سياسة توزيع الأرباح وآليات الحوكمة التي تتبناها الشركات الصغيرة والمتوسطة.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- البورصة المصرية (2023)، "دليل قيد سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة"، ص ص 1-21.
- الهيئة العامة للرقابة المالية (نسخة محدثة يناير 2023)، "قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية"، متاح على الموقع <http://www.fra.gov.eg>، ص ص 1-60.
- حسين، محمد إبراهيم محمد (2019)، "قياس تأثير جودة التقارير المالية، وآليات حوكمة الشركات، وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية"، *المحاسبى، المجلد 23، العدد 2، ص ص 527-584*.
- وزارة الاستثمار المصرية (2008)، "معياري المراجعة المصري رقم (1005) معيار الاعتبارات الخاصة في مراجعة المنشآت الصغيرة"، ص 510.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Ahangar, N. A. (2021), "Stock Liquidity and Corporate Debt Maturity Structure: Evidences from Indian Firms", *Managerial And Decision Economics*, Vo. 42, Issue 7 ,Pp.1743-1918.
- Al 'Alam, M. P.A. & Firmansyah, A. (2019), "The Effect of Financial Reporting Quality, Debt Maturity, Political Connection, And Corporate Governance On Investment Efficiency: Evidence From Indonesia", *International Journal Of Innovation, Creativity And Change*, Vol. 7, Issue 6, Pp. 39- 56.
- Anelia, F. L. & Prasetyo, A. B. (2020), "The Effect Of Ownership Structure On Investment Efficiency - Case Study In Non Financial Firms Listed On Indonesia Stock Exchange In 2015-2017", *Accounting Research Journal Of Sutaatmadja (Accruals)*, Vol .4, No. 1 , Pp. 66-76.
- Ardianto H. P., Harymawan, I., Paramitasari Y. I., & Nasih M. (2020), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency: Evidence from Indonesian Stock Market", *Economics And Finance In Indonesia*, Vol. 66 No. 2, Pp. 112-122.
- Asiri, M. , Al-Hadi, A. , Taylor, G. & Duong, L., (2020), "Is Corporate Tax Avoidance Associated with Investment Efficiency?," *The North American Journal Of Economics And Finance*, Vol. 52, Pp.1-22.
- Aulia D. & Siregar S. V. (2018), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity, And Chief Executive Officer Career Concerns On Investment Efficiency", *Brazilian Administration Review (BAR)* , Vol. 15, No. 2, Art. 3, Pp. 1-17.
- Bajaher, M. & Shawtari, F.A. (2022), "Does The Stock Liquidity Drive The Trade Credit of Publicly Listed Firms In Saudi Arabia? ", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. Ahead-Of-Print, <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2021-0692>.

- Brogaard, J., Li, D., & Xia, Y. (2017), "Stock Liquidity and Default Risk", *Journal Of Financial Economics*, Vol.124, No. 3, Pp. 486–502.
- Cherkasova ,V. & Rasadi , D. (2017), "Earnings Quality and Investment Efficiency: Evidence from Eastern Europe", *Review Of Economic Perspectives*, Vol. 17, Issue 4, 2017, Pp. 441–468.
- Cheung, W., Im, H. J. & Selvam, S. (2022), "Stock Liquidity and Investment Efficiency: Evidence from Two Quasi-Natural Experiments in China", Available At SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4195488>
- Costa, E., Fernandes, T. , Silva, J. & Noriller, R. (2021), "Earnings Quality and Investment Efficiency: An Analysis of Electricity Companies Listed In B3", *FSA Magazine*, Vol. 18, No. 4, Pp. 47-67.
- Dang , H. N., Nguyen, T. T. C., & Tran D. M. (2020), "The Impact of Earnings Quality on Firm Value: The Case Of Vietnam", *Journal Of Asian Finance, Economics And Business*, Vol. 7 ,No. 3 ,Pp. 63-72.
- Dang ,T. L., Ho, H. L., Lam,C. D., Tran,T.T. & Vo, X.V.(2019) ," Stock Liquidity and Capital Structure: International Evidence", *Cogent Economics &Finance*, Vol. 7, No.1, Pp.1-20.
- De Meyere, M., Bauwhede, H.V., & Van Cauwenberge, P. (2018)," The Impact Of Financial Reporting Quality on Debt Maturity: The Case Of Private Firms", *Accounting And Business Research*, Vol.48, No.7, Pp.759–781.
- Elsa, T. & Butar S. B. (2022), " Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence From Indonesian Companies ", *Journal Of Business Accounting*, Vol. 20, No. 1, Pp. 17-28.
- Foroughnejad, H., Moradi Joz, M., Heidari, H., & Masoumi Khanghah, G. (2016),"Stock Liquidity, Investment Efficiency, And Firm's

- Performance: Evidence from Tehran Stock Exchange", *Journal Of Investment Knowledge*, Vol.5, No. 18, Pp.179-196.
- Hamdan, A. (2020) , "The Role of The Audit Committee In Improving Earnings Quality: The Case of Industrial Companies in GCC ", *Journal Of International Studies*, Vol.13, No.2, Pp.127-138.
- Herbert, J., & Harto, P. (2022)," The Influence of Financial Reporting Quality, Family Ownership, And Audit Quality on Investment Efficiency",*Academy of Accounting And Financial Studies Journal*, Vol. 26 (S1), Pp.1-13.
- Hung,D. N., Van, V.T. T. & Phuong ,N. T. T. (2020)," Impacts Of Earnings Quality And Debt Maturity On Investment Efficiency: Study Case In Vietnam", *International Journal Of Financial Research* ,Vol. 11, No. 4,Pp.421- 431.
- Ibrahim ,A. A., Wang, M., Tesfaye, M. & Wiyantoro, L.S.(2021), "Financing Constraints, Earning Quality and Investment Efficiency: Evidence from Africa" ,*Global Journal Of Management And Business Research* ,Vol.21 ,Issue 2 ,Version, Pp.1-22.
- Islam,Md.R.,Haque ,Md. Ziaul & Moutushi, R. H. (2022)," Earnings quality and financial flexibility: A moderating role of corporate governance" ,*Cogent Business & Management*, vol.9, no.1,pp.1-27.
- Jafari, H. (2017)," Financial Reporting Quality, Debt Maturity Investment Efficiency Case Study: Stock Market Listed Chemical and Pharmaceutical Industries", *Bulletin Of The Society Of Sciences Of Liège*, Vol. 85, Pp. 1283 – 1296.
- Karimi, M., Eshaghzadeh, A. & Poursina, H. (2019)," Earning Quality and Investment Efficiency; Do Board Characteristics Matter? Evidence From Tehran Stock Exchange", *Iranian Journal Of Finance*, Vol.3, No.1, Pp.1-23.

- Khanh, V. T. V., & Hung, D. N. (2020), "Impact of Earnings Quality On The Debt Maturity: The Case Of Vietnam", *Asian Economic And Financial Review*, Vol.10, No.1, Pp.1–12.
- Koushkaki, A. R. & Bahremandjouy, S. (2022), "Investigating the Relationship Between Information Asymmetry and Political Communication with Investment Efficiency in Tehran Stock Exchange", *Iranian Journal of Finance*, Vol.6, No.3, Pp.117–141.
- Lee, J. Hwa (2022), "Earnings Quality, Foreign Investor and Dividends", *Journal of Derivatives And Quantitative Studies*, Vol. 30 No. 1, Pp. 58–72.
- Marks, J. M. & Shang C., (2021), "Does Stock Liquidity Affect Corporate Debt Maturity Structure?", *Quarterly Journal Of Finance (QJF)*, Vol. 11, No. 1, Pp. 1–53.
- Maurice, Y., Mard, Y., & Séverin, É. (2020), "The Effect Of Earnings Management On Debt Maturity: An International Study", *Accounting-Control-Audit*, Vol.26, No. 2, Pp. 125–156.
- Mohammed, L., & Mubi, A. M. (2020), "Firm-Specific Determinants of Debt Maturity Structure Of Listed Non-Financial Firms In Nigeria", *Malaysian Management Journal*, Vol. 24(July), Pp.77–102.
- Nguyen, K.Q.T. (2022), "Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence In Vietnam", *Cogent Business & Management*, Vol.9, No. 1, Pp.1–28.
- Nouman, M., Ahmad, I., Siddiqi, M.F., Khan, F.U., Fayaz, M. & Shah, I.A. (2022), "Debt Maturity Structure And Firm Investment In The Financially Constrained Environment", *International Journal Of Emerging Markets*, Pp. 1–18, doi: 10.1108/IJOEM-08-2020-0908.

- Pamungkas ,P.A., Firmansyah, A., Qadri ,R.A., Dinarjito ,A., & Arfiansyah ,Z. (2021), "The Role of Integrated Reporting In Emerging Market: Earnings Quality and Debt Maturity", *Management Journal*, Vol. 25, No. 03, Pp. 380-399.
- Permatasari, Y., & Nengtyas, A. V. R. (2020), "The Effect of Financial Reporting and Debt Maturity Quality of Investment Efficiency with Litigation Risk as Moderated Variables", *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, Vol.10, No. 12, Pp. 411-425.
- Phan D. T. (2020) ," Factors Affecting Debt Maturity Structure: Evidence from Listed Enterprises in Vietnam", *Journal of Asian Finance, Economics and Business* , Vol 7 , No 10 , Pp. 141-148.
- Quah ,H., Haman ,J.,& Naidu ,D.,(2021), "The Effect of Stock Liquidity On Investment Efficiency Under Financing Constraints And Asymmetric Information: Evidence from the United States" , *Accounting And Finance*, Vol. 61, Pp. 2109-2150.
- Rey, A., Tuccillo, D., & Roberto, F., (2020), " Earnings Management and Debt Maturity: Evidence from Italy", *Corporate Ownership & Control*, Vol.17, No. 3, Pp. 179-186.
- Salehi, M., Zimon, G., Arianpoor, A. & Gholezoo, F.E., (2022) ," The Impact of Investment Efficiency on Firm Value and Moderating Role of Institutional Ownership and Board Independence", *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 15, No. 170, Pp.1-13.
- Shahzad, U., Liu, J. & Luo, F., (2022) ,"Stock Liquidity and Corporate Trade Credit Strategies: Evidence from China", *Journal Of Business Economics And Management*, Vol. 23, No. 1, Pp. 40-59.

- Sukarno, R. S., Firmansyah A., Jadi, P. H., Fasita E., Febrian,W.& Sismanyudi, D. (2022), " Financial Reporting Quality, Tax Avoidance, Debt Maturity, and Investment Efficiency:The Moderating Role of Corporate Social Responsibility Disclosure", *Journal of Accounting And Business Dynamics* ,Vol. 9,No. 1, Pp 51-72.
- Surasmi, I. A., Wiagustini ,N. L. P., Purbawangsa, I. B. A. & Sedana, I. B. P. (2020),"Determinant of Firm Value: Debt Maturity as Moderator -Study in Manufacturing Industry in Indonesia", *International Journal of Advanced Science and Technology*, Vol. 29, No.10, Pp.6703 - 6717.
- Tahat,Y. A. , Ahmed, A. H. & Power ,D. (2022) ," Earnings Quality and Investment Efficiency: The Role of the Institutional Settings", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 58, Pp. 1277-1306.
- Thi Do, T. V. & Phan, D. T. (2022) ,"Debt Maturity Structure And Investment Decisions: Evidence of Listed Companies on Vietnam's Stock Market, *Cogent Economics & Finance* ,Vol. 10, Pp.1-12.
- Ting ,I. W.K. & Tebourbi ,I. & Lu ,Wen-Min & Kweh, Q. L. (2021), "The Effects of Managerial Ability on Firm Performance and The Mediating Role of Capital Structure: Evidence from Taiwan," *Financial Innovation*, Vol. 7,No.1, Pp. 1-23.
- Trang Do , T. V. (2021) ," Determinants of Corporate Debt Maturity: Evidence from The Consumer Goods Sector in Vietnam", *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 18, No. 3, Pp. 175-182.

- Ullah, Z., Ur Rahman ,S.& Ali ,J. (2018), "Investigating the Effect of Financial Distress on Investment Efficiency of The Companies Listed on Pakistan Stock Exchange ",*Journal of Management Research (JMR)*, Vol 4, Issue 1, Pp. 106-128.
- Vo, X. V., & CHU, T. K. H. (2019), "Do Foreign Shareholders Improve Corporate Earnings Quality in Emerging Markets? Evidence from Vietnam", *Cogent Economics & Finance*, Vol.7, No.1, Pp.1-22.
- Wang, L.-H. (2022), " Ownership Structure and Stock Liquidity: A Taiwan Study", *Journal of Mathematical Finance*, Vol.12, Pp.325-339.
- Xie, L., Jin, Y., & Mo C. (2022) , "Predictive and Contemporaneous Power of The Determinants of Stock Liquidity. *Frontiers In Psychology* ,Vol.13, Article 912159,Pp.1-13. doi: 10.3389/fpsyg. 2022.912159
- Yahyazadehfar, M., Aligholi, M., & Zabihi, F. (2020), "Investigate the Relationship Between Liquidity and Investment Efficiency with Respect to Financial Constraints and Operational Risk", *Journal of Accounting and Auditing Research (Accounting Research)*, Vol. 12, No. 45, pp.5-22.
- Zhang, H., Arda, B., Lu, Y., & Miao, S. (2018), "Stock Liquidity and Price Crash Risk: Evidence from a Kernel Matching Approach", *Annals of Economics and Finance*, Vol. 19, No.2, Pp.653 – 681.