

دراسة اختبارية للعلاقة غير الخطية بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية

دكتور

سيد سالم محمد أبو سالم

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

said.abosalm1984@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الرابع - أكتوبر ٢٠٢٥

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

دراسة اختبارية للعلاقة غير الخطية بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية

سيد سالم محمد أبو سالم

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

ملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة غير الخطية بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية. بالنظر إلى المبادلة أو المقايضة بين الفوائد والتكاليف المترتبة على الاستثمار فى الائتمان التجارى، أتوقع وجود علاقة غير خطية بين حسابات المدينين أو العملاء وأداء الشركة. ومن أجل اختبار فرضية البحث، اعتمد الباحث على عينة مكونة من ٩٦ شركة مساهمة مصرية (٧٥٢ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمى إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى فى الفترة بين عامى ٢٠١٦م و٢٠٢٣م. تم استخدام مقاييس مختلفة لأداء الشركة، مثل المقياس غير القائم على السوق (الربحية المحاسبية) والمقياس القائم على السوق (مؤشر توبين كيو) للتحقق من اتساق النتائج. أظهرت نتائج البحث وجود علاقة موجبة بين ربحية الشركة والاستثمار فى الائتمان التجارى عند المستويات المنخفضة من أرصدة حسابات المدينين، وعلاقة سالبة عند المستويات المرتفعة. كما تظهر نتائج البحث أن العلاقة بين مؤشر توبين كيو والاستثمار فى الائتمان التجارى سالبة عند المستويات المنخفضة والمرتفعة من أرصدة حسابات المدينين.

الكلمات الدالة: الاستثمار فى الائتمان التجارى، أداء الشركة، حسابات العملاء، ربحية الشركة، مؤشر توبين كيو.

١. مشكلة البحث

يعد الائتمان التجاري أداة تمويلية يقدمها الموردون لعملائهم، حيث يتمثل في الائتمان الذي يقدمه البائع للمشتري لشراء السلع.^(١) ويحدث الائتمان التجاري عندما يبيع البائع بضاعته بالأجل بدلاً من المطالبة بالسداد الفوري لثمنها، فهو يسمح للمستلم بدفع ثمن السلع لاحقاً وليس في وقت البيع (Jing et al., 2012; Hoang et al., 2019). وينظر (Ferris, 1981) إلى الائتمان التجاري باعتباره نوعاً معيناً من القروض قصيرة الأجل التي يمنحها البائع للمشتري، والذي يرتبط من حيث التوقيت والقيمة بتبادل السلع أو البضائع. ويتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجارى (الحساب المفتوح) أو شكل الكمبيالة أو السند الأذنى (الأوراق التجارية)، وجميع هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاج إليه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ آجل (الحناوى، ١٩٩٨).

ومن وجهة نظر البائع، فإن الاستثمار فى حسابات المدينين أو العملاء (Accounts Receivable) بات يشكل عنصراً مهماً فى الميزانيات العمومية للشركات. ونظراً للاستثمار الكبير فى حسابات المدينين من جانب معظم الشركات، فإن اختيار سياسات إدارة الائتمان التجاري قد يكون له آثار مهمة على أداء الشركة (Pike and Cheng, 2001). ففى ظل وجود سوق غير مكتمل، وبالأخذ فى الاعتبار وجود حالة عدم اليقين، حيث توجد احتمالات التخلف عن السداد، وحيث توجد تكاليف مرتبطة بعملية تقييم الائتمان، فقد يكون لسياسة الائتمان تأثير على أداء الشركة، مما يعنى ضمناً وجود سياسة مثلى للائتمان التجاري. أيضاً، قد يكون لدى الشركات حوافز لتقديم الائتمان، وذلك لأن هذا يمكن أن يساعد في زيادة مبيعاتهم، مما يؤدي إلى زيادة الربحية. كما أن التدفقات النقدية المتزايدة الناشئة عن قرار التوسع فى منح الائتمان التجاري يمكن أن تقدم أصلاً قيمياً للشركة (Lewellen et al., 1980).

وتتبع فوائد منح الائتمان التجاري للعملاء من عدة دوافع أو حوافز، وهى (Long et al., 1993; Martínez-Sola et al., 2013):

« أولاً، يعمل الائتمان التجاري على تقليل عدم التماثل فى المعلومات بين المشتري والبائع، مما يخفف من مشاكل المخاطر الأخلاقية بين الشركة وعملائها، لأنه يسمح للعميل بالتحقق من جودة المنتج قبل الدفع. وهذا ينطبق بشكل خاص على المنتجات أو الخدمات التى تستغرق وقتاً أطول للتحقق منها. يتم استخدام الائتمان التجاري من قبل الشركة البائعة للإشارة إلى جودة المنتج. يمكن

(١) الائتمان بشكل عام، وفقاً لمعجم المعانى الجامع، هو تقديم مال الحاضر نظير الحصول على مال فى المستقبل، وأساسه الثقة. فمن الناحية الإقتصادية، يشير الائتمان إلى مبادلة قيمة آجلة بقيمة عاجلة، كتقديم سلعة أو خدمة أو نقود فى الحال مقابل الحصول على أخرى فى المستقبل. أما الائتمان التجاري، فقد عرفه معجم المعانى الجامع بأنه يتمثل فى امتياز من البائع إلى المشتري بتأجيل دفع ثمن مشتريات، فهو بمثابة قرض قصير الأجل معطى من قبل الشركة لشركات أخرى أو الأشخاص الذين هم زبائن منتظمين لمواجهة احتياجاتهم العاجلة.

أيضاً تفسير الائتمان التجاري باعتباره ضماناً ضمنياً لجودة المنتج. وبهذا المعنى، يستخدم الائتمان التجاري من قبل عملاء الشركات كأداة لإدارة ومراقبة جودة العناصر أو البنود المشتراة. ومن ثم، فإن الائتمان التجاري يمكن أن يساعد الشركات على تعزيز العلاقات طويلة الأجل مع عملائها.

ثانياً، يمكن اعتبار الائتمان التجاري جزءاً من سياسة التسعير الخاصة بالشركة المصممة لتحفيز الطلب على منتجاتها. وقد تقوم الشركات بتمديد فترة الائتمان أو زيادة الخصم النقدي، مما يؤدي إلى خفض السعر لتحفيز المبيعات، مما يسمح للشركات بممارسة التمييز السعري بين العملاء النقديين وعملاء الائتمان.^(٢)

ثالثاً، يؤدي استخدام الائتمان التجاري إلى خفض تكاليف المبادلة (Exchange Costs)، وذلك من خلال السماح بفصل تبادل السلع عن الاستخدام الفوري للنقد، حيث يمكن أن يلعب الائتمان التجاري دور الوسيط في مزامنة المبالغ المستلمة من المبيعات مع تدفق الأموال الخارجة للشركة الموردة. وهذا يسمح بتخفيض الحيازات النقدية المحتفظ بها لأغراض أو دوافع احترازية، لأن الشركات الموردة يمكنها توقع تدفق المدفوعات من عملائها، ويمكنها إدارة الأموال الصافية المتكدسة أو المتراكمة لديها بشكل أكثر كفاءة.

رابعاً، أن منح الائتمان التجاري، وخاصةً عندما يواجه العملاء صدمات سيولة مؤقتة قد تهدد بقاءهم، من شأنه أن يعزز أو يعضد العلاقة بين المورد والعميل. وهذا يدعم فكرة أن الائتمان التجاري يخفف من الاحتكاكات أو التشابكات المالية للعملاء (Customers' Financial Frictions). علاوة على ذلك، يمكن النظر إلى الائتمان التجاري باعتباره استثماراً استراتيجياً في السعي إلى الاحتفاظ بالعملاء؛ بهذا المعنى، يعمل الائتمان التجاري كإشارة للعميل بأن المورد يسعى إلى إقامة علاقة تجارية طويلة الأجل ذات منفعة متبادلة أو مفيدة للطرفين.

خامساً، من منظور استثماري، يمكن للائتمان التجاري أن يولد دخل فائدة ضمنى في حالة التأخر في الدفع أو السداد من قبل العميل، وذلك إذا كان البائع قادراً على فرض سعر أعلى من خلال تقديم شروط الائتمان.^(٣)

ونتيجة لهذه الفوائد، يمكن توقع علاقة موجبة بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة. ومع ذلك، فإن زيادة الاستثمار في حسابات المدينين يرتبط أيضاً بتأثيرات سلبية محتملة، مما قد يؤدي

(٢) من زاوية أخرى، يزعم (Brennan et al., 1988) بأن التمويل المقدم من قبل البائعين للمشتريين في شكل ائتمان تجاري يمكن استخدامه لتقليل المنافسة، وذلك لأن بعض الشركات يمكنها التركيز على سوق الائتمان (الأجل) بينما تحتفظ شركات أخرى بحصة سوقية أكبر في سوق النقدي.

(٣) يشير (Ferris, 1981) بشأن هذه النقطة تحديداً، إلى أنه ينبغي للشركات أن تستثمر في الائتمان التجاري إذا كانت صافي القيمة الحالية للإيرادات مستحقة القبض (Revenue Receivable) مع الائتمان التجاري أكبر من صافي القيمة الحالية بدونها.

إلى إنخفاض أداء الشركة. فمن ناحية، فإن منح الائتمان التجاري يعرض الشركة للمخاطر المالية المتمثلة في مخاطر عدم السداد أو التأخر في السداد من قبل العملاء (Petersen and Rajan, 1997). التأخر في السداد يحد من نمو الشركات، ويعرض الشركات لمشاكل السيولة، وفي بعض الحالات تتعرض الشركات للإفلاس (Martínez-Sola et al., 2013). ومن أجل الحد من هذه المشكلة، ستتحمل الشركة تكاليف إدارية عالية لتقييم مخاطر الائتمان، وهيكلية عقود السداد المتأخر (Kim and Atkins, 1978; Emery, 1984).

من ناحية أخرى، فإن إرتفاع مستوى الائتمان التجاري يؤدي إلى احتجاز قدر كبير من الأموال في حسابات المدينين. وهو ما يعنى أن منح الائتمان على المبيعات يتطلب من الشركة التنازل أو التخلي عن الأموال التي يمكن كسب أو جنى فائدة عليها. لذا، يشير (Nadiri, 1969) إلى أن إحدى التكاليف المترتبة على زيادة الاستثمار في الائتمان التجاري هي "تكلفة الحمل" (The Carrying Cost)؛ وهذا هو الدخل الحقيقي المفقود من خلال ربط أو تقييد الأموال في حسابات المدينين. هذا النهج يفترض ضمناً تكلفة الفرصة البديلة. قد يعوق هذا قدرة الشركات على تنفيذ مشاريع استثمارية تعزز القيمة بسبب عدم كفاية الأموال. وفي هذه الحالة، قد تضطر الشركة إلى الحصول على أموال إضافية بتكاليف إضافية من سوق رأس المال، وبالتالي زيادة اعتمادها على التمويل الخارجي (Watson and Head, 2007).

في الواقع، فإن الائتمان التجاري الممنوح يعتمد على الجدارة الائتمانية للمورد وقدرته على الوصول إلى أسواق رأس المال. علاوة على ذلك، فإن تمديد أو التوسع في منح الائتمان التجاري يؤدي إلى تحمل البائع لتكاليف إدارة الائتمان. على وجه الخصوص، يجب على البائع أن يخصص بعض الوقت والطاقة لتقييم مخاطر الائتمان للمشتري، وهيكلية تعاقدات الدفع أو السداد المتأخرة. ويجب على البائع أيضاً أن يتحمل بعض التكاليف لتحصيل المبلغ المستحق على المشتري. وفقاً لـ (Ng et al., 1999)، فإن تكاليف المعاملات المرتبطة بمعلومات الائتمان التجاري ومراقبته يتم تكبدها عندما يكون هناك عدم تماثل في المعلومات بين المشتري والبائع، ومن الصعب بناء السمعة، ويتطلب الأمر مستوى عالياً من الاستثمار المتخصص.

وبناءً على المناقشات المذكورة أعلاه، قد يقال أن العلاقة الموجبة الأولية بين الائتمان التجاري وأداء الشركة سوف تصبح سالبة عند المستويات المرتفعة من حسابات المدينين، وذلك لأن تكاليف الائتمان التجاري سوف تتجاوز فوائده مع زيادة الاستثمار في حسابات المدينين. وبالتالي، فإن الباحث يختبر في البحث الحالي تأثيرين مختلفين للائتمان التجاري على أداء الشركة. عند المستويات المنخفضة من الائتمان التجاري، قد تستفيد الشركات من مزايا أو منافع منح الائتمان التجاري، مثل زيادة المبيعات وزيادة الإيرادات من خلال دخل الفائدة وخفض تكاليف المعاملات. ومع ذلك، عند

المستويات المرتفعة من الاستثمار فى الائتمان التجارى، فإن وجود تكاليف التمويل والفرصة البديلة، فضلاً عن عدم السداد أو التأخر فى السداد من قبل عملاء الشركة، من شأنه أن يتجاوز أو يتخطى الفوائد المترتبة على هذا الاستثمار، ويقلل من أداء الشركة. فإذا كانت الشركة تواجه صعوبة فى تحصيل أرصدة حسابات المدينين القائمة، فإن منح المزيد من الائتمان التجارى لعملائها قد يقلل من أداء الشركة.

لذلك، يحاول الباحث اختبار تأثير الاستثمار فى الائتمان التجارى على أداء الشركة. يفترض البحث الحالى إستناداً على تحليلات الأدبيات المتوفرة أن الفوائد المالية والتشغيلية والتجارية للائتمان التجارى تتفوق عند المستويات المنخفضة من أرصدة حسابات المدينين المستحقة للشركة، فى حين تهيمن تكاليف التمويل والفرصة البديلة، بالإضافة إلى مخاطر الائتمان عند المستويات المرتفعة من أرصدة حسابات المدينين المستحقة للشركة. وعليه، قد تكون هناك علاقة غير خطية أو مقعرة (Non-monotonic or Concave) بين مستوى الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركة؛ علاقة موجبة بالنسبة للمستويات المنخفضة من الائتمان التجارى الممنوح، وسالبة بالنسبة للمستويات المرتفعة. من هذا المنطلق، يحاول البحث الحالى الإجابة على التساؤل التالى: **هل العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية غير خطية (مقعرة)؟**

٢. هدف البحث

فى ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسى للبحث الحالى فى اختبار العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية، والتحقق مما إذا كانت تلك العلاقة ستأخذ الشكل غير الخطى أو المقعر من عدمه، وذلك للتعرف على ما إذا كانت العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة فى بيئة الأعمال المصرية ستتحدد من خلال المبادلة أو المقايضة (Trade-off) بين التكاليف والمنافع المترتبة على هذا الاستثمار.

٣. أهمية البحث

ترجع أهمية إجراء البحث الحالى إلى عدة عوامل أو اعتبارات لعل من أهمها ما يلى:

(١) يعد البحث الحالى إحدى الدراسات المنهجية المتعلقة بقرارات الاستثمار فى الائتمان التجارى، والتى على الرغم من أنها تعد واحدة من أهم القرارات المالية التى باتت تلعب دوراً حيوياً ومؤثراً فى تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة من بقاء ونمو، إلا أنها لم تحظى بالإهتمام الكافى داخل بيئة الأعمال المصرية، وهو الأمر الذى يمكن ملاحظته وبرهنته من خلال ندرة الأدبيات المتوفرة بشأن هذا الموضوع فى البيئة المصرية.

(٢) مع تنامي مستويات الاستثمار فى حسابات المدينين من جانب معظم الشركات فى بيئة الأعمال المعاصرة، فإن اختبار العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية، يعد أمراً مهماً وضرورياً لفهم الآثار المترتبة على هذا الاستثمار، خاصة فى ظل ندرة الدراسات السابقة - فى حدود علم الباحث - التى تعرضت لدراسة تلك العلاقة فى بيئة الأعمال المصرية.

(٣) يعد البحث الحالى إمتداداً لتيار البحوث التى درست العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركة، إذ يحاول البحث الحالى تقديم دليل إمبريقي من البيئة المصرية يسهم فى التحقق مما إذا كانت العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية ستحدد من خلال المبادلة بين التكاليف والمنافع المترتبة على توفير أو تقديم الائتمان التجارى من قبل تلك الشركات.

(٤) قد توفر نتائج البحث الحالى رؤى حيوية للمستثمرين الحاليين والمرقبين بشأن استراتيجيات تنويع محافظهم الاستثمارية، حيث أن النتائج المحتملة لاختبار فرضية البحث الحالى بما قد تحمله بين طياتها من أن هناك مستوى مثالياً لحسابات المدينين ينبغى على مديرى الشركات عدم تجاوزه لتجنب تآكل قيمة الشركة بسبب المبيعات المفقودة أو المبيعات غير القابلة للتحويل، تعد معلومات مهمة للمستثمرين فى اختيارهم للشركات المصرية للاستثمار فيها.

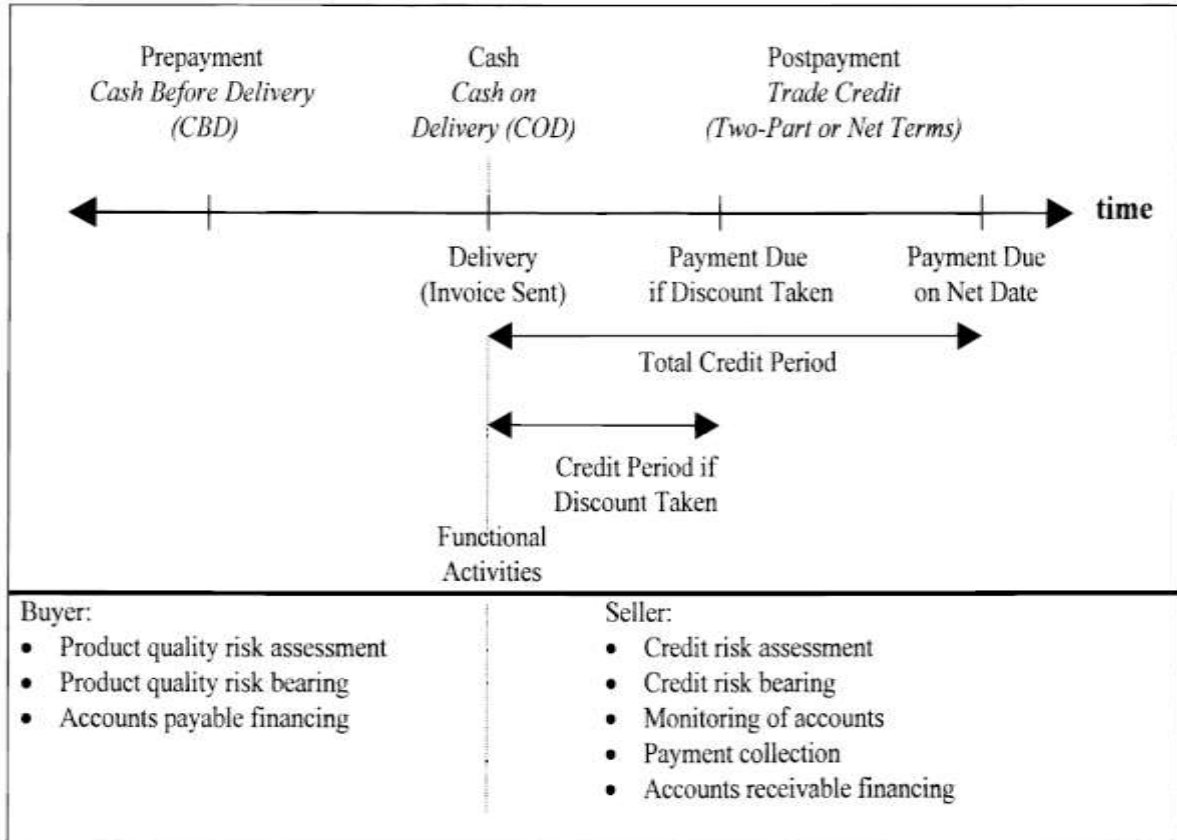
(٥) أن وجود ندرة فى الدراسات السابقة التى اختبرت العلاقة غير الخطية بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات فى بيئة الأعمال المصرية، يضيف أهمية على البحث الحالى.

(٦) تعتبر مصر بيئة ملائمة لدراسة مشكلة البحث الحالى، وذلك بسبب ما تعرضت له الدولة المصرية خلال السنوات القليلة الماضية من أزمات سياسية وإقتصادية أدت إلى إرتفاع تكلفة التمويل الخارجى للشركات المصرية، وهو الأمر الذى يؤدى إلى إرتفاع تكلفة الأموال المستثمرة فى الائتمان التجارى من ناحية، ومن ناحية أخرى أضفى المزيد من الأهمية على الاستثمار فى الائتمان التجارى كآلية للتمييز السعري بين العملاء النقديين وعملاء الائتمان، وأتاح فرصة كبيرة أمام الشركات المصرية لفرض سعر أعلى لمنتجاتها من خلال تقديم شروط الائتمان التجارى، مما يؤلّد دخل فائدة ضمنى للدفع المؤجل بدلاً من الدفع الفوري، ومن ثم، فإن اختبار العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية، يعتبر أمراً مهماً وضرورياً لفهم الآثار التى ترتبت على هذا الاستثمار فى بيئة الأعمال المصرية.

٤. لماذا تستثمر الشركات فى الائتمان التجارى؟

يُعد الائتمان التجارى أحد أقدم أشكال تمويل الشركات، ولا يزال مهماً جداً فى وقتنا الحاضر، ويشير إلى التمويل الذى يقدمه البائع للمشتري (Wei and Zee, 1997). ولفهم مصطلح الائتمان التجارى، من المهم معرفة نطاق الترتيبات الائتمانية البديلة التى يمكن أن تحدث فى مجال التجارة. على حسب سياسة الائتمان المتبعة من قبل الشركة، يمكن أن يتم سداد ثمن البضاعة فى أوقات مختلفة. قد يكون قبل تسليم البضاعة، أو عند التسليم، أو بعده. وفى الحالة الأخيرة، يمكن للبائع أن يقدم خصومات للدفع الفورى أو لا، وذلك اعتماداً على الترتيبات التجارية المتبعة. فعندما لا يتم الدفع قبل التسليم أو فى وقت التسليم، يتم تمديد الائتمان التجارى ويتحمل البائع مخاطر الائتمان. بخلاف ذلك، فلن يتم تقديم الائتمان التجارى ويتحمل المشتري المخاطر (Bastos and Pindado, 2007). ويمكن للشكل رقم (١) توضيح نطاق ترتيبات الائتمان بين الشركات، بدءاً من الدفع نقداً قبل تسليم البضائع أو الخدمات، وصولاً إلى الدفع بعد التسليم.

شكل رقم (١): نطاق ترتيبات الائتمان بين الشركات والأنشطة الوظيفية التى تتضمنها سياسة الدفع



(المصدر: Ng et al., 1999: p. 1111)

يوضح الشكل السابق رقم (١) البدائل الأساسية لسياسة الائتمان والوظائف التي يجب على البائع أو المشتري القيام بها في حال اختيار سياسة معينة. على سبيل المثال، في حال اختيار الدفع المسبق، يتحمل المشتري مخاطر أكبر تتعلق بجودة المنتج، إذ لا يمكنه فحص المنتج قبل الدفع. يتطلب هذا الترتيب من المشتري طلب أى تمويل ضروري من طرف ثالث، كالبנק مثلاً. في المقابل، في حال منح الائتمان التجاري، يتحمل البائع مسؤولية تقييم مخاطر الائتمان والتمويل وتحصيل المستحقات. وفي حالة الدفع بعد التسليم، يمكن أن تكون الشروط من شقين (Two-part Terms) أو صافية. توفر الشروط ثنائية الشق خصماً في حال السداد الفوري (Ng et al., 1999).

ويشير (Long et al., 1993) إلى أنه على الرغم من أن الائتمان التجاري يعد مصدراً مفيداً للغاية للموارد بالنسبة لأنواع مختلفة من الشركات، فإن تفسيره ليس واضحاً تماماً حتى الآن. فقد أثار (Robert A. Schwartz) ثلاثة تساؤلات مهمة في مقدمة مقالته التي نشرها في عام ١٩٧٤م بغرض بناء نموذج إقتصادي للائتمان التجاري، وهي: لماذا تشارك الشركات غير المالية عادةً في عملية الوساطة المالية من خلال منح الائتمان لعملائها؟ وما الذي يفسر اختلاف فترات الائتمان بين الشركات والقطاعات، وكذلك اختلافها بمرور الوقت بالنسبة لشركات وقطاعات محددة؟ كيف تؤثر الظروف النقدية المتغيرة على الائتمان الذي تمنحه الشركات لعملائها؟ وقد أوضح (Schwartz, 1974) إلى أنه للإجابة على هذه التساؤلات، علينا أولاً تحديد أسباب مبيعات الائتمان. والواقع أنه خلال العقود القليلة الماضية، ظهرت نظريات ومداخل عديدة لتفسير الائتمان التجاري. تعتمد معظم هذه النظريات أو المداخل على عيوب السوق، مثل تكاليف المعاملات، وعدم تماثل المعلومات،... إلخ. وفيما يلي عرض موجز لأهم المداخل المفسرة لاستثمار الشركات في الائتمان التجاري.

١.٤. المداخل المبينة على المزايا التمويلية للائتمان التجاري

يشير (Ferris, 1981) إلى أن الائتمان التجاري يصبح أداة تمويلية أكثر منه أداة للتجارة مع زيادة مدة الائتمان، حيث تعمل الشركة البائعة كوسيط مالي يمنح قرضاً بدون فوائد. ويصبح تمديد الائتمان نوعاً من القروض قصيرة الأجل بين البائع والمشتري المرتبط بتبادل السلع من حيث القيمة والتوقيت. في أسواق المنافسة الكاملة، يمكن للعميل الإقتراض من الأسواق المالية، مستخدماً البضاعة كضمان، بنفس سعر الفائدة الذي يفرضه البائع. في مثل هذه الأسواق، يصبح الائتمان التجاري غير ذي أهمية، حيث يصبح العملاء غير مكترئين أو مباينين بالائتمان التجاري أو المصرفي (Lewellen et al., 1980).

ومع ذلك، من الناحية العملية، غالباً ما تجعل الاختلافات في تكاليف المعاملات وعدم التماثل في المعلومات الائتمان التجاري أكثر جاذبية من الائتمان المصرفي لكل من المشتري والبائع. قد تكون

تكاليف التحصيل والديون المدومة أقل بالنسبة لشركة البائع التي تقدم الائتمان مقارنةً بالبنك لأن المعلومات التي يتم الحصول عليها كمنتج ثانوى لعملية البيع تمنح البائع المعرفة المتخصصة بالعملاء والتواصل معهم (Cheng and Pike, 2003). فقد يتمتع المورد بميزة على المقرضين التقليديين في التحقق من الجدارة الائتمانية لعملائه، فضلاً عن القدرة الأفضل على مراقبة وفرض سداد الائتمان. وقد يمنحه هذا ميزة التكلفة على المؤسسات المالية في تقديم الائتمان للمشتري. هناك على الأقل ثلاثة مصادر لميزة التكلفة، وهى (Petersen and Rajan, 1997; Bastos and Pindado, 2007):

(١) ميزة الحصول على المعلومات: قد يزور المورد مقر المشتري أكثر من المؤسسات المالية. كما أن حجم وتوقيت طلبات المشتري يُعطيه فكرة عن حالة أعماله. إن عدم قدرة المشتري على الاستفادة من خصومات الدفع المبكر قد يكون بمثابة فخ ينبه المورد إلى تدهور الجدارة الائتمانية للمشتري. وبينما قد تقوم المؤسسات المالية أيضاً بجمع معلومات مماثلة، فقد يتمكن المورد من الحصول عليها بشكل أسرع وبتكلفة أقل لأنها يتم الحصول عليها في سياق العمل العادى.

(٢) ميزة السيطرة على المشتري: قد يكون من طبيعة السلع الموردة أن يكون هناك عدد قليل من المصادر البديلة الاقتصادية بخلاف المورد. إذا كان الأمر كذلك، فيمكن للمورد أن يهدد بقطع الإمدادات المستقبلية في حالة قيام المشتري بإجراءات تقلل من فرص السداد. وقد يكون هذا التهديد ذا مصداقية خاصةً إذا كانت حصة المشتري من مبيعات المورد صغيرة. وعلى النقيض من ذلك، قد تكون صلاحيات المؤسسة المالية أكثر محدودة؛ وقد لا يكون للتهديد بسحب التمويل المستقبلى تأثير فوري كبير على عمليات المقترض. علاوة على ذلك، قد تكون قدرة المؤسسة المالية على سحب التمويل السابق مقيدة بقوانين الإفلاس.

(٣) ميزة إنقاذ القيمة من الأصول الموجودة: إذا تخلف المشتري عن السداد، يمكن للمورد مصادرة البضائع الموردة. فكلما كانت البضائع الموردة أكثر متانة أو تحملاً (Durable)، كانت الضمانات التي توفرها أفضل وكان الائتمان الذي يمكن للمورد تقديمه أكبر. يمكن للمؤسسات المالية أيضاً استعادة أصول الشركة لسداد قرض الشركة. ومع ذلك، إذا كان لدى المورد بالفعل شبكة لبيع بضاعته، فإن تكاليف استردادها وإعادة بيعها ستكون أقل من التكاليف التي ستتحملها المؤسسة المالية. ستختلف ميزة الموردين مقارنةً بالمؤسسات المالية عبر القطاعات اعتماداً على نوع البضائع التي يبيعها المورد ومقدار تحويل العميل لها من هيئة لأخرى. فكلما قل مقدار التحويل الذي يجريه العميل على البضائع المشتراة من هيئة لأخرى، زادت الميزة التي يتمتع بها المورد على المؤسسات المالية في العثور على مشتري بديل.

٢.٤. المداخل المبنية على التمييز السعري من خلال الائتمان التجاري

يمكن تقديم الائتمان التجاري حتى لو لم يكن لدى المورد ميزة تمويلية على المؤسسات المالية لأن الائتمان قد يستخدم كوسيلة للتمييز السعري (Price Discrimination). وبما أن شروط الائتمان عادةً ما تكون ثابتة بالنسبة للجودة الائتمانية للمشتري، فإن الائتمان التجاري يؤدي إلى خفض السعر الفعلي للمقترضين ذوي الجودة المنخفضة. إذا كان هذا هو القطاع الأكثر مرونة سعرية في السوق، فإن الائتمان التجاري يعد وسيلة فعالة للتمييز السعري. والسبب الطبيعي لكون الطلب على هذا القطاع أكثر مرونة من حيث السعر هو أنه عادةً ما يكون مقنناً بالائتمان. إذا كان الأمر كذلك، فإن الائتمان التجاري يخفض السعر الفعلي للسلعة ويسمح لهذا القطاع بالتعبير عن طلبه. ففي ظل الافتراض بأن قوانين مكافحة الاحتكار تمنع التمييز المباشر في الأسعار، فإن الائتمان التجاري المرتفع السعر قد يكون بمثابة دعم أو إعانة تستهدف العملاء المحفوفين بالمخاطر (Risky Customers)، وسوف يجد العملاء الجديرون بالائتمان (Creditworthy Customers) أن الائتمان التجاري مبالغ في سعره وسوف يسددونه في أقرب وقت ممكن. من ناحية أخرى، قد يجد العملاء المحفوفين بالمخاطر أنه من المفيد الاقتراض لأن الائتمان التجاري قد يظل أرخص من المصادر الأخرى التي يمكنهم الوصول إليها (Petersen and Rajan, 1997).

٣.٤. المداخل المبنية على خفض عدم التماثل في المعلومات بين البائع والمشتري

عدم التماثل في المعلومات بين البائع والمشتري ينتج عن المعلومات غير الكاملة في أسواق المنتجات بين الطرفين، حيث يكون لدى البائع فكرة أوضح بكثير عن جودة البضائع المشحونة مقارنةً بالمشتري، وحيث قد لا تظهر الجودة الرديئة عند الفحص الأولى لتلك البضائع. تُتيح فترة الائتمان فرصة لتقليص التفاوت في الوعي بجودة المنتج. وبهذا المعنى، يُشير الائتمان التجاري إلى جودة المنتج. ويدعم من وجهة النظر هذه، ما توصلت إليه دراسة كل من (Long et al., 1993; Ng et al., 1999) من أن الشركات ذات السمعة الطيبة أو المشهورة قدمت ائتماناً تجارياً أقل من الشركات الأصغر أو الأحدث عمراً، والتي أظهرت جودة منتجاتها من خلال فترة الائتمان الأطول المقدمة لعملائها. وبالمثل، تميل الشركات التي تنتج منتجات فريدة أو تنتج منتجات تتطلب مزيداً من الوقت للتحقق من مستوى جودتها (مثل شركات التكنولوجيا الفائقة) إلى تقديم فترات ائتمان أطول. يمكن أيضاً تفسير الائتمان التجاري على أنه ضمان ضمني يضمن جودة المنتج المباع للعميل (Lee and Stowe, 1993; Deloof and Jegers, 1996). قد تقدم الشركات البائعة، ذات السمعة المحدودة أو غير المشهورة، أو التي تعاني من صعوبات مالية، ضمانات على المنتجات، لكنها قد لا تتمكن من الوفاء بها في حالة الإفلاس. لهذا السبب، قد ينظر العملاء إلى الائتمان التجاري على أنه فترة ضمان أكثر قيمة. لذا، يرجح (Lee and Stowe, 1993) أنه من المتوقع أن تقدم مثل هذه الشركات فترات ائتمان أطول.

الشكل الثانى من عدم التماثل فى المعلومات يتعلق بنوايا الدفع أو السداد لدى المشتري. لا يعرف المورد ما إذا كان المشتري ينوى السداد فى الوقت المحدد من عدمه. بالنسبة لشركة غير مالية، يمكن استخدام شروط الدفع المكونة من شقين والتي تتضمن حوافز الدفع الفورى كأداة فحص لتحديد مخاطر التخلف عن السداد لدى المشتريين المحتملين. يكشف المشترون عن ضعف وصولهم إلى أسواق التمويل عندما يتنازلون عن خصم نقدي مغرى للسداد المبكر ويختارون السداد الكامل لاحقاً. تتضمن سياسات خصم الدفع الفورى تكاليف المعاملات للمساعدة فى التعرف فى وقت مبكر على العملاء الذين يعانون من مشاكل فى التدفق النقدى، وتشير إلى الحاجة إلى جهود مراقبة وتحكم أقوى (Cheng and Pike, 2003).

٤.٤. المداخل المبنية على خفض تكاليف المعاملات

قد يُخفّض الائتمان التجاري تكاليف معاملات دفع الفواتير. فبدلاً من دفع الفواتير في كل مرة تُسلّم فيها البضائع، قد يرغب المشتري فى تجميع الالتزامات ودفعها شهرياً أو ربع سنوياً فقط. وهذا يُمكن الشركة أيضاً من فصل دورة الدفع عن الجدول الزمني للتسليم (Petersen and Rajan, 1997). فبنفس الطريقة التي تخلق بها النقود اقتصادات المعاملات من خلال تجنب الحاجة إلى توافق الرغبات التي يفرضها تبادل المقايضة، فإن الائتمان التجاري يؤدي إلى تقليل تكاليف معاملات الدفع من خلال فصل تبادل السلع عن تبادل النقود (Ferris, 1981).

يؤدي هذا الفصل إلى خلق عدد من الكفاءات التشغيلية وتحسينات التكلفة (Emery, 1984). إن الدفع عند التسليم يعد ممارسة غير فعالة للغاية بالنسبة لمعظم الشركات، وخاصة عندما تكون عمليات التسليم متكررة. تتبّع العديد من الشركات سياسات المخزون الصفرى، والتي تتطلب أحياناً تسليم يومية للسلع. قد تنشأ مشاكل فى الكفاءة التشغيلية، خاصةً فى الشركات الكبيرة، إذا قام المشتري بإجراء معاملات دفع منفصلة لكل عملية تسليم بدلاً من التعامل مع تسليم الشهر بأكمله فى معاملة دفع واحدة (Cheng and Pike, 2003). وبالتالي، فإن الائتمان التجاري يعد أداة قيمة لإدارة سلسلة التوريد وتقليل تكاليف معاملات الدفع.

من ناحية أخرى، قد تكون هناك موسمية قوية فى أنماط استهلاك منتجات الشركة. وللحفاظ على دورات إنتاج سلسلة، قد تضطر الشركة إلى إنتاج كميات مخزون كبيرة. ولهذا الأمر تكلفتان: تكاليف تخزين المخزون وتكاليف تمويله. بالطبع، يمكن للشركة خفض الأسعار لتحقيق مبيعات مبكرة. ولكن قد تكون هناك تكاليف قائمة عند القيام بذلك. من خلال تقديم ائتمان تجاري بشكل انتقائي، سواء عبر العملاء أو بمرور الوقت، قد تتمكن الشركة من إدارة مخزونها بشكل أفضل. وبالتالي، يمكن للشركة خفض تكاليف التخزين، خاصةً إذا كان لدى عملائها قدرة أفضل على تخزين المخزون (Petersen and Rajan, 1997).

5.4. المداخل البنّية على المزايا الاستثمارية للائتمان التجاري

يرتبط دافع الاستثمار ارتباطاً وثيقاً بدافع التمويل، ويرتكز على الرغبة في خلق قيمة للمساهمين من خلال الاستثمار في فرص بيع ثؤلد الثروة. ويمكن النظر إلى قرار الائتمان التجاري من منظور طويل الأجل، يتجاوز رقم حسابات المدينين في الميزانية العمومية، حيث يسعى البائعون من خلال الاستثمار في الائتمان التجاري إلى إقامة علاقات تجارية طويلة الأجل مع العملاء الرئيسيين (Ng et al., 1999). فمنح الائتمان التجاري يُعدّ إشارة قوية للعميل بأن المورد يسعى إلى علاقة تجارية طويلة الأمد ومفيدة للطرفين.

وبهذا المعنى، يُنظر إلى عرض الائتمان التجاري على أنه استثمار استراتيجي في السعى للاحتفاظ بالعملاء، وبناء قاعدة عملاء أكثر استقراراً، وتوليد مصدر دخل مستقبلي. فالعملاء يصبحون أكثر ربحية للمورد مع نضج العلاقة، وعند الوفاء بتوقعات التسليم والسعر، يزداد معدل تكرار الطلبات، ويتم جذب عملاء جدد. ونظراً لأنه من الشائع أن تشهد الشركات معدلات انشقاق بين العملاء، فإنه يمكن أن تكون شروط الائتمان السخية أداة قيمة للحد من الانشقاقات ومكافأة ولاء العملاء (Cheng and Pike, 2003).

ويزداد دافع الاستثمار أهمية إذا استطاع البائع فرض سعر أعلى من خلال تقديم شروط ائتمان، مما يُؤلد دخل فائدة ضمنى للدفع المؤجل بدلاً من الدفع الفوري. وبناءً على ذلك، فإن الائتمان التجاري يخلق قيمة للمساهمين عندما يتجاوز دخل الفائدة الضمنى للدفع المؤجل تكلفة رأس المال للبائع بما في ذلك تكاليف فحص الائتمان ومراقبته (Emery, 1984). لذا، يشير كل من (Schwartz, 1974; Ferris, 1981) إلى أنه ينبغي على الشركات أن تستثمر في الائتمان التجاري إذا كانت القيمة الحالية الصافية للإيرادات المستحقة مع الائتمان التجاري أكبر من القيمة الحالية الصافية الناشئة بدونها.

5. مراجعة الدراسات السابقة

الائتمان التجاري هو توفير تمويل غير رسمي وغير مضمون يسهله البائعون لتخفيف صعوبات التمويل للمشتريين وتمكين شراء المواد الخام والخدمات. تواجه الشركات التي تسمح للعملاء بشراء السلع أو الخدمات بالائتمان خطر عدم الدفع. لذلك، فإن إدارة الائتمان التجاري الفعالة أمر بالغ الأهمية للحفاظ على التوازن الصحيح بين المخاطر والأداء (Baker et al., 2022). تُظهر العديد من الدراسات السابقة تأثير الاستثمار في الائتمان التجاري على أداء الشركة. يزعم بعض الباحثين وجود علاقة خطية بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة، ولكنهم يختلفون حول ما إذا كانت تلك العلاقة موجبة أم سالبة. وفقاً لإحدى وجهات النظر، يتحسن أداء الشركة مع زيادة الاستثمار في الائتمان التجاري لأنه يمكن أن يعزز المبيعات. يربط رأى آخر الاستثمار في الائتمان التجاري

بمخاطر إجمالية أكبر، مثل إرتفاع التكاليف المالية المترتبة على هذا الاستثمار، وخسارة الإيرادات نتيجة احتمالات تخلف المشتري عن السداد. لذلك، يؤكد هذا الرأي الأخير أن الاستثمار في الائتمان التجاري يقلل من أداء الشركة مما يؤدي إلى علاقة عكسية. ومع ذلك، تكشف بعض الدراسات أن هناك مستوى مثالياً للاستثمار في الائتمان التجاري يتحدد عندما يتساوى العائد الهامشي للاستثمار في الائتمان التجاري مع التكلفة الهامشية المترتبة على هذا الاستثمار. في ظل هذه الخلفية، تفترض العديد من الدراسات السابقة وجود علاقة غير خطية بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة. ويوفر الجدول التالي (رقم "١") ملخصاً لأهم الدراسات السابقة على المستوى الإمبريقي التي تمكن الباحث من التوصل إليها بشأن علاقة الاستثمار في الائتمان التجاري بأداء الشركة.

جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإستثمار في الائتمان التجاري بأداء الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Martínez-Sola et al. (2013)	إسبانيا	٢٠٠١-٢٠٠٧	٥٤ شركة (٣٤٩ مشاهدة)	الإستثمار في الائتمان التجاري معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالي أصولها مرة، ومقسومة على إجمالي مبيعاتها مرة أخرى.	قيمة الشركة معبراً عنها بكل من: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB Ratio).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين أي من مقياسي الإستثمار في الائتمان التجاري وكل من مقياسي قيمة الشركة، إلا أنه عندما تم تربيع كل من مقياسي الإستثمار في الائتمان التجاري لاختبار العلاقة غير الخطية بينهما وبين قيمة الشركة، أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين أي من مقياسي الإستثمار في الائتمان التجاري وكل من مقياسي قيمة الشركة.
Martínez-Sola et al. (2014)	إسبانيا	٢٠٠٠-٢٠٠٧	١١٣٧ شركة (٧١٦٣٥ مشاهدة)	الإستثمار في الائتمان التجاري معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالي أصولها مرة، وبالفارق بين نسبة أرصدة حسابات المدينين للشركة ومتوسط تلك النسبة على مستوى القطاع الذي تنتمي له الشركة مرة أخرى.	ربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول (ROA).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار في الائتمان التجاري معبراً عنه بأي من المقياسين وربحية الشركة.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإستثمار فى الائتمان التجارى بأداء الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Tang (2014)	الصين	٢٠٠٩-٢٠١٣	٧١ شركة (٣٢٨ مشاهدة)	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى أصولها.	ربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول (ROA).	الإنحدار المتعدد	عدم وجود علاقة معنوية بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وربحية الشركة.
Abubonnon (2017)	البرازيل	١٩٩٩-٢٠١٥	١٤٤ شركة (١٣٣٠ مشاهدة)	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى أصولها مرة، وبالفارق بين نسبة أرصدة حسابات المدينين للشركة ومتوسط تلك النسبة على مستوى القطاع الذى تنتمى له الشركة مرة أخرى.	ربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول (ROA).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأى من المقياسين وبين ربحية الشركة.
Dary and James (2019)	أمريكا	٢٠٠١-٢٠١٤	٢٠٤ شركة (١٥٥٥ مشاهدة)	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى أصولها.	ربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول (ROA).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وربحية الشركة، إلا أنه عندما تم ترييع المقياس الخاص بالإستثمار فى الائتمان التجارى لاختبار العلاقة غير الخطية بينه وبين ربحية الشركة، أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وربحية الشركة.
Hoang et al. (2019)	تسعة دول بمنطقة شرق آسيا والمحيط الهادئ	٢٠١٠-٢٠١٦	١٥٠٩ شركة (١٠٥٣٧ مشاهدة)	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى أصولها.	ربحية الشركة معبراً عنها بكل من نسبة إجمالى وصافى دخل التشغيل إلى إجمالى أصول الشركة.	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من مقياسى ربحية الشركة، إلا أنه عندما تم ترييع المقياس الخاص بالإستثمار فى الائتمان التجارى لاختبار العلاقة غير الخطية بينه وبين ربحية الشركة، أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من مقياسى ربحية الشركة.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإستثمار فى الائتمان التجارى بأداء الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Baker et al. (2022)	إيطاليا	٢٠١١-٢٠١٨	١٦٦٠ مشاهدة	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى مبيعاتها.	ربحية الشركة معبراً عنها بكل من نسبة إجمالى وصافى دخل التشغيل إلى إجمالى أصول الشركة.	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من مقياسى ربحية الشركة، إلا أنه عندما تم تربيع المقياس الخاص بالإستثمار فى الائتمان التجارى لاختبار العلاقة غير الخطية بينه وبين ربحية الشركة، أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من مقياسى ربحية الشركة.
Bussoli and Conte (2020)	إيطاليا	٢٠٠٨-٢٠١٦	١١٥٥ شركة (١٠٣٩٥ مشاهدة)	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى أصولها مرة، وبالفارق بين نسبة أرصدة حسابات المدينين للشركة ومتوسط تلك النسبة على مستوى القطاع الذى تنتمى له الشركة مرة أخرى.	ربحية الشركة معبراً عنها بكل من: معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على المبيعات (ROS).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأي من المقياسين وبين ربحية الشركة معبراً عنها بأي من المقياسين.
Pham and Huynh (2020)	إيطاليا	٢٠٠٥-٢٠١٧	٢٢٧ شركة (١٦٦٦ مشاهدة)	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى أصولها.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: معدل العائد على الأصول (ROA)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من مقياسى أداء الشركة، إلا أنه عندما تم تربيع المقياس الخاص بالإستثمار فى الائتمان التجارى لاختبار العلاقة غير الخطية بينه وبين أداء الشركة، أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من مقياسى أداء الشركة.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإستثمار فى الائتمان التجارى بأداء الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
خبر (٢٠٠٦)	مصر	٢٠١٦-٢٠٢٠	٧٥ شركة (٣٧٥ مشاهدة)	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين وأوراق القبض للشركة مقسومة على إجمالى أصولها.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من المقاييس الثلاثة المستخدمة للتعبير عن أداء الشركة.
Al Mahmud et al. (2022)	بنجلاديش	٢٠١١-٢٠١٩	١٠٠٢ مشاهدة	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى مبيعاتها.	ربحية الشركة معبراً عنها بكل من: معدل العائد على الأصول (ROA)، ونسبة إجمالى دخل التشغيل إلى إجمالى أصول الشركة.	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة سالبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من المقاييس المستخدمين للتعبير عن ربحية الشركة.
Al-Eltan et al. (2023)	الأردن	٢٠٠٩-٢٠٢١	٣٨ شركة	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى أصولها.	ربحية الشركة معبراً عنها بكل من: معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، وربحية السهم (EPS).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة سالبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من المقاييس الثلاثة المستخدمة للتعبير عن ربحية الشركة.
Detthamrong and Chansanam (2023)	تايلاند	٢٠٠١-٢٠٢٠	٥١ شركة (٧٠٨ مشاهدة)	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى أصولها.	ربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول (ROA).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وربحية الشركة، إلا أنه عندما تم تربيع المقاييس الخاص بالإستثمار فى الائتمان التجارى لاختبار العلاقة غير الخطية بينه وبين ربحية الشركة، أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وربحية الشركة.
Farooq et al. (2025)	إثيوبيا	٢٠٠٧-٢٠١٦	٦٦٥٤ شركة	الإستثمار فى الائتمان التجارى معبراً عنه بأرصدة حسابات المدينين للشركة مقسومة على إجمالى مبيعاتها.	ربحية الشركة معبراً عنها بكل من: معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، وهامش صافى الربح (نسبة صافى الدخل إلى المبيعات).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة سالبة بين الإستثمار فى الائتمان التجارى وكل من المقاييس الثلاثة المستخدمة للتعبير عن ربحية الشركة.

وهناك عدة ملاحظات على تلك الدراسات السابقة، والتي تجدر الإشارة إليها فيما يلي:

(١) أن وجود هذا العدد الكبير من الدراسات السابقة التي اختبرت تأثير الاستثمار في الائتمان التجاري على أداء الشركة، يعكس أهمية قرار الاستثمار في الائتمان التجاري كأحد المحددات المهمة لأداء الشركات، ويلقى الضوء كذلك على أهمية هذا القرار المالي في تعظيم ثروة المساهمين، ويبرز أيضاً الاهتمام المتزايد الذي أولته الأوساط الأكاديمية لقضية الاستثمار في الائتمان التجاري محل اهتمام البحث الحالي.

(٢) اختبرت العديد من تلك الدراسات السابقة العلاقة الخطية بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة، ولكن اختلفت نتائجها بشأن تلك العلاقة ما بين الموجبة والسالبة. ففي الوقت الذي توصلت فيه دراسة كل من (خيرى، ٢٠٢٢؛ Abuhommous, 2014; Martínez-Sola et al., 2014; Bussoli and Conte, 2020; Farooq et al., 2025; Al Mahmud et al., 2023; Al-Eitan et al., 2022) إلى وجود علاقة موجبة بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة، نجد أن دراسة كل من (Farooq et al., 2025; Al Mahmud et al., 2023; Al-Eitan et al., 2022) توصلت إلى علاقة سالبة بينهما. ويرى الباحث أن هذا التناقض أو التعارض في نتائج الدراسات السابقة يضيف المزيد من الأهمية على ضرورة دراسة العلاقة غير الخطية بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركات، في محاولة لتفسير هذا التناقض أو التعارض في نتائج اختبار العلاقة الخطية بينهما.

(٣) وجود ندرة في الدراسات السابقة التي اختبرت العلاقة غير الخطية بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركات في بيئة الأعمال المصرية، الأمر الذي يبرز الحاجة إلى إجراء دراسة منهجية لاختبار تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية لفهم الآثار المترتبة على هذا الاستثمار.

(٤) أن هناك عدد من تلك الدراسات السابقة اختبرت العلاقة غير الخطية بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركات، وتوصلت إلى أدلة إمبريقية من بيانات مختلفة تظهر وجود علاقة غير خطية بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركات، وهو ما يدعم الادعاءات القائلة بأن هناك مستوى مثالياً للاستثمار في الائتمان التجاري يتحدد عندما يتساوى العائد الهامشي للاستثمار في الائتمان التجاري مع التكلفة الهامشية المترتبة على هذا الاستثمار، وهو الأمر الذي يبرز بقوة أهمية اختبار تلك العلاقة غير خطية في بيئة الأعمال المصرية، وذلك للتحقق مما إذا كانت تلك الإدعاءات ستطبق بالضرورة في بيئة الأعمال المصرية من عدمه.

٦. تطوير فرضية البحث

تستثمر العديد من الشركات في الائتمان التجاري كجزء من عملياتها التجارية. فإذا باعت شركة سلعاً للعملاء وسمحت بتأخير الدفع، فإنها بذلك تستثمر في الائتمان التجاري أو تقدمه (Dary and James, 2018). وبما أن عرض الائتمان التجاري يمثل استثماراً قصير الأجل من المتوقع أن يولد قيمة مضافة للشركات بمرور الوقت، فإنه ينبغي ربطه بربحية الشركة أو أدائها بشكل عام (Nadiri, 1969). وقد فسرت الأدبيات الاستثمار في الائتمان التجاري بناءً على المزايا التي يعود بها على الموردين من الناحية المالية والتشغيلية والتجارية. وتشمل بعض الدوافع وراء الاستثمار في الائتمان التجاري خفض تكاليف المعاملات؛ وتحفيز المبيعات في فترات الركود في الطلب من خلال تخفيف شروط الائتمان؛ وخفض عدم التماثل في المعلومات بين المشتري والبائع، لأن الائتمان التجاري يعمل كإشارة لجودة المنتج؛ وآلية للتمييز في الأسعار بين العملاء النقيدين وعملاء الائتمان (Martinez-Sola et al., 2013).

من الناحية المالية، يُعدّ الائتمان التجاري أداةً فعّالة لتوطيد العلاقات مع العملاء، حيث يسعى الموردون جاهدين لبناء علاقات متينة مع المشتريين، لا سيما في ظل بيئات سوقية شديدة التنافسية. وقد تجذب الشركات التي تمنح تمديدات للسداد عملاء جدد، وبالتالي توسّع حصتها السوقية بفضل المزايا المالية المرتبطة بذلك. في الواقع، يمكن أن يكون الائتمان التجاري أداةً لاستقطاب عملاء جدد من خلال منحهم شروط شراء مُيسّرة (Aaronson et al., 2004; Box et al., 2018). في هذا السياق، قد يُعزز الاستثمار في الائتمان التجاري العلاقات بين الموردين وعملائهم، إذ يُعدّ وسيلةً لتحسين صورة الموردين وزيادة ولاء العملاء، مما يُعزز بدوره أداء الشركة. علاوةً على ذلك، يُمكن الاستثمار في الائتمان التجاري الشركة من تحقيق ميزة تمييز الأسعار، مما يُعزز بدوره ربحيتها، وذلك من خلال تقليل شكوك المشتري بشأن جودة المنتج وتمديد شروط الدفع (Pike et al., 2005).

ومع ذلك، فإن الاستثمار في الائتمان التجاري مكلف وينطوي على تكلفة الفرصة البديلة. وعلاوة على ذلك، يزيد الائتمان التجاري من مستوى الاستثمار في الأصول المتداولة، وبالتالي قد يؤثر على ربحية وسيولة الشركة. وينطوي الاستثمار في الائتمان التجاري أيضاً على تحمل مخاطر الائتمان، بسبب التعرض للتخلف عن السداد، ومن ثم، فإن منح الائتمان التجاري قد يكون له آثار سلبية على الربحية والسيولة بسبب التخلف عن سداد الديون. كما أن توسيع نطاق الاستثمار في الائتمان التجاري يؤدي إلى تحمل البائع لبعض التكاليف الإدارية الإضافية، بسبب إدارة نشاط الائتمان المكلفة (Mian and Smith, 1992; Cheng and Pike, 2003; Martinez-Sola et al., 2013).

وبالتالي، يمكن النظر إلى مستوى أو رصيد حسابات المدينين المستحق للشركة طرف عملائها على أنه يتم تحديده من خلال المقايضة أو المبادلة بين فوائد وتكاليف الائتمان التجاري الممنوح. تقوم

الشركة بموازنة فوائد الائتمان الممنوح مقابل التكاليف المختلفة المترتبة على الاحتفاظ بأرصدة كبيرة لحسابات المدينين. لذا، ترجح الأدبيات المتعلقة بالاستثمار في الائتمان التجاري وجود مستوى أمثل لحسابات المدينين. وبهذا المعنى، يؤكد (Emery, 1987) أن هناك مستوى مثالياً لحسابات المدينين يتحقق عندما تتساوى الإيرادات (أو المنافع) الهامشية لإقراض الائتمان التجاري مع التكلفة الهامشية لهذا الإقراض، وينتج عن هذا الوضع فترة ائتمان مثالية (Optimal Credit Period).

ولهذا السبب، ينبغي على مديري الائتمان محاولة إبقاء حسابات المدينين عند مستواها المستهدف لتجنب تراجع أداء الشركة بسبب المبيعات المفقودة أو المبيعات غير القابلة للتحصيل. وبالتالي، يتوقع وجود علاقة غير خطية بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة تتحدد من خلال المبادلة بين التكاليف والمنافع المترتبة على توفير أو تقديم الائتمان التجاري، حيث يوجد مستوى من الائتمان التجاري الممنوح (النقطة المثلى)، والذي يعمل على تعظيم أداء الشركة إلى حده الأقصى. وبناءً على ذلك، يختبر البحث الحالي الفرضية التالية:

ف: من المتوقع أن العلاقة بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركات المساهمة المصرية ستكون غير خطية (مقعرة)؛ موجبة بالنسبة للمستويات المنخفضة من الائتمان التجاري الممنوح وسالبة بالنسبة للمستويات المرتفعة.

٧. تصميم البحث

١.٧. مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث الحالي في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية في الفترة بين عامي ٢٠١٦م و٢٠٢٣م، وذلك بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير المالية، الأمر الذي يخلق صعوبة بشأن القابلية للمقارنة نتيجة الاختلافات في الضوابط والقوانين المنظمة.

وقد انتهى الباحث إلى اختيار عينة ميسرة من الشركات غير المالية المقيدة، والمتاح الاستعانة بها في اتمام البحث الحالي، يبلغ حجمها ٩٦ شركة (٧٥٢ مشاهدة) موزعة على خمسة عشر قطاعاً إقتصادياً غير مالي (مرفق ملحق رقم "١" بأسماء شركات عينة البحث)، وبما يعادل ٥٣٪، ٥٥٪، ٥٦٪، ٥٧٪، ٥٥٪، ٥٤٪، ٥٣٪ تقريباً من إجمالي عدد الشركات المساهمة غير المالية المقيدة، والمتاح سحب عينة البحث الحالي منه خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة على الترتيب. ويوضح الجدول رقم (٢) العينة النهائية للبحث الحالي مصنفة وفقاً للتصنيف القطاعي للبورصة المصرية

المطبق من بداية عام ٢٠٢٠م، والذي تم تفعيله على ضوء عملية إعادة الهيكلة الشاملة التي قامت بها إدارة البورصة المصرية والتي طالت كل قطاعات السوق المصري.^(٤)

جدول رقم (٢): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

القطاع	عدد المشاهدات	السنوات وعدد الشركات							
		٢٠٢٣	٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦
عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
أغذية ومشروبات وتبغ	١٢٨	١٦	١٦	١٦	١٦	١٦	١٦	١٦	١٦
العقارات	١٢٦	١٥	١٦	١٦	١٦	١٦	١٦	١٦	١٥
رعاية صحية وأدوية	٩٤	١٠	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢
مواد البناء	٧٦	١٠	٩	٩	٩	١٠	١٠	١٠	٩
موارد أساسية	٦٣	٨	٨	٨	٨	٨	٨	٨	٧
سياحة وترفيه	٥٢	٧	٦	٦	٦	٧	٧	٧	٦
منسوجات وسلع معمرة	٤٨	٦	٦	٦	٦	٦	٦	٦	٦
مقاولات وإنشاءات هندسية	٤٠	٥	٥	٥	٥	٥	٥	٥	٥
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٣٧	٥	٥	٥	٥	٥	٥	٥	٤
تجارة وموزعون	٢٤	٣	٣	٣	٣	٣	٣	٣	٣
إتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	١٦	٢	٢	٢	٢	٢	٢	٢	٢
خدمات النقل والشحن	١٦	٢	٢	٢	٢	٢	٢	٢	٢
ورق ومواد تعبئة وتغليف	١٦	٢	٢	٢	٢	٢	٢	٢	٢
المرافق	٨	١	١	١	١	١	١	١	١
طاقة وخدمات مساندة	٨	١	١	١	١	١	١	١	١
إجمالي	٧٥٢	٩٣	٩٦	٩٦	٩٦	٩٦	٩٦	٩٦	٩٣
عدد الشركات المقيدة بالبورصة (سوق داخل المقصورة) ^(٥)	٢٢٢	٢٢٢	٢٢٢	٢٢٠	٢١٨	٢١٥	٢١٨	٢١٨	٢١٧
عدد الشركات المالية المقيدة بالبورصة ^(٦)	٤٦	٤٧	٤٩	٥١	٥١	٤٥	٥٠	٤٧	٤٥
عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة	١٧٦	١٧٥	١٧١	١٦٧	١٦٧	١٧٠	١٦٨	١٧١	١٧٢
نسبة عدد شركات العينة إلى عدد الشركات غير المالية المقيدة	٥٣٪	٥٥٪	٥٦٪	٥٧٪	٥٥٪	٥٥٪	٥٥٪	٥٤٪	٥٣٪

٢.٧. مصادر الحصول على بيانات البحث

اعتمد الباحث بشأن الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات عينة البحث الحالي على أربعة مصادر أساسية، وهى: (١) المواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المساهمة المقيدة بما تتضمنه من إفصاحات وتقارير دورية يوفرها قسم علاقات المستثمرين (Investor Relations) بتلك المواقع

(٤) أسفرت عملية إعادة الهيكلة هذه عن زيادة عدد القطاعات إلى ثمانية عشر قطاعاً بدلاً من سبعة عشر قطاعاً، فيما شهدت نحو ثلاثة وخمسون شركة تغيير اسم القطاع الذى تنتمى إليه، كما انتقلت إثنين وأربعون شركة إلى قطاعات أخرى بعد دراسة المصدر الرئيسى لنشاطها، واستمرت مائة وتسعة وأربعون شركة كما هى بذات القطاع دون تعديل. ولمزيد من التفصيل حول هذا الشأن، يمكن الرجوع إلى التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٩م، وذلك عبر تحميل الرابط التالى:

https://www.egx.com.eg/get_pdf.aspx?ID=26553&Lang=ARB

(٥) المصدر: موقع البورصة المصرية (<https://www.egx.com.eg/ar/MarketIndicator.aspx>).

(٦) يقصد بالشركات المالية المقيدة بالبورصة: الشركات التى تنتمى لقطاعى البنوك والخدمات المالية غير المصرفية.

الإلكترونية للشركات المقيدة، ٢) الموقع الرسمي للبورصة المصرية بما يتضمنه من تقارير إفصاح إلزامية، والتي تعدّها وترسلها الشركات المساهمة المقيدة لإدارة الإفصاح بالبورصة بموجب قواعد القيد والشطب، ٣) موقع مباشر مصر بما يحتويه من تقارير مالية دورية للشركات المساهمة المقيدة، و٤) شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة للبورصة المصرية، والتي تقوم على تقديم خدمات نقل بيانات التداول اللحظي للشركات المقيدة محلياً ودولياً، وتوفير البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٣.٧. صياغة نماذج البحث والتعريف الإجرائي للمتغيرات

سوف يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي على نموذجين للإنحدار المتعدد. يختبر النموذج الأول العلاقة المباشرة بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}) وأداء الشركة، حيث يبنى النموذج الأول للبحث الحالي على أن أداء الشركة يعد دالة في كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{أداء الشركة} = \text{دالة (مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري + المتغيرات الضابطة)}$$

أما النموذج الثاني فيختبر العلاقة غير الخطية بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة وذلك من خلال إدراج الشكل التربيعي لمستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (Quadratic Term for REC_{it}) إلى مجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج الأول، حيث يبنى النموذج الثاني للبحث الحالي على أن أداء الشركة يعد دالة في كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، وتربيعة (REC_{it}^2)، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{أداء الشركة} = \text{دالة (مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري وتربيعة + المتغيرات الضابطة)}$$

إن إدراج كل من متغيري الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}) وتربيعة (REC_{it}^2) معاً بالنموذج الثاني للبحث الحالي (على النحو المبين بالمعادلة رقم "٢")، سيسمح للباحث باختبار فوائد الاستثمار في الائتمان التجاري والآثار السلبية للاستثمار المفرط في حسابات العملاء بشكل صريح. من ناحية أخرى، سيعتمد الباحث بشأن قياس أداء الشركة على مؤشرين للأداء، يستند أولهما إلى رقم صافي الربح المحاسبي المنشور (المفصّل عنه في قائمة الدخل) والذي يعكس الربحية الخاصة بالشركة من المنظور المحاسبي، أما المؤشر الثاني فيندرج ضمن المؤشرات السوقية للأداء، وهو: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول والتي يتم قياسها من خلال مؤشر "توبين كيو" (Tobin's q Ratio)^(٧). وبذلك، يمكن صياغة نماذج البحث الحالي على النحو التالي:

(٧) مؤشر "توبين كيو" (Tobin's q)، وهو مؤشر يعتمد في الأساس على العلاقة بين القيمة السوقية لأصول الشركة وقيمتها الاستبدالية، ولكن نظراً لصعوبة التوصل إلى القيمة الاستبدالية للأصول، فإنه عند حساب تلك النسبة فإنه يتم استخدام القيمة الدفترية للأصول عوضاً عن القيمة الاستبدالية للأصول. ويعتمد مؤشر "توبين كيو" (Tobin's q) في الأساس على العلاقة بين القيمة السوقية والدفترية لحقوق ملكية الشركة، ويعكس العوائد الاقتصادية المتوقعة توليدها بواسطة أصول الشركة القائمة.

$$\text{Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{REC}_{it} + \beta_2 \text{FSIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{CASH}_{it} + \beta_5 \text{ASSETURN}_{it} + \beta_6 \text{BOSIZE}_{it} + \beta_7 \text{BOIND}_{it} + \beta_8 \text{DUAL}_{it} + \beta_9 \text{INSOWN}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

$$\text{Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{REC}_{it} + \beta_2 \text{REC}_{it}^2 + \beta_3 \text{FSIZE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{CASH}_{it} + \beta_6 \text{ASSETURN}_{it} + \beta_7 \text{BOSIZE}_{it} + \beta_8 \text{BOIND}_{it} + \beta_9 \text{DUAL}_{it} + \beta_{10} \text{INSOWN}_{it} + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

حيث إن:

أداء الشركة (i) في الفترة (t)؛	=	Performance _{it}
مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري للشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛	=	REC _{it}
تربيع مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري للشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛	=	REC _{it} ²
حجم الشركة (i) في الفترة (t)؛	=	FSIZE _{it}
الرافعة المالية (المديونية) للشركة (i) في الفترة (t)؛	=	LEV _{it}
نسبة النقدية المحتفظ بها من قبل الشركة (i) في الفترة (t)؛	=	CASH _{it}
كفاءة إستغلال الأصول للشركة (i) في الفترة (t)؛	=	ASSETURN _{it}
حجم مجلس الإدارة للشركة (i) في الفترة (t)؛	=	BOSIZE _{it}
إستقلالية مجلس الإدارة للشركة (i) في الفترة (t)؛	=	BOIND _{it}
إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول للشركة (i) في الفترة (t)؛	=	DUAL _{it}
نسبة الملكية المؤسسية للشركة (i) في الفترة (t).	=	INSOWN _{it}

ويوضح الجدول رقم (٣) وصفاً لمتغيرات البحث الحالي والتعريف الإجرائي لها، حيث يتم قياس أداء الشركة، مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري، والمتغيرات الضابطة على النحو التالي:

جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
المتغير التابع (أداء الشركة)		
يتم قياسها من خلال قسمة صافي الدخل بعد الضرائب كما يظهر بقائمة الدخل للشركة i خلال الفترة t على إجمالي أصولها في نهاية الفترة t.	PROF _{it}	ربحية الشركة
يتم قياسها من خلال حساب نسبة (Tobin's q) للشركة i في نهاية الفترة t، والتي يتم حسابها من خلال قسمة القيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة t.	Q-Ratio _{it}	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأصول الشركة
المتغير المستقل (الاستثمار في الائتمان التجاري)		
يتم قياسه من خلال قسمة إجمالي أرصدة حسابات أوراق القبض والعملاء التجاريين التي تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي للشركة i (وذلك قبل استبعاد الخسائر الائتمانية المتوقعة المتعلقة بتلك الأرصدة) مقسومة على القيمة السوقية لأصولها في نهاية الفترة t (حيث القيمة السوقية للأصول عبارة عن: القيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية).	REC _{it}	مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري

تابع جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
المتغيرات الضابطة		
يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة t .	$FSIZE_{it}$	حجم الشركة
يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي الالتزامات (المتداولة وغير المتداولة) على إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة i في نهاية الفترة t .	LEV_{it}	الرافعة المالية (المديونية)
يتم قياسه من خلال قسمة إجمالي أرصدة النقدية وما في حكمها التي تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي للشركة i مقسومة على إجمالي أصولها في نهاية الفترة t .	$CASH_{it}$	الإحتفاظ بالنقدية
يتم قياسها من خلال معدل دوران الأصول للشركة i خلال الفترة t ، والذي يتم حسابه من خلال قسمة إيرادات الشركة i في نهاية الفترة t على إجمالي أصولها في نهاية الفترة t .	$ASSETURN_{it}$	كفاءة إستغلال الأصول
يتم قياسه بعدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة i خلال الفترة t .	$BOSIZE_{it}$	حجم مجلس الإدارة
يتم قياسها بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة للشركة i خلال الفترة t ، والتي يتم حسابها من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس.	$BOIND_{it}$	إستقلالية مجلس الإدارة
يتم قياسها بمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة i خلال الفترة t يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.	$DUAL_{it}$	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول
إجمالي نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) الذين يستحوذون على ٥% فأكثر من أسهم الشركة i خلال الفترة t .	$INSOWN_{it}$	الملكية المؤسسية

٤.٧. مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نماذج البحث

١.٤.٧. حجم الشركة

تتمتع الشركات الكبيرة بمزايا اقتصاديات الحجم الكبير في أوجه النشاط المختلفة من توظيف وإنتاج وتسويق، وهو ما يمكنها من استخدام طرق تشغيل أكثر كفاءة تساعد على تخفيض التكاليف، فضلاً عن تمتعها بتوافر إمكانيات إدارية ذات كفاءة ومهارة عالية مقارنةً بمثيلاتها في الشركات صغيرة الحجم، وهو أمر يساعدها في تحقيق مزايا نسبية في العديد من المجالات، مثل: الرقابة على التكاليف، والاستغلال الكفء للموارد البشرية المتاحة، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة وتعظيم قيمة الشركة (هويدي، ١٩٩١؛ Buzzell et al., 1975).

من ناحية أخرى، يشير (Jensen, 1986) إلى أن حجم الشركة يمكن أن يستخدم كمؤشر على تعارضات الوكالة بين المديرين والمساهمين، وذلك إنطلاقاً من أن المديرين قد يتوافر لديهم الدافع أو الحافز لزيادة حجم الشركة إلى ما بعد الحجم الأمثل أو المستهدف، وذلك لاكتساب المزيد من القوة أو السلطة عندما تكون قيمة الأصول الخاضعة لسيطرتهم أو تحكمهم أكبر. ويرى كل من (Agrawal and Knoeber, 1996) أن هذا التضخم الزائد في حجم الشركة قد يسبب ترهل تنظيمي وإنخفاض للإنتاجية، وذلك لأن قدرة الإدارة على مراقبة أو التحكم في الأنشطة الاستراتيجية والتشغيلية للشركة تنقلص مع زيادة حجمها، مما يؤدي إلى آثار سلبية على أداء وقيمة الشركة.

٢.٤.٧. الرافعة المالية (المديونية)

يرى (Gul and Tsui, 1997) أنه كلما زاد اعتماد الشركة على الديون في تمويل عملياتها، فإن اشتراطات أو تعهدات المديونية التي تتعرض لها الشركة من قبل المقرضين تعمل على تقييد الإنفاق غير المثالي للشركة، وتضعها تحت مراقبة أكبر من قبل هؤلاء المقرضين بهدف حماية أموالهم، وهو ما قد يؤدي إلى دعم وتعزيز أداء الشركة. أيضاً، يرى (Jensen, 1986) أن ارتفاع نسبة المديونية سوف يثنى المديرين عن إهدار التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة في استثمارات غير مربحة، وذلك من خلال إجبار المديرين على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة الدين، الأمر الذي يسهم في كبح الإنتهازية الإدارية المتعلقة بإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما ينعكس بالإيجاب على أداء الشركة.

من ناحية أخرى، يشير (Myers, 1977) إلى أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين قد يدفع المديرين إلى التصرف بالشكل الذي يحقق مصلحة المساهمين من خلال التخلي عن المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. فالشركات التي يتزايد لديها مستوى المديونية يتزايد بها تعارضات الوكالة بين المساهمين وأصحاب الديون، نظراً لأن المساهمين في هذه الشركات يتوافر لديهم دوافع قوية لتخفيض الاستثمارات، وذلك فيما يعرف بمشكلة "نقص الاستثمار"، وإمكانيات أكبر للاستعاضة بتحويل أو نقل المخاطر. وهو ما يشير إلى أن التمويل بالدين قد يكون له تأثير سلبي على أداء الشركة، خاصة بالنسبة للشركات التي يتوافر لديها فرص للنمو (McConnell and Servaes, 1995).

٣.٤.٧. الاحتفاظ بالنقدية

يعد الاحتفاظ بالنقدية قراراً مالياً وإدارياً مهماً لأي شركة ويسهم في بقائها. ففي الأسواق المالية الكاملة، لا يوجد دافع للشركات للاحتفاظ بنقدية كبيرة، حيث إنه يمكن تحويل الأصول إلى نقدية أو الحصول على التمويل بتكلفة عادلة من السوق مباشرة عند الحاجة إلى نقدية. إلا أن عدم إكمال الأسواق بسبب تكاليف المعاملات وعدم تماثل المعلومات يوفر أساساً منطقياً لاحتفاظ الشركات بالنقدية، حيث تتجه الشركات إلى تقديم إشارات إيجابية للمستثمرين والمقرضين من خلال الإفصاح عن مركز نقدي قوى، وذلك بهدف الحد من التأثيرات السلبية لمشكلة عدم تماثل المعلومات، وهو ما يتطلب الاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة، وبالتالي تتجنب الشركة ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، مما ينعكس بالإيجاب على أداء الشركة (Opler et al., 1999; Wai and Zhu, 2013; Nguyen et al., 2016).

من ناحية أخرى، ووفقاً لفرضية الانتهازية الإدارية، فإن الاحتفاظ بمستوى مرتفع من الأرصدة النقدية يوفر للمديرين حرية تصرف أكبر يمكنهم من خلالها تحقيق منافع ومزايا خاصة أكبر على حساب رفاة حملة الأسهم. فعندما يمتلك المديرون تدفقات نقدية حرة كبيرة تحت تصرفهم، فإنه من المحتمل أن يغالوا أكثر في الاستثمار في أنشطة هامشية أو مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة

على حساب مصلحة المساهمين. قد تكون هذه الأنشطة والمشروعات مرضية للمديرين وقد تجلب لهم مزايا مالية أو مكافآت شخصية أخرى (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986).^(٨) ففي ظل التعارض المحتمل في المصالح بين الإدارة والمساهمين، فإن الشركات التي سيكون لديها أموال زائدة (أو فائضة) ستخاطر في نهاية المطاف بإهدارها في مشاريع غير مربحة. وبالتالي، فإن وجود مستوى كبير من التدفق النقدي الحر سيقود المديرين إلى اختيار سياسات الاستثمار دون المستوى الأمثل، مما ينعكس بالسلب على أداء الشركة (Jensen, 1986; Richardson, 2006).^(٩)

٤.٤.٧. كفاءة إستغلال الأصول

تعكس درجة كفاءة إستغلال أصول الشركة (Assets Utilization Efficiency) مدى قدرة الشركة على إدارة وتدوير مواردها، أو بعبارة أخرى، قدرة الشركة على توليد المبيعات من قاعدة الأصول المستثمرة (هندي، ١٩٩٩؛ أبو العز، ٢٠٠٧). فمن المفترض أن تسعى إدارة الشركات إلى توظيف الأصول التي وضعت تحت تصرفها بكفاءة، حيث يجب على الإدارة أن تسعى إلى انتهاز سياسة فعالة لإدارة الأصول تستهدف من خلالها تعظيم ثروة المساهمين. إن الإستغلال الأفضل لأصول الشركة سيزيد من المبيعات، مما يسهم في زيادة معدل دوران الأصول، ومن ثم تحسين أداء الشركة (Rahayu, 2019).^(١٠) أضف إلى ذلك، أن الشركات الناجحة التي ترتفع بها كفاءة إستغلال الأصول عادةً ما تكون قادرة على الإقتراض في ظروف أفضل مقارنةً بالشركات الأقل نجاحاً التي تنخفض بها معدلات دوران الأصول، ويمكنها ترتيب خفض معدلات الفائدة المتعاقد عليها، وهو الأمر الذي يسهم في تحسين أداء الشركة.

٥.٤.٧. حجم مجلس الإدارة

يشير كل من (Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Eisenberg et al., 1998) إلى أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فعالية في مراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة مقارنةً بمجالس الإدارة كبيرة الحجم، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم قد تعاني من

(٨) يشير مفهوم التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow)، والذي قدمه (Jensen, 1986)، إلى مجموع الأموال الفائضة المتاحة للشركة بعد تمويل المشاريع المربحة. ويرى (Jensen, 1986) أنه من المرجح أن تستثمر الشركات التي تتمتع بفرص نمو منخفضة التدفق النقدي الحر المتوافر لديها في مشروعات غير مربحة. ففي ظل غياب المراقبة الفعالة أو الإجراءات التأديبية (Disciplinary Actions) من قبل أصحاب المصلحة الخارجيين ووكلائهم، قد يختار بعض المديرين الاستثمار في أنشطة هامشية أو مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة.

(٩) يعضد من وجهة النظر هذه، ما أشار إليه (أبو العز، ٢٠١٥) من أنه إذا توقع المدير أن يترك الشركة قبل نهاية عمرها - وهذه هي الحالة الواقعية السائدة - فمن الطبيعي والمتوقع أن يركز المدير (الوكيل) على تعظيم منفعة في الأجل القصير الذي يعنيه، حتى ولو كان ذلك ضاراً لمصالح المساهمين (الموكل). فالمدير الذي يتوقع أن يغادر الشركة في المستقبل القريب يعطى وزناً قليلاً لنتائج القرارات التي تتكشف بعد مغادرته للشركة، وذلك فيما يعرف "بمشكلة الأفق الزمني". فعندما يتوافر لدى الشركة المزيد من الفوائض النقدية المحتفظ بها، قد يجد المديرون الحافز لإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Jensen, 1986)، وهو بالطبع الأمر الذي سيقود في النهاية إلى تراجع أداء الشركة.

(١٠) يشير (حميد، ٢٠٠٢) إلى أنه يمكن لإدارة الشركة تحسين معدل دوران الأصول من خلال العمل على زيادة إيرادات المبيعات بمعدل أكبر من معدل الزيادة في الأموال المستثمرة في الأصول، أو العمل على خفض حجم وقيمة الأموال المستثمرة في الأصول بمعدل أكبر من معدل إنخفاض صافي إيرادات المبيعات، وهذه بالطبع هي الحالة الأصعب لأنها تتطلب إعادة تقويم الأصول، بما يتضمنه ذلك من آثار مالية على حجم المشروع.

مشاكل قصور عملية التنسيق والإتصال بين أعضائها، بالشكل الذى ينال من جودة عملية صناعة القرارات داخل الشركة، مما يقوض بالتالى من فعالية تلك المجالس فى أداء الدور الإشرافى والرقابى المنوط بها، ومن ثم تراجع أداء الشركة.

من ناحية أخرى، يرى كل من (John and Senbet, 1998; Dalton et al., 1999; Kiel and Nicholson, 2003) أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تكون أكثر قدرةً من المجالس الصغيرة على اجتذاب مدى واسع من المديرين الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات المتنوعة التى تسهل من أداء المجلس لمهامه ووظائفه، وتعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تعطى فرصة أكبر للتعبير عن مصالح المساهمين، ومن ثم فإنها تكون أقل عرضةً لسيطرة أو هيمنة المدير التنفيذى الأول، الأمر الذى ينعكس بالإيجاب على أداء الشركة.

٦.٤.٧. استقلالية مجلس الإدارة

يعد وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة عاملاً أساسياً لدعم موضوعيته واستقلاليته فى القيام بواجباته الإشرافية تجاه الإدارة التنفيذية للشركة (سليمان، ٢٠٠٦). فالمديرين غير التنفيذيين يعدون فى وضع أفضل للإضطلاع بوظيفة المراقبة من المديرين التنفيذيين (Marashdeh, 2014). ويرى كل من (Fama, 1980; Williamson, 1984) أن وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة يعد عاملاً أساسياً فى جعل المجلس يبدو أكثر فعالية فى الحد من الانتهازية الإدارية، وذلك انطلاقاً من أن سيطرة الأعضاء الداخليين (التنفيذيين) على مجلس الإدارة فى ظل ما يتمتعون به من معلومات هائلة عن كافة الأوضاع الاقتصادية للشركة، يمكن أن يقود إلى تواطؤ الإدارة التنفيذية ضد مصالح الملاك، ومحاولة استنزاف ثروتهم من خلال تغليب مصالحها الذاتية على مصالح المساهمين، مما ينعكس بالسلب على أداء الشركة.

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يشير كل من (Donaldson, 1990; Donaldson and Davis, 1991) إلى أن الأداء المتميز للشركة يكون مرتبطاً بوجود أغلبية من المديرين التنفيذيين داخل مجلس إدارتها. وذلك انطلاقاً من أن هؤلاء المديرين التنفيذيين يكون لديهم فهم أفضل لطبيعة أعمال الشركة وتعقيداتها، ويعدون فى وضع أفضل لقيادة وإدارة قرارات الشركة من المديرين غير التنفيذيين، نتيجة ما يتمتعون به من معلومات خاصة متميزة عن أنشطة وعمليات الشركة، ومن ثم، فإن وجود أغلبية من المديرين التنفيذيين داخل مجلس الإدارة تجعله قادراً على اتخاذ قرارات متميزة تقود إلى تحسن أداء وقيمة الشركة.

٧.٤.٧. ازدواجية دور المدير التنفيذى الأول

تشير ازدواجية دور المدير التنفيذى الأول (CEO Duality) إلى الحالات التى يتم فيها الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) من قبل ذات الشخص.

ويعرف دليل الحوكمة المصرى فى نسخته المحدثه الصادره فى يوليه ٢٠١٦م المدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذى ينتدبه المجلس ليقوم بالإدارة الفعلية للشركة، ويعتلى هرم السلطة التنفيذية بها، ويحدد مجلس الإدارة اختصاصاته ومكافآته" (فقرة ٨/١). ويرى كل من (Jensen, 1993; Lai, 2009) أن تقلد المدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) لمنصب رئيس مجلس الإدارة يجعله قادراً على التحكم فى جدول أعمال المجلس، والتأثير فى شتى قراراته بالشكل الذى يتوافق أو ينسجم مع مصالح الإدارة التنفيذية للشركة، فضلاً عن تدخله بشكل كبير فى عملية عزل وتعيين أعضاء المجلس ومحاولته الإحتفاظ بمنصبه لأطول فترة ممكنة. ومن ثم، فإن دمج تلك الأدوار والمسؤوليات فى يد شخص واحد يعد تركيزاً للسلطة، كما أنه يزيد من إحتتمالات نشوب تعارضات الوكالة نتيجة سعى الإدارة التنفيذية للشركة لتحقيق مصالحها الذاتية أو الشخصية بشكل إنتهازى على حساب باقى الأطراف الأخرى ذات المصلحة فى الشركة (Fama and Jensen, 1983).

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يرى (Brickley et al., 1997) أنه على الرغم من أن الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) يمكن أن يقلل من تكاليف الوكالة المتعلقة بمراقبة سلوك المدير التنفيذى الأول، إلا أنه يولد تكاليف وكالة جديدة تتعلق بمراقبة سلوك رئيس مجلس الإدارة، خاصةً وأن منح رئيس مجلس الإدارة حقوق متزايدة لاتخاذ قرارات بشأن أمور من قبيل عزل المدير التنفيذى الأول، إعداد جدول أعمال المجلس، قد يزيد من شعور المساهمين بالقلق إزاء إمكانية جنى رئيس مجلس الإدارة لمنافع إضافية، مستوى الجهد المبذول، وتفضيلات الاستثمار. أيضاً، يرى كل من (Donaldson and Davis, 1991) أن الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) من قبل ذات الشخص، يقلل من التعارضات المتعلقة بتبادل المعلومات أو الإتصال فى بيانات تتسم بعدم التأكد، ويجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة، الأمر الذى يسهم فى تحسين أداء الشركة، وتعظيم قيمتها فى الأجل الطويل (Donaldson and Davis, 1991).

٨.٤.٧ الملكية المؤسسية

يشير كل من (Bushee, 1998; Hsu and Koh, 2005) إلى أن تزايد نسبة ما تمتلكه هيئات الإستثمار فى أسهم الشركة يمكن أن يعمل على توفير درجة عالية من المراقبة للسلوك الإدارى. فتزايد الملكية المؤسسية يمكن أن يعمل كآلية فعالة لتخفيض تكاليف الوكالة التى يمكن أن تنشأ نتيجة السلوك الإنتهازى للمديرين، وذلك إنطلاقاً من أن المستثمرين المؤسسيين يتوافر لديهم الموارد، القدرات، المهارات، والفرص المناسبة لمراقبة المديرين وضبط سلوكهم بالشكل الذى يضمن اختيارهم لمستويات الاستثمار التى تؤدى إلى تعظيم القيمة فى الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على مقابلة أهداف الربحية قصيرة الأجل (Bange and De Bondt, 1998; Chung et al., 2002).

من ناحية أخرى، يرى كل من (Graves and Waddock, 1990; Jacobs, 1991; Hsu and Koh, 2005) أن المستثمرين المؤسسيين يتصرفون في أحيان كثيرة كمستثمرين مؤقتين ذوي توجه قصير الأجل، وذلك من خلال تركيزهم بشكل كبير على تعظيم الأرباح الحالية للشركة بدلاً من التركيز على تعظيم قيمتها في الأجل الطويل. وهو الأمر الذي قد يؤدي إلى تقليص الدافع لدى المستثمرين المؤسسيين للقيام بعمل استثمارات في مجال الإشراف على أداء الشركات المستثمر فيها، خاصة وأن الاستفادة من المنافع التي قد تتولد من جراء تلك الاستثمارات قد لا تتحقق في الأجل القصير الذي يصبون إلى تعظيم مصالحهم خلاله. لذا، غالباً ما يتم وصف المستثمرين المؤسسيين بالمستثمرين قصيري النظر (Myopic Investors)، وذلك نتيجة تعاملهم كتجار وليس كملاك، وتركيزهم على أفق زمني قصير المدى للاستثمار.

٨. تحليل نتائج البحث

١.٨. إحصاءات وصفية

يعرض الجدول رقم (٤) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نموذج البحث الحالي مصنفة إلى ثلاثة مجموعات، وهي: أداء الشركة (المتغير التابع)، مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري وتربيعه (المتغير المستقل)، والمتغيرات الضابطة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث.

جدول رقم (٤): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
المتغير التابع (أداء الشركة)						
ربحية الشركة ($PROF_{it}$)	٧٥٢	٠,٣٠٧٦-	٠,٥٢٢٢	٠,٠٥٦٩	٠,٠٤٣٣	٠,٠٩٨٥
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأصول الشركة ($Q-Ratio_{it}$)	٧٥٢	٠,٢٧٤٨	٩,٤٥٧٨	١,٣٨٣٣	١,١٥٨٩	٠,٨٣٩٧
المتغير المستقل (الاستثمار في الائتمان التجاري)						
الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})	٧٥٢	صفر	٠,٧٨٦٣	٠,١٣٢٢	٠,٠٧٤٥	٠,١٥٤٤
تربيع الاستثمار في الائتمان التجاري (REC^2_{it})	٧٥٢	صفر	٠,٦١٨٣	٠,٠٤١٣	٠,٠٠٥٦	٠,٠٨٧١
المتغيرات الضابطة						
حجم الشركة باللو غار يتم الطبيعي ($FSIZE_{it}$)	٧٥٢	١٧,٥١٣	٢٥,٦٢٣٨	٢٠,٧٧٠٣	٢٠,٧٠٥٢	١,٥٠٤٨
الرافعة المالية (LEV_{it})	٧٥٢	٠,٠٠٥	١,٨٣٤٢	٠,٤٩٨٣	٠,٤٨٤٤	٠,٢٧١
الإحتفاظ بالنقدية ($CASH_{it}$)	٧٥٢	٠,٠٠٠٣	٠,٧١٣٤	٠,١٠٦٤	٠,٠٦١٢	٠,١٢٦٢
كفاءة إستغلال الأصول ($ASSETURN_{it}$)	٧٥٢	صفر	١٣,٢٤٨٧	٠,٧٦٨٩	٠,٥٨٤٩	٠,٩٨٥٥
حجم مجلس الإدارة ($BOSIZE_{it}$)	٧٥٢	٣	١٦	٨	٧	٢,٤٩٧
إستقلالية مجلس الإدارة ($BOIND_{it}$)	٧٥٢	صفر	١	٠,٧٠٢١	٠,٧٥	٠,١٩٨٤
إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ($DUAL_{it}$)	٧٥٢	صفر	١	٠,٤٩	صفر	٠,٥٠٠
الملكية المؤسسية ($INSOWN_{it}$)	٧٥٢	صفر	٠,٩٧٠٩	٠,٥٠٣٢	٠,٥٥٠١	٠,٣٠١٣

فيما يتعلق بمقياسي أداء الشركة (المتغير التابع)، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن المقياس الأول لأداء الشركة متمثلاً في مستوى ربحيتها ($PROF_{it}$) مقاساً بصافي دخلها بعد الضرائب المعلن أو المفصح عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة، تتراوح نسبته على مستوى شركات عينة البحث خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة ما بين (-٠,٣٠٨، ٠,٥٢٢ تقريباً) من إجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة، وذلك بمدى واسع يبلغ ٠,٨٣ تقريباً من إجمالي الأصول آخر الفترة، وأن متوسط (وسيط) تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال تلك الفترة يبلغ ٠,٠٥٧ (٠,٠٤٣) تقريباً من إجمالي الأصول آخر الفترة، وذلك بإنحراف معياري قدره ٠,٠٩٩ تقريباً.

كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن المقياس الثاني لأداء الشركة (المتغير التابع)، متمثلاً في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأصول الشركة ($Q-Ratio_{it}$) على مستوى شركات عينة البحث خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة، تتراوح قيمتها ما بين (٠,٢٧٥، ٠,٤٥٨ تقريباً)، وذلك بمدى واسع يبلغ ٩,١٨٣ تقريباً، وإنحراف معياري قدره ٠,٨٤ تقريباً، كما توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط تلك النسبة على مستوى شركات العينة يبلغ ١,٣٨٣ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة القيمة السوقية لشركات العينة خلال فترة الدراسة إلى قيمتها الدفترية أكبر من الواحد الصحيح، بمعنى أن القيمة السوقية لشركات العينة خلال فترة الدراسة كانت أكبر من قيمتها الدفترية في المتوسط. أيضاً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن وسيط تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يبلغ ١,١٥٩ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن غالبية المشاهدات التي تألفت منها عينة البحث (أكثر من النصف) زادت بها نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول عن الواحد الصحيح.

وفيما يتعلق بمتغير الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالي أرصدة حسابات أوراق القبض والعملاء التجاريين التي تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي للشركة (وذلك قبل استبعاد الخسائر الائتمانية المتوقعة المتعلقة بتلك الأرصدة) تتراوح نسبتها على مستوى شركات عينة البحث خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة ما بين (صفر، ٠,٧٨٦ تقريباً) من إجمالي القيمة السوقية لأصول الشركة في نهاية الفترة، وذلك بإنحراف معياري قدره ٠,١٥٤ تقريباً. كما توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة يبلغ ١٣,٢٢٪ تقريباً من إجمالي القيمة السوقية للأصول آخر الفترة، وهو ما يشير إلى الأهمية النسبية التي يحظى بها الاستثمار في الائتمان التجاري على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن أحجام شركات العينة ($FSIZE_{it}$) خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة، مقاسةً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، تتراوح ما بين (١٧,٥١٣، ٢٥,٦٢٤ تقريباً) وذلك بمتوسط يبلغ ٢٠,٧٧ تقريباً، وإنحراف معياري قدره ١,٥٠٥ تقريباً. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبة إجمالي القيمة الدفترية للإلتزامات إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة

(LEV_{it}) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة تتراوح ما بين (٠,٠٠٥, ١,٨٣٤ تقريباً) وذلك بمتوسط يبلغ ٤٩,٨٣٪ تقريباً من إجمالي القيمة الدفترية للأصول نهاية الفترة، مما يعنى أن متوسط نسبة إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول على مستوى شركات العينة خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة يبلغ ٥٠,١٧٪ تقريباً من إجمالي القيمة الدفترية للأصول نهاية الفترة، وتعكس تلك النسبة ميل شركات العينة فى المتوسط للاعتماد بشكل أكبر على حقوق الملكية مقارنةً بالديون عند تحديد التشكيلة التى تتألف منها مصادر التمويل، وإن كان هذا بفارق صغير نسبياً.

أيضاً، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالي أرصدة النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها من قبل شركات العينة ($CASH_{it}$) والتى تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالى خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة تتراوح نسبتها ما بين (٠,٠٠٠٣, ٠,٧١٣ تقريباً) من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,١٠٦ تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وبانحراف معيارى قدره ٠,١٢٦ تقريباً. كذلك، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن معدل دوران الأصول ($ASSETURN_{it}$) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة، تتراوح قيمته ما بين (صفر، ١٣,٢٤٩ تقريباً)، وأن متوسط ذلك المعدل على مستوى شركات العينة خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة يبلغ ٠,٧٦٩ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة المبيعات السنوية لشركات العينة على مدار السنوات الثمانية فترة الدراسة تبلغ ٧٧٪ تقريباً من إجمالي أصول الشركة فى نهاية الفترة، وذلك بانحراف معيارى قدره ٠,٩٨٦ تقريباً.

أيضاً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن أحجام مجالس إدارات شركات العينة ($BOSIZE_{it}$) خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة يتراوح ما بين (ثلاثة أعضاء، وستة عشر عضواً)، وذلك بمتوسط يبلغ ثمانية أعضاء وهو يبدو حجماً مناسباً لاجتذاب عدد كافى من أعضاء مجلس الإدارة الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات الفنية والتحليلية التى تعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أنه قد يجعل المجلس أقل عرضةً لسيطرة المدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب). كذلك، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط نسبة المديرين غير التنفيذيين فى مجالس إدارات شركات العينة ($BOIND_{it}$) خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة يبلغ ٧٠,٢١٪، ويعد ذلك مؤشراً على الدور الرقابى للمجلس فى الشركات المساهمة المصرية، ويشير كذلك إلى التزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى فيما يتعلق بضرورة أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين فى الشركة.

وفيما يتعلق بإزدواجية دور المدير التنفيذى الأول ($DUAL_{it}$)، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن هناك ٣٨٦ مشاهدة فقط، وبنسبة قدرها ٥١,٣٪ تقريباً من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث الحالى خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة، أظهرت وجود فصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب)، بمعنى عدم وجود إزدواجية

فى تولى المنصبين من قبل ذات الشخص، وهو ما يشير إلى عدم إلتزام نسبة كبيرة من شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى فيما يتعلق بضرورة الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، حيث إن ٤٨,٧٪ من إجمالى عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث (٣٦٦ مشاهدة) أظهرت وجود جمع بين المنصبين من قبل ذات الشخص. أخيراً، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالى نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) والذين يستحوذون على ٥٠٪ فأكثر من أسهم شركات العينة (INSOWN_{it}) خلال السنوات الثمانية فترة الدراسة تتراوح نسبتها ما بين (صفر٪، ٩٧,٠٩٪ تقريباً) من إجمالى عدد أسهم الشركة القائمة، وذلك بمتوسط يبلغ ٥٠,٣٢٪ تقريباً، وهو ما يشير إلى أهمية الوزن النسبى لمساهمات المستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) فى هياكل ملكية الشركات المساهمة المصرية.

٢.٨. تحليل الارتباط

يعرض الجدول رقم (٥) مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) للعلاقة بين متغيرات البحث الحالى، حيث تعد تلك المصفوفة بمثابة الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى (Multicollinearity) بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذج البحث الحالى. وتظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بالجدول رقم (٥)، أن أقصى معامل ارتباط بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذج البحث الحالى (متغير الاستثمار فى الائتمان التجارى وتربيعه، والمتغيرات الضابطة) بلغ (٩٣,٠)، وذلك بين متغيرى الاستثمار فى الائتمان التجارى (REC_{it}) وتربيعه (REC²_{it})، إلا أن ذلك لا يشكل خطورة فى البحث الحالى، حيث سيتضح لاحقاً عند استعراض نتائج تحليل الانحدار الخاصة بالبحث الحالى أن أقصى قيمة لمعامل تضخم التباين ("VIF" The Variance Inflation Factor) تم الحصول عليها عند تشغيل نماذج البحث الحالى بلغت (٩٨٩,٧)، وذلك على النحو المبين بالجدول رقم (٧)، وكانت لمتغير الاستثمار فى الائتمان التجارى (REC_{it})، ويؤكد ذلك على عدم خطورة مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج البحث الحالى والتي يعتمد عليها الباحث فى اختبار فرضيته.^(١١)

(١١) يعد معامل تضخم التباين (VIF) من أهم المقاييس المعروفة التى يمكن استخدامها للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فى النموذج خطيرة أم لا. فهو وسيلة مهمة لإكتشاف مدى ارتباط كل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى فى معادلة الانحدار المتعدد، ومعنى هذا أنه يتم حساب قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) لكل متغير مستقل فى معادلة الانحدار. ويقاس معامل تضخم التباين (VIF) مقدار الزيادة فى تباين تقديرات معالم معادلة الانحدار نتيجة وجود الإزدواج الخطى، فكلما كانت قيمة هذا المعامل كبيرة زاد تباين التقديرات وزادت بالتالى الأخطاء المعيارية لها، مما يؤدى إلى انخفاض قيمة (t) المحسوبة المستخدمة فى اختبارات المعنوية الإحصائية للمعامل. وكمؤشر بديل لمعامل تضخم التباين (VIF) فإن بعض الحقائق الإحصائية تأخذ مقلوب هذا المعامل للحكم على خطورة الإزدواج الخطى، ويعرف هذا المؤشر بفترة السماح (Tolerance)، وكلا المؤشران يعطيان نفس الإستنتاج للتعبير عن خطورة الإزدواج الخطى، وليس الحكم على ما إذا كان الإزدواج الخطى موجوداً أم لا، حيث لا يوجد حتى الآن اختبار إحصائى يمكن أن يعطى إجابة قاطعة لنا على مثل هذا التساؤل. ونظراً لأنه لا توجد جداول إحصائية يمكن استخدامها للحكم على معنوية قيم معاملات تضخم التباين، فقد اتفق إحصائياً على أنه إذا زادت قيمة معامل تضخم التباين (VIF) عن ١٠ فإن ذلك يعد مؤشراً على خطورة الإزدواج الخطى بنموذج الانحدار المتعدد (عنانى، ٢٠١١).

جدول رقم (٥): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)	(١٢)
١	ربحية الشركة ($PROF_{it}$)	١											
٢	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأصول الشركة ($Q-Ratio_{it}$)	**٠,٢٢	١										
٣	الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})	٠,٠٤٢-	**٠,٢٦-	١									
٤	تربيع الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}^2)	٠,٠٣٣-	**٠,٢١-	**٠,٩٣	١								
٥	حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي ($FSize_{it}$)	**٠,١١	**٠,١٣-	٠,٠٤٧-	٠,٠١٥-	١							
٦	الرافعة المالية (LEV_{it})	**٠,٢٨-	٠,٠٦-	**٠,١٦	*٠,٠٩	**٠,٢٣	١						
٧	الإحتفاظ بالنقدية ($CASH_{it}$)	**٠,٤٤	**٠,١١	**٠,١٣-	**٠,١٠-	٠,٠٠٤	**٠,١٠-	١					
٨	كفاءة إستغلال الأصول ($ASSETURN_{it}$)	**٠,١٦	٠,٠٦	٠,٠٥٣-	٠,٠٦-	*٠,٠٨-	**٠,١٢	**٠,١٦	١				
٩	حجم مجلس الإدارة ($BOSIZE_{it}$)	**٠,١٣	٠,٠٢	٠,٠٢١	٠,٠٤	**٠,٣٥	**٠,١٢-	٠,٠٣١	٠,٠٤٩	١			
١٠	إستقلالية مجلس الإدارة ($BOIND_{it}$)	٠,٠٢٢-	٠,٠٦	**٠,١٠-	*٠,٠٨-	**٠,١٧	**٠,١٧-	*٠,٠٨-	**٠,١٣-	**٠,٤٤	١		
١١	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ($DUAL_{it}$)	**٠,١٧	*٠,٠٨-	٠,٠٦٦	٠,٠٥	**٠,١٨-	٠,٠٤٧-	**٠,٢٠	*٠,٠٨	*٠,٠٨-	**٠,٢٠-	١	
١٢	الملكية المؤسسية ($INSOWN_{it}$)	٠,٠٣٩	*٠,٠٩-	٠,٠٤٩	٠,٠٣	**٠,٣٤	**٠,٣٠	**٠,١٠	*٠,٠٨	**٠,١٤	٠,٠٠٢	٠,٠٢٩	١
عدد المشاهدات (N) = ٧٥٢												**، * الارتباط دال عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪) على الترتيب.	

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لييرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٥)، عدم وجود ارتباط معنوي بين أي من متغير الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، أو تربيعه (REC^2_{it}) وبين المقياس الأول لمتغير أداء الشركة متمثلاً في مستوى ربحيتها ($PROF_{it}$). كذلك تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥)، وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين كل من متغير الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، وتربيعه (REC^2_{it}) وبين المقياس الثاني لمتغير أداء الشركة متمثلاً في مؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$).

أما فيما يخص المتغيرات الضابطة، تبين نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين المقياس الأول لمتغير أداء الشركة متمثلاً في مستوى ربحيتها ($PROF_{it}$) وكل من حجم الشركة، الإحتفاظ بالنقدية، كفاءة إستغلال الأصول، حجم مجلس الإدارة، وإزدواجية دور المدير التنفيذي الأول. في حين أظهرت نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين ربحية الشركة ($PROF_{it}$) والرافعة المالية (LEV_{it}). أيضاً، تبين نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين المقياس الثاني لمتغير أداء الشركة متمثلاً في مؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$) والإحتفاظ بالنقدية ($CASH_{it}$). في حين أظهرت نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط سالب ومعنوي بين مؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$) وكل من حجم الشركة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، والملكية المؤسسية.

٣.٨. نتائج تحليل الانحدار

يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي، كما سبق الإشارة، على نموذجين للانحدار المتعدد. يستهدف النموذج الأول اختبار العلاقة المباشرة بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة، وينبنى هذا النموذج، كما سبق الإشارة، على أن أداء الشركة يعد دالة في كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، والمتغيرات الضابطة. ويستهدف النموذج الثاني اختبار العلاقة غير الخطية بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة وذلك من خلال إدراج الشكل التربيعي لمستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC^2_{it}) إلى مجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج الأول، حيث ينبنى هذا النموذج، كما سبق الإشارة، على أن أداء الشركة يعد دالة في كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، وتربيعه (REC^2_{it})، والمتغيرات الضابطة.

ويعرض الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التي تم التوصل إليها بشأن النموذجين السابقين معبراً عن أداء الشركة في كل منهما بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$). وقد اعتمد الباحث في تقدير معالم هذين النموذجين على طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares "OLS")، حيث تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الانحدار المتعدد.

جدول رقم (٦): نتائج تحليل انحدار أداء الشركة معبأً عنه بمستوى ربحيتها على كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري، وتربيعة، والمتغيرات الضابطة

المتغيرات المستقلة									
المتغير التابع: ربحية الشركة ($PROF_{it}$)					المتغير التابع: ربحية الشركة ($PROF_{it}$)				
معامل	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std. (Error)	معاملات الانحدار (β)	معامل	معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std. (Error)	معاملات الانحدار (β)
تضخم التباين (VIF)	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			تضخم التباين (VIF)	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)		
	***,000	٤,٥٨٢-	٠,٠٤	٠,١٨٣-		***,000	٤,٢٥٥-	٠,٠٤	٠,١٦٨-
٧,٩٢١	***,00٢	٣,١٠٢	٠,٠٤٦	٠,١٤٣	١,٠٨٤	** ,٠٢	٢,٣٢٦	٠,٠١٧	٠,٠٤
٧,٦٣٦	** ,٠١٦	٢,٤١٠-	٠,٠٨	٠,١٩٣-					
١,٤٢٢	***,000	٥,٦٩٨	٠,٠٠٢	٠,٠١٢	١,٤٠٢	***,000	٥,٤٣٢	٠,٠٠٢	٠,٠١١
١,٣٣٩	***,000	١٠,٣٣٦-	٠,٠١١	٠,١١٢-	١,٢٩٥	***,000	١٠,٠٣٢-	٠,٠١١	٠,١٠٧-
١,١٢١	***,000	١٣,٦٤٥	٠,٠٢١	٠,٢٩٣	١,١١٩	***,000	١٣,٥١٢	٠,٠٢٢	٠,٢٩١
١,١٠٦	***,000	٤,٣٩٢	٠,٠٠٣	٠,٠١٢	١,١٠٦	***,000	٤,٣٦٠	٠,٠٠٣	٠,٠١٢
١,٤٥٦	٠,٤٦٢	٠,٧٣٦	٠,٠٠١	٠,٠٠١	١,٤٥٥	٠,٤٢٥	٠,٧٩٨	٠,٠٠١	٠,٠٠١
١,٣٥٦	٠,١١٥	١,٥٧٩-	٠,٠١٥	٠,٠٢٣-	١,٣٥٦	٠,١١٩	١,٥٥٩-	٠,٠١٥	٠,٠٢٣-
١,١٣١	** ,٠١٦	٢,٤١٢	٠,٠٠٥	٠,٠١٣	١,١٣٠	** ,٠١٤	٢,٤٧٦	٠,٠٠٥	٠,٠١٣
١,٢٤٤	٠,٣١٩	٠,٩٩٦	٠,٠٠٩	٠,٠٠٩	١,٢٤٢	٠,٢٨٦	١,٠٦٧	٠,٠٠٩	٠,٠١
***, **, * الفروق دالة عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪)، (١٠٪) على الترتيب.									
معامل التحديد (R^2)					٠,٣٦٤				
معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$)					٠,٣٥٦				
قيمة (F) المحسوبة					٤٦,٠١٦				
دلالة اختبار (F) [Sig.]					***,000				
عدد المشاهدات (N)					٧٣٣				

وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٦)، أن درجة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بأي من نموذجي البحث الحالي، معبراً عن أداء الشركة (المتغير التابع) في كل منهما بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$)، منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها في أي من هذين النموذجين بلغت (٧,٩٢١)، وكانت لمتغير الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}) بالنموذج الثاني. ويؤكد ذلك، كما سبق الإشارة من قبل عند عرض نتائج تحليل الارتباط، على عدم وجود مشكلة إزدواج خطي بين المتغيرات التفسيرية في أي من نموذجي البحث الحالي، ويعكس ملائمة بيانات البحث الحالي لافتراضات تحليل الانحدار، الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى (OLS) لتقدير معالم أي من هذين النموذجين.

كذلك، يتضح من نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦) معنوية نموذجي الانحدار سواء بين أداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$)، وكل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، والمتغيرات الضابطة، أو بين أداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$)، وكل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، وتربيعة (REC_{it}^2)، والمتغيرات الضابطة. وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) لأي من هذين النموذجين، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) لأي من هذين النموذجين بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن (P-Value = Sig. < 5%).

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٦)، أن قيمة معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) الخاصة بإنحدار أداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$) على كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، والمتغيرات الضابطة يعادل (٠,٣٥٦)، في حين بلغت قيمة معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) الخاصة بإنحدار أداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$) على كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، وتربيعة (REC_{it}^2)، والمتغيرات الضابطة (٠,٣٦١). وهو ما يشير إلى إن إضافة المتغير الخاص بتربيع مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}^2) إلى مجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج الأول [مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، والمتغيرات الضابطة] قد أسهم في زيادة القوة التفسيرية للنموذج الثاني والخاص باختبار العلاقة غير الخطية بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$).

وفيما يخص نتائج اختبار العلاقة المباشرة بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$)، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}) وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها ($PROF_{it}$). أما فيما يخص اختبار العلاقة غير الخطية بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها

(PROF_{it})، توضح نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين مستوى الاستثمار فى الائتمان التجارى (REC_{it}) وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها (PROF_{it})، كذلك وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين تربيع مستوى الاستثمار فى الائتمان التجارى (REC²_{it}) وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها (PROF_{it}).

وتدعم تلك النتائج من وجهة النظر التى ترجح وجود مستوى مثالياً للاستثمار فى الائتمان التجارى يتحقق عندما تتساوى الإيرادات (أو المنافع) الهامشية لإقراض الائتمان التجارى مع التكلفة الهامشية لهذا الإقراض، وأن العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وربحية الشركة تتحدد من خلال المبادلة أو المقايضة بين التكاليف والمنافع المترتبة على هذا الاستثمار، حيث تتفوق الفوائد المالية والتشغيلية والتجارية للائتمان التجارى عند المستويات المنخفضة من أرصدة حسابات العملاء أو المدينين المستحقة للشركة، فى حين تهيم تكاليف التمويل والفرصة البديلة، بالإضافة إلى مخاطر الائتمان عند المستويات المرتفعة من تلك الأرصدة. ومن ثم، فإن تلك النتائج تدعم من وجهة النظر التى ترجح عدم خطية العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها (PROF_{it}). ومن ثم، فإن تلك النتائج تدعم فرضية البحث الحالى.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين كل من حجم الشركة (FSIZE_{it})، الاحتفاظ بالنقدية (CASH_{it})، كفاءة إستغلال الأصول (ASSETURN_{it}) وبين أداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها (PROF_{it}). كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين إزدواجية دور المدير التنفيذى الأول (DUAL_{it}) وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها (PROF_{it}). كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين الرافعة المالية (LEV_{it}) وأداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها (PROF_{it}). أيضاً، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦)، عدم وجود علاقة معنوية بين أي من حجم مجلس الإدارة (BOSIZE_{it})، إستقلالية مجلس الإدارة (BOIND_{it})، أو الملكية المؤسسية (INSOWN_{it}) وبين أداء الشركة معبراً عنه بمستوى ربحيتها (PROF_{it}).

من ناحية أخرى، يعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التى تم التوصل إليها بشأن نموذجى البحث الحالى معبراً عن أداء الشركة فى كل منهما بمؤشر توبين كيو (Q-Ratio_{it}). وقد اعتمد الباحث فى تقدير معالم هذين النموذجين أيضاً على طريقة المربعات الصغرى (OLS).

جدول رقم (٧): نتائج تحليل إنداد أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو على كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري، وتربيعة، والمتغيرات الضابطة

المتغير التابع: مؤشر توبين كيو (Q-Ratio _{it})					المتغير التابع: مؤشر توبين كيو (Q-Ratio _{it})					المتغيرات المستقلة
معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الإنحدار		الخطأ المعياري Std. (Error)	معاملات الإنحدار (β)	معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الإنحدار		الخطأ المعياري Std. (Error)	معاملات الإنحدار (β)	
	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)				مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
	***,000	٨,١١٣	٠,٢٢٨	١,٨٥١		***,000	٨,٢٢١	٠,٢٢٥	١,٨٤٩	ثابت الإنحدار (Constant)
٧,٩٨٩	**٠,٠٢٨	٢,١٩٧-	٠,٢٤٨	٠,٥٤٥-	١,٠٧٨	***,000	٥,٨٥٧-	٠,٠٩١	٠,٥٣٤-	مستوى الاستثمار فى الائتمان التجاري (REC _{it})
٧,٧٣٤	٠,٩٦٠	٠,٠٥٠	٠,٤٢٦	٠,٠٢١						تربيع مستوى الاستثمار فى الائتمان التجاري (REC ² _{it})
١,٤٤٦	***,000	٥,٢٨٥-	٠,٠١١	٠,٠٦٠-	١,٤٢٢	***,000	٥,٣٢٥-	٠,٠١١	٠,٠٦٠-	حجم الشركة باللو غاريتم الطبيعى (FSIZE _{it})
١,٢٨٩	***,000	٩,٩٥٨	٠,٠٥٨	٠,٥٧٨	١,٢٥٣	***,000	١٠,٠٩٧	٠,٠٥٧	٠,٥٧٨	الرافعة المالية (LEV _{it})
١,١١٠	***,000	٦,١٩٩	٠,١١٧	٠,٧٢٨	١,١٠٨	***,000	٦,٢١٣	٠,١١٧	٠,٧٢٨	الإحتفاظ بالنقدية (CASH _{it})
١,١٠٩	**٠,٠١٧	٢,٣٩٤	٠,٠١٤	٠,٠٣٤	١,١٠٨	**٠,٠١٧	٢,٣٩٦	٠,٠١٤	٠,٠٣٤	كفاءة إستغلال الأصول (ASSETURN _{it})
١,٤٤٥	٠,٢٨٣	١,٠٧٥	٠,٠٠٧	٠,٠٠٧	١,٤٤٤	٠,٢٨٣	١,٠٧٥	٠,٠٠٧	٠,٠٠٧	حجم مجلس الإدارة (BOSIZE _{it})
١,٣٦٥	***,000	٤,٠٢٧	٠,٠٨١	٠,٣٢٦	١,٣٦٥	***,000	٤,٠٣٠	٠,٠٨١	٠,٣٢٦	إستقلالية مجلس الإدارة (BOIND _{it})
١,١٤٩	*٠,٠٧٢	١,٨٠٥-	٠,٠٣٠	٠,٠٥٤-	١,١٤٨	*٠,٠٧١	١,٨٠٧-	٠,٠٣٠	٠,٠٥٤-	إزدواجية دور المدير التنفيذى الأول (DUAL _{it})
١,٢٤٩	٠,٧٧٠	٠,٢٩٢-	٠,٠٥٣	٠,٠١٥-	١,٢٤٩	٠,٧٦٩	٠,٢٩٣-	٠,٠٥٣	٠,٠١٥-	الملكية المؤسسية (INSOWN _{it})
***, **, * الفروق دالة عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪)، (١٠٪) على الترتيب.										
٠,٢٣٦					٠,٢٣٦					معامل التحديد (R ²)
٠,٢٢٥					٠,٢٢٦					معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²)
٢٠,٦٧٨					٢٣,٠٠٩					قيمة (F) المحسوبة
***,000					***,000					دلالة اختبار (F) [Sig.]
٦٨٠					٦٨٠					عدد المشاهدات (N)

وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧)، أن درجة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بأي من نموذجي البحث الحالي، معبراً عن أداء الشركة (المتغير التابع) في كل منهما بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها في أي من هذين النموذجين بلغت (٧,٩٨٩)، وكانت لمتغير الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}) بالنموذج الثاني. ويؤكد ذلك، كما سبق الإشارة من قبل عند عرض نتائج تحليل الارتباط، على عدم وجود مشكلة إزدواج خطي بين المتغيرات التفسيرية في أي من نموذجي البحث الحالي، ويعكس ملائمة بيانات البحث الحالي لافتراضات تحليل الانحدار، الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى (OLS) لتقدير معالم أي من هذين النموذجين.

كذلك، يتضح من نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) معنوية نموذجي الانحدار سواء بين أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، وكل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، والمتغيرات الضابطة، أو بين أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، وكل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، وتربيعة (REC_{it}^2)، والمتغيرات الضابطة. وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) لأي من هذين النموذجين، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) لأي من هذين النموذجين بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن (P-Value = Sig. < 5%).

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧)، أن قيمة معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) الخاصة بانحدار أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$) على كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، والمتغيرات الضابطة يعادل (٠,٢٢٦)، في حين بلغت قيمة معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) الخاصة بانحدار أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$) على كل من مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، وتربيعة (REC_{it}^2)، والمتغيرات الضابطة (٠,٢٢٥). وهو ما يشير إلى إن إضافة المتغير الخاص بتربيع مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}^2) إلى مجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج الأول [مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it})، والمتغيرات الضابطة] قد أسهم في تخفيض القوة التفسيرية للنموذج الثاني والخاص باختبار العلاقة غير الخطية بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$).

وفيما يخص نتائج اختبار العلاقة المباشرة بين الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري (REC_{it}) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$). أما فيما يخص اختبار العلاقة غير الخطية بين مستوى الاستثمار في الائتمان التجاري وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو

($Q-Ratio_{it}$)، توضح نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين مستوى الاستثمار فى الائتمان التجارى (REC_{it}) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، كذلك عدم وجود علاقة معنوية بين تربيع مستوى الاستثمار فى الائتمان التجارى (REC_{it}^2) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$).

وتعكس تلك النتائج التقييم السلبى للمستثمرين فى سوق الأوراق المالية المصرى لقرارات الاستثمار فى الائتمان التجارى داخل الشركات المساهمة المصرية، كون هذا الاستثمار يرتبط بمخاطر إجمالية أكبر، مثل ارتفاع التكاليف المالية المترتبة على هذا الاستثمار، واحتمالية خسارة الإيرادات نتيجة احتمالات تخلف المشتري عن السداد. وتظهر تلك النتائج كذلك أن العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$) ظلت سالبة سواء عند المستويات المنخفضة أو المرتفعة من أرصدة حسابات العملاء أو المدينين المستحقة للشركة، وهو ما يدحض وجهة النظر التى ترجح عدم خطية العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$). ومن ثم، فإن تلك النتائج لا تدعم فرضية البحث الحالى.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين كل من الرافعة المالية (LEV_{it})، الاحتفاظ بالنقدية ($CASH_{it}$)، إستقلالية مجلس الإدارة ($BOIND_{it}$) وبين أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$). كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين كفاءة إستغلال الأصول ($ASSETURN_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$). كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم الشركة ($FSIZE_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$). أيضاً، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٠٪) بين ازدواجية دور المدير التنفيذى الأول ($DUAL_{it}$) وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$). وأخيراً، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، عدم وجود علاقة معنوية بين أي من حجم مجلس الإدارة ($BOSIZE_{it}$)، أو الملكية المؤسسية ($INSOWN_{it}$) وبين أداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$).

٩. خلاصة البحث

قد تكون لسياسة الاستثمار فى الائتمان التجارى المتبعة من قبل الشركات آثار مهمة على مستوى أدائها، وذلك بسبب كمية رأس المال الكبيرة المستثمرة فى حسابات العملاء أو المدينين المستحقة للشركة. لذا، حاولت مجموعة كبيرة من الدراسات الإمبريقية استكشاف الدور الحيوى الذى يلعبه

الاستثمار فى الائتمان التجارى من خلال إظهار آثاره على أداء الشركات. وبشكل عام، توصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة خطية بين المتغيرين، إلا أن هذه العلاقة الخطية تقسم الباحثين إلى فريقين متعارضين. وبحسب وجهة نظر أحد الفريقين، فإن أداء الشركة سوف يتحسن إذا قامت بزيادة استثماراتها فى الائتمان التجارى. ويرى الفريق المعارض أن الاستثمار المرتفع فى الائتمان التجارى يرتبط بارتفاع مخاطر فقدان الإيرادات أو إرتفاع التكاليف المالية، وبالتالي تراجع أداء الشركة. تشير هذه النتائج الخلافية إلى أن الاستثمار فى الائتمان التجارى قد تكون له علاقة غير خطية وليس خطية بأداء الشركة. وإذا كان الأمر كذلك، فقد يكون هناك مستوى مثالياً للاستثمار فى الائتمان التجارى يعمل على تعظيم أداء الشركات.

من هذا المنطلق، استهدف البحث الحالى اختبار العلاقة غير الخطية بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية، وذلك للتعرف على ما إذا كانت العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة فى بيئة الأعمال المصرية ستتحدد من خلال المبادلة أو المقايضة بين التكاليف والمنافع المترتبة على هذا الاستثمار من عدمه. ولتحقيق هدف البحث، استعان الباحث بعينة مكونة من ٩٦ شركة مساهمة مصرية (بإجمالى عدد مشاهدات يبلغ ٧٥٢ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمى إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى فى الفترة بين عامى ٢٠١٦م و٢٠٢٣م.

ومن أجل اختبار فرضية البحث الحالى، فقد اعتمد الباحث على نموذجين للإندجار المتعدد، استخدم أولهما فى اختبار العلاقة المباشرة بين مستوى الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركة، أما ثانيهما فتم استخدامه فى اختبار العلاقة غير الخطية بين مستوى الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركة، وذلك من خلال إدراج كل من متغيرى الاستثمار فى الائتمان التجارى، وتربيعة معاً بالنموذج الثانى، بما يسمح للباحث باختبار فوائد الاستثمار فى الائتمان التجارى والآثار السلبية للاستثمار المفرط فى حسابات العملاء بشكل صريح. كذلك، اعتمد الباحث بشأن قياس أداء الشركة على مؤشرين للأداء، استند أولهما إلى رقم صافى الربح المحاسبى المنشور (المفصح عنه فى قائمة الدخل)، والذى يعكس الربحية الخاصة بالشركة من المنظور المحاسبى، أما المؤشر الثانى فيندرج ضمن المؤشرات السوقية للأداء، وهو: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول، والتي تم قياسها من خلال مؤشر "توبين كيو".

ويدعم جانباً من نتائج البحث الحالى فرضيته القائلة بأن العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجارى وأداء الشركات المساهمة المصرية ستكون غير خطية (مقعرة)؛ موجبة بالنسبة للمستويات المنخفضة من الائتمان التجارى الممنوح وسالبة بالنسبة للمستويات المرتفعة، ويدحض بعضها الآخر تلك الفرضية. فمن ناحية، تدعم بعضاً من نتائج البحث الحالى من وجهة النظر التى ترجح وجود مستوى مثالياً للاستثمار فى الائتمان التجارى يتحقق عندما تتساوى الإيرادات (أو المنافع) الهامشية

لإقراض الائتمان التجاري مع التكلفة الهامشية لهذا الإقراض، وأن العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وأداء الشركة تتحدد من خلال المبادلة أو المقايضة بين التكاليف والمنافع المترتبة على هذا الاستثمار، حيث أظهرت نتائج البحث الحالى عدم خطية العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وأداء الشركات المساهمة المصرية معبراً عنه بمستوى ربحيتها.

من ناحية أخرى، أظهر البعض الآخر من نتائج البحث الحالى أن العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وأداء الشركات المساهمة المصرية معبراً عنه بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأصول تلك الشركات (مؤشر توبين كيو) ظلت سالبة سواء عند المستويات المنخفضة أو المرتفعة من أرصدة حسابات العملاء أو المدينين المستحقة لتلك الشركات، وهو ما يدحض وجهة النظر التى ترجح عدم خطية العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وأداء الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو، ويعكس كذلك التقييم السلبى للمستثمرين فى سوق الأوراق المالية المصرى لقرارات الاستثمار فى الائتمان التجاري داخل الشركات المساهمة المصرية، كون هذا الاستثمار يرتبط بمخاطر إجمالية أكبر، مثل إرتفاع التكاليف المالية المترتبة على هذا الاستثمار، واحتمالية خسارة الإيرادات نتيجة احتمالات تخلف المشتري عن السداد.

١٠. دراسات مستقبلية

على ضوء ما توصل إليه البحث الحالى من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلى:

(١) لإضفاء مزيداً من الإستقرار على النتائج التى تم التوصل إليها فى البحث الحالى، فإن أحد المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية هو إعادة تكرار البحث الحالى، ولكن مع إستخدام مقاييس أو تعريفات إجرائية أخرى لمتغيرات البحث الحالى.

(٢) إجراء دراسة مقارنة عن تأثير الاستثمار فى الائتمان التجاري على أداء كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.

(٣) فى ظل الإقتراح بأن مستوى ربحية الشركة يعمل كمتغير وسيط فى العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وقيمة الشركة، لذا يمكن استخدام نموذج للمعادلات الهيكلية وتحليل المسار لتصميم نموذج سببى أو بنائى يوضح علاقات التأثير والتأثر بين الاستثمار فى الائتمان التجاري (كمتغير مستقل)، ربحية الشركة (كمتغير وسيط)، وقيمة الشركة (كمتغير تابع)، ويختبر التأثير المباشر للاستثمار فى الائتمان التجاري على قيمة الشركة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر للاستثمار فى الائتمان التجاري (عن طريق: ربحية الشركة) على قيمة الشركة.

٤) دراسة العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وأداء الشركات الصغيرة والمتوسطة المقيدة ببورصة النيل.

٥) دراسة وتحليل العوامل التى يمكن أن تؤثر على تقييم المستثمرين للقرارات الخاصة بالاستثمار فى الائتمان التجاري داخل الشركات المساهمة المصرية، ومنها على سبيل المثال لا الحصر:

- دراسة التأثير المنظم لخصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وقيمة الشركات المساهمة المصرية.
- دراسة التأثير المنظم لقوة المدير التنفيذى الأول على العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وقيمة الشركات المساهمة المصرية.
- دراسة التأثير المنظم لحجم الشركة على العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وقيمة الشركات المساهمة المصرية.
- دراسة التأثير المنظم للرافعة المالية (المديونية) على العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وقيمة الشركات المساهمة المصرية.
- دراسة التأثير المنظم لفرص النمو المستقبلية على العلاقة بين الاستثمار فى الائتمان التجاري وقيمة الشركات المساهمة المصرية.

المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية

أبو العز، محمد السعيد، ٢٠٠٧، "تحليل القوائم المالية لأغراض الائتمان والاستثمار"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

أبو العز، محمد السعيد، ٢٠١٥، "موضوعات في المحاسبة الإدارية"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
الحناوي، محمد صالح، ١٩٩٨، "الإدارة المالية والتمويل"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مدينة الإسكندرية، مصر.

الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصري، ٢٠١٦، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الإصدار الثالث.

حميد، محمد عثمان إسماعيل، ٢٠٠١، "الإدارة المالية في مشروعات الأعمال: مدخل لإتخاذ القرارات المالية في الأسواق المالية والمشروعات الدولية"، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مدينة القاهرة، مصر.

خيري، يسري محمد علي، ٢٠٢٢، "أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين الائتمان التجاري وربحية الشركات: دراسة تطبيقية"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الثالث: ٤٥٠-٤٠١.

سليمان، محمد مصطفى، ٢٠٠٦، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري: دراسة مقارنة"، الدار الجامعية، مدينة الإسكندرية، مصر.

عنانى، محمد عبد السميع، ٢٠١١، "التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام Windows SPSS"، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

هندي، منير إبراهيم، ١٩٩٩، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، الطبعة الرابعة، المكتب العربى الحديث، مدينة الإسكندرية، مصر.

هويدي، على محمد حسن، ١٩٩١، "دراسة اختبارية لأثر اختلاف الحجم على الأداء"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الثاني: ١٥٧-١٩٣.

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

Aaronson, D., R. W. Bostic, P. Huck, and R. Townsend, 2004, "Supplier Relationships and Small Business Use of Trade Credit", *Journal of Urban Economics* 55 (1): 46-67.

- Abuhammou, A. A., 2017, "The Impact of Offering Trade Credit on Firms' Profitability", *Journal of Corporate Accounting and Finance* 28 (6): 29-40.
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber, 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377-397.
- Al-Eitan, G. N., I. M. Khanji, and S. A. Sarairoh, 2023, "Trade Credit Management and Profitability of Jordanian Manufacturing Firms", *Risks* 11 (1): 1-11.
- Al Mahmud, A., M. S. Miah, and M. R. Bhuiyan, 2022, "Does Trade Credit Financing Affect Firm Performance? Evidence from an Emerging Market", *International Journal of Financial Studies* 10 (4): 1-19.
- Baker, H. K., D. Pattnaik, and S. Kumar, 2022, "Trade Credit and Firm Profitability: Empirical Evidence from India", *International Journal of Finance and Economics* 27 (4): 3934-3953.
- Bange, M. M., and W. F. De Bondt, 1998, "R&D Budgets and Corporate Earnings Targets", *Journal of Corporate Finance* 4 (2): 153-184.
- Bastos, R. R., and J. Pindado, 2007, "An Agency Model to Explain Trade Credit Policy and Empirical Evidence", *Applied Economics* 39 (20): 2631-2642.
- Box, T., R. Davis, M. Hill, and C. Lawrey, 2018, "Operating Performance and Aggressive Trade Credit Policies", *Journal of Banking and Finance* 89: 192-208.
- Brennan, M. J., V. Miksimovic, and J. Zechner, 1988, "Vendor Financing", *The Journal of Finance* 43 (5): 1127-1141.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and G. Jarrell, 1997, "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance* 3 (3): 189-220.
- Bushee, B. J., 1998, "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *The Accounting Review* 73 (3): 305-333.
- Bussoli, C., and D. Conte, 2020, "Trade Credit and Firm Profitability: Moderation Analysis of Intercompany Financing in Italy", *Journal of Small Business and Enterprise Development* 27 (6): 965-985.

- Buzzell, R. D., B. T. Gale, and R. Sultan, 1975, "Market Share—a Key to Profitability", *Harvard Business Review* 53 (1): 97-106.
- Cheng, N. S., and R. Pike, 2003, "The Trade Credit Decision: Evidence of UK Firms", *Managerial and Decision Economics* 24 (6-7): 419-438.
- Chung, R., M. Firth, and J. Kim, 2002, "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 29-48.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson, and A. E. Ellstrand, 1999, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis", *Academy of Management Journal* 42 (6): 674-686.
- Dary, S. K., and H. S. James, 2019, "Does Investment in Trade Credit Matter for Profitability? Evidence from Publicly Listed Agro-food Firms", *Research in International Business and Finance* 47: 237-250.
- Deloof, M., and M. Jegers, 1996, "Trade Credit, Product Quality, and Intragroup Trade: Some European Evidence", *Financial Management* 25 (3): 33-43.
- Detthamrong, U., and W. Chansanam, 2023, "Do the Trade Credit Influence Firm Performance in Agro-industry? Evidence from Thailand", *Heliyon* 9 (3) e14561: 1-10.
- Donaldson, L., 1990, "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *Academy of Management Review* 15 (3): 369-381.
- Donaldson, L., and J. H. Davis, 1991, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management* 16 (1): 49-65.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells, 1998, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics* 48 (1): 35-54.
- Emery, G. W., 1984, "A Pure Financial Explanation for Trade Credit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19 (3): 271-285.
- Fama, E. F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.

- Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Farooq, U., J. Ahmed, K. Ashfaq, and M. I. Tabash, 2025, "Trade Credit as a Determinant of Firm's Financial Performance: Moderating Role of Bank Financing", *Global Business Review* 26 (3): 775-795.
- Ferris, J. S., 1981, "A Transactions Theory of Trade Credit Use", *The Quarterly Journal of Economics* 96 (2): 243-270.
- Graves, S. B., and S. A. Waddock, 1990, "Institutional Ownership and Control: Implications for Long-Term Corporate Strategy", *The Executive* 4 (1): 75-83.
- Gul, F. A., and J. L. Tsui, 1997, "A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing", *Journal of Accounting and Economics* 24 (2): 219-237.
- Hoang, H. C., Q. Xiao, and S. Akbar, 2019, "Trade Credit, Firm Profitability, and Financial Constraints: Evidence from Listed SMEs in East Asia and the Pacific", *International Journal of Managerial Finance* 15 (5): 744-770.
- Hsu, G., and P. Koh, 2005, "Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia", *Corporate Governance: An International Review* 13 (6): 809-823.
- Jacobs, M. T., 1991, *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*, Harvard Business School Press, Boston.
- Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jing, B., X. Chen, and G. Cai, 2012, "Equilibrium Financing in a Distribution Channel with Capital Constraint", *Production and Operations Management* 21 (6): 1090-1101.

- John, K., and L. W. Senbet, 1998, "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance* 22 (4): 371-403.
- Kiel, G. C., and G. J. Nicholson, 2003, "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review* 11 (3): 189-205.
- Kim, Y. H., and J. C. Atkins, 1978, "Evaluating Investments in Accounts Receivable: A Wealth Maximizing Framework", *The Journal of Finance* 33 (2): 403-412.
- Lai, L., 2009, "Managing Earnings to Meet Critical Thresholds and the Role of Corporate Governance: A Case Study of China", *The Canadian Academic Accounting Association Annual Conference*, Montreal, Quebec, Canada, 4-7 June.
- Lee, Y. W., and J. D. Stowe, 1993, "Product Risk, Asymmetric Information, and Trade Credit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28 (2): 285-300.
- Lewellen, W. G., J. J. McConnell, and J. A. Scott, 1980, "Capital Market Influences on Trade Credit Policies", *The Journal of Financial Research* 3 (2): 105-113.
- Lipton, M., and J. W. Lorsch, 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *The Business Lawyer* 48 (1): 59-77.
- Long, M. S., I. B. Malitz, and S. A. Ravid, 1993, "Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability", *Financial Management* 22 (4): 117-127.
- Marashdeh, Z., 2014, "*The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan*", Unpublished PhD Thesis, University of Central Lancashire, UK.
- Martínez-Sola, C., P. J. García-Teruel, and P. Martínez-Solano, 2013, "Trade Credit Policy and Firm Value", *Accounting and Finance* 53 (3): 791-808.
- Martínez-Sola, C., P. J. García-Teruel, and P. Martínez-Solano, 2014, "Trade Credit and SME Profitability", *Small Business Economics* 42 (3-Special Issue): 561-577.
- McConnell, J. J., and H. Servaes, 1995, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics* 39 (1): 131-157.

- Mian, S. L., and C. W. Smith, 1992, "Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence", *The Journal of Finance* 47 (1): 169-200.
- Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147-175.
- Nadiri, M. I., 1969, "The Determinants of Trade Credit in the U.S. Total Manufacturing Sector", *Econometrica* 37 (3): 408-423.
- Ng, C. K., J. K. Smith, and R. L. Smith, 1999, "Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade", *The Journal of Finance* 54 (3): 1109-1129.
- Nguyen, T., L. Nguyen, and T. Le, 2016, "Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study from a Developing Market", *Australian Economic Papers* 55 (4): 368-385.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, 1999, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics* 52 (1): 3-46.
- Petersen, M. A., and R. G. Rajan, 1997, "Trade Credit: Theories and Evidence", *The Review of Financial Studies* 10 (3): 661-691.
- Pham, D. P. T., and T. C. H. Huynh, 2020, "The Impact of Trade Credit Investment on Manufacturing Firms' Profitability: Evidence from Vietnam", *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis* 68 (4): 775-796.
- Pike, R., and N. S. Cheng, 2001, "Credit Management: An Examination of Policy Choices, Practices and Late Payment in UK Companies", *Journal of Business Finance and Accounting* 28 (7-8): 1013-1042.
- Pike, R., N. S. Cheng, K. Cravens, and D. Lamminmaki, 2005, "Trade Credit Terms: Asymmetric Information and Price Discrimination Evidence from Three Continents", *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (5-6): 1197-1236.
- Rahayu, S. M., 2019, "Mediation Effects Financial Performance toward Influences of Corporate Growth and Assets Utilization", *International Journal of Productivity and Performance Management* 68 (5): 981-996.

- Richardson, S., 2006, "Over-Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies* 11 (2-3): 159-189.
- Schwartz, R. A., 1974, "An Economic Model of Trade Credit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 9 (4): 643-657.
- Tang, Y., 2014, "*Trade Credit and Profitability in Small and Medium Enterprises*", Unpublished Bachelor's Thesis, Faculty of Management and Governance, University of Twente, The Netherlands.
- Wai, W. Y., and Y. Zhu, 2013, "*The Effect of Corporate Governance on Cash Holdings: Evidence from Hong Kong*", Unpublished Working Paper, Hong Kong Baptist University, Hong Kong.
- Watson, D., and A. Head, 2007, "*Corporate Finance: Principles and Practice*", 4th Edition, Harlow: Pearson Education Limited.
- Wei, P., and S. M. L. Zee, 1997, "Trade Credit as Quality Signal: An International Comparison", *Managerial Finance* 23 (4): 63-72.
- Williamson, O. E., 1984, "Corporate Governance", *The Yale Law Journal* 93: 1197-1230.

ملحق رقم (١)
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ	٣٥	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ايبيكو
١	العربية لمنتجات الألبان - أراب ديرى (باتدا)	٣٦	سبأ الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية
٢	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة	٣٧	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية
٣	الصناعات الغذائية العربية - دومتى	٣٨	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية
٤	اجواء للصناعات الغذائية - مصر	٣٩	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية
٥	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٤٠	النيل للأدوية والصناعات الكيماوية
٦	عبور لاند للصناعات الغذائية	٤١	مستشفى الزهة الدولي
٧	المصرية للدواجن - ايبيكو	٤٢	جلاكسو سميثكلين
٨	الاسماعيلية مصر للدواجن	٤٣	ابن سينا فارما
٩	مطاحن وسط وغرب الدلتا	٤٤	أكتوبر فارما
١٠	العامة للصوامع والتخزين		قطاع مواد البناء
١١	مصر للزيوت والصابون	٤٥	العامة لمنتجات الخزف والصينى - سيراميك مارسيليا
١٢	مطاحن مصر الوسطى	٤٦	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة
١٣	مطاحن مصر العليا	٤٧	العربية للخزف - سيراميك ريماس
١٤	مطاحن شرق الدلتا	٤٨	مصر بنى سويف للأسمنت
١٥	المنصورة للدواجن	٤٩	جنوب الوادى للأسمنت
١٦	القاهرة للدواجن	٥٠	مصر للأسمنت - قنا
	قطاع العقارات	٥١	السويس للأسمنت
١٧	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	٥٢	العربية للأسمنت
١٨	أطلس لاستصلاح الأراضى والتصنيع الزراعى	٥٣	أسمنت سيناء
١٩	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٥٤	ليسيكو مصر
٢٠	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير		قطاع الموارد الأساسية
٢١	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	٥٥	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية
٢٢	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	٥٦	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما
٢٣	الاستثمار العقاري العربي - اليكو	٥٧	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية
٢٤	التعمير والاستشارات الهندسية	٥٨	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
٢٥	المجموعة المصرية العقارية	٥٩	مصر الوطنية للصلب - عتاقة
٢٦	العالمية للاستثمار والتنمية	٦٠	مصر لإنتاج الأسمدة - موبكو
٢٧	العبور للاستثمار العقاري	٦١	المالية والصناعية المصرية
٢٨	القاهرة للإسكان والتعمير	٦٢	حديد عز
٢٩	المتحدة للإسكان والتعمير		قطاع السياحة والترفيه
٣٠	اوراسكوم للتنمية مصر	٦٣	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
٣١	دلتا للإنشاء والتعمير	٦٤	الوادى العالمية للاستثمار والتنمية
٣٢	إعمار مصر للتنمية	٦٥	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	٦٦	شارم دريمز للاستثمار السياحي
٣٣	الإسكندرية للخدمات الطبية - المركز الطبى الجديد	٦٧	المصرية للمنتجات السياحية
٣٤	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية - أدكو	٦٨	رمكو لإنشاء القرى السياحية

تابع ملحق رقم (١)
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
٦٩	مصر للفنادق	٨٥	السويدي إليكترويك
قطاع المنسوجات والسلع المعمرة		قطاع التجارة والموزعون	
٧٠	العربية وبولفار للغزل والنسيج - يونيراب	٨٦	الدولية للمحاصيل الزراعية
٧١	الإسكندرية للغزل والنسيج - سبينالكس	٨٧	سماد مصر - إيجيفرت
٧٢	النصر للملابس والمنسوجات - كابو	٨٨	مصر للأسواق الحرة
٧٣	دايس للملابس الجاهزة	قطاع الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات	
٧٤	جولدن تكس للأصواف	٨٩	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي
٧٥	العربية لحليج الأقطان	٩٠	المصرية للاتصالات
قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية		قطاع خدمات النقل والشحن	
٧٦	العامة لإستصلاح الأراضي والتنمية والتعمير	٩١	المصرية لخدمات النقل والتجارة - إيجيترانس
٧٧	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٩٢	القناة للتوكيلات الملاحية
٧٨	المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية	قطاع الورق ومواد التعبئة والتغليف	
٧٩	وادي كوم امبو لإستصلاح الأراضي	٩٣	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق
٨٠	العربية لإستصلاح الأراضي	٩٤	الأهرام للطباعة والتغليف
قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات		قطاع المرافق	
٨١	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	٩٥	شركة غاز مصر
٨٢	الكابلات الكهربائية المصرية	قطاع الطاقة والخدمات المساندة	
٨٣	العربية للصناعات الهندسية	٩٦	الإسكندرية للزيوت المعدنية
٨٤	دلتا للطباعة والتغليف		

Empirical Study of the Non-linear Relationship between Investment in Trade Credit and the Performance of Egyptian Listed Companies

Sayed Salem Mohamed Abou Salem

*Associated Professor, Department of Accounting,
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*

Synopsis

The purpose of this paper is to investigate the non-linear association between investment in trade credit and the performance of Egyptian listed companies. Considering the trade-off between benefits and costs of investing in trade credit, I expect a non-linear relationship between accounts receivable and firm performance. In order to test the research hypothesis, the researcher relied on a sample of 96 listed non-financial Egyptian companies, with 752 firm-year observations, between 2016 and 2023. Different measures of firm performance, such as non market-based measure (accounting profitability) and market-based measure (Tobin's q ratio) are employed to validate the consistency of results. The research results show a positive relation between firm profitability and investment in trade credit at low levels of receivables and a negative one at high levels. The research results also show that the relationship between Tobin's q and investment in trade credit is negative at both low and high levels of receivables.

Keywords: *Trade Credit Investment, Firm Performance, Accounts Receivable, Firm Profitability, Tobin's Q Ratio.*