

مجلة البحوث المحاسبية

<https://com.tanta.edu.eg/abj-journals.aspx>



الدور المُعدّل لحوكمة الشركات والأزمات المالية للعلاقة بين إدارة دورة تحويل النقدية وربحية الشركات - دراسة تطبيقية

شريف علي خميس ابراهيم كعموش

أستاذ مساعد قسم المحاسبة، كلية الاعمال ، جامعه الاسكندرية،مصر

تاريخ النشر الالكتروني: مارس-2025

للتأصيل المرجعي: كعموش ، شريف علي خميس ابراهيم. الدور المُعدّل لحوكمة الشركات والأزمات المالية للعلاقة
بين إدارة دورة تحويل النقدية وربحية الشركات - دراسة تطبيقية

، مجلة البحوث المحاسبية ، المجلد 12 (1)،

المعرف الرقمي: 10.21608/abj.2025.411928

الدور المُعدّل لحوكمة الشركات والأزمات المالية للعلاقة بين إدارة

دورة تحويل النقدية وربحية الشركات - دراسة تطبيقية

شريف علي خميس ابراهيم كعموش

أستاذ مساعد قسم المحاسبة، كلية الاعمال ، جامعه الاسكندرية، مصر

تاريخ المقال

تم استلامه في 2 ديسمبر 2024، وتم قبوله في 2 يناير 2025، هو متاح على الإنترنت مارس 2025

المستخلص

استهدف البحث اختبار الدور المعدل لحوكمة الشركات والأزمات المالية للشركات على علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية. حيث تم تطوير مؤشر للحوكمة مكون من 12 متغير حوكمي. وبالتطبيق على عينة من الشركات السعودية المقيدة بقطاع المواد الأساسية خلال الفترة من 2007-2019، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية عكسية بين طول دورة تحويل النقدية وبين ربحية الشركات. كما كان للأزمات المالية تأثيراً معنوياً على تلك العلاقة، حيث اتجهت الشركات إلى سياسات لزيادة طول دورة تحويل النقدية وانعكس معنوياً على الربحية، وقد أشارت الاختبارات الإضافية أن ذلك كان من خلال التوسع في سياسات البيع الآجل (أي بالتأثير على طول دورة المدينين)، في حين لم يكن هناك تأثيراً معنوياً من خلال سياسات المخزون أو الحصول على الائتمان من الموردين. بينما أشارت النتائج إلى أن حوكمة الشركات لا تؤثر على العلاقة بين طول دورة تحويل النقدية والأرباح بصفة عامة، غير أن الاختبارات الإضافية أشارت إلى وجود تأثير معنوي للحوكمة في هذا السياق في حالتين؛ الأولى في حالة الشركات التي تتسم بطول دورة تحويل النقدية لديها، حيث يكون للحوكمة في هذه الحالة دوراً فعالاً في الحد من طول تلك الدورات بما ينعكس إيجابياً على الأرباح. أما الحالة الثانية فهي في ظل الأزمات المالية، حيث يكون للحوكمة تأثيراً معنوياً معدلاً على العلاقة بين طول دورة تحويل النقدية والربحية في ظل الأزمات المالية، وقد أوضحت الاختبارات الإضافية أن دور الحوكمة في تلك الحالات يتضح في سياسات إدارة المخزون، وبالتالي تسعى الحوكمة في ظل الأزمات المالية لتحقيق التوازن بين سياسات البيع الآجل، وسياسات الاحتفاظ بالمخزون بما ينعكس إيجابياً على الأرباح. وقد تم التأكيد على نتائج الاختبارات الأساسية من خلال الاختبارات البديلة باستخدام مقياس بديل للربحية.

الكلمات المفتاحية: إدارة دورة تحويل النقدية؛ إدارة رأس المال العامل؛ حوكمة الشركات؛ ربحية الشركات؛ الأزمات المالية للشركات.

Abstract

The study aimed to test the moderating effect of corporate governance and financial distress on the relationship between cash conversion cycle and profitability. A governance index consisting of 12 governance variables was developed. Using a sample of listed Saudi companies in basic materials sector during the period from 2007-2019, the study found a negative significant relationship between cash conversion cycle length and corporate profitability. In addition, financial crises had a significant impact on this relationship, as companies adopted policies to increase cash conversion cycle, which was reflected significantly in profitability. Additional tests indicated that this was through expanding credit sales policies (i.e., by affecting the receivables' cycle), while there was no significant impact through inventory or payables cycle. Moreover, the results indicated that corporate governance does not affect the relationship between the cash conversion cycle and profitability in general, however, additional tests indicated a significant impact of governance in this context in two cases; The first is in the case of companies with a long cash conversion cycle, where governance plays an effective role in reducing these cycles, which is positively reflected in profits. The second case is in the context of financial distress, where governance has a significant moderating effect on the relationship between cash conversion cycle and profitability in the context of financial distress. Additional tests have shown that the role of governance in these cases is evident in inventory policies, and therefore governance in the context of financial distress seeks to achieve a balance between credit sales policy and inventory retention policy, which is positively reflected in profits. The results of the basic tests were confirmed through alternative tests using an alternative measure of profitability.

Keywords:

Cash conversion Cycle؛ working capital management؛ corporate governance؛ corporate profitability؛ corporate financial distress

1- مقدمة البحث

تناولت العديد من الدراسات متغير هيكل التمويل كأحد المتغيرات المستقلة أو المعدلة Moderators في علاقته بالربحية وقيمة الشركة، غير أن غالبية تلك الدراسات ركزت على هيكل التمويل المرتبط بقرارات التمويل طويل الأجل، إلا أن القرارات المرتبطة بالاستثمارات قصيرة الأجل والتي تتضمن الأنشطة داخل دورة تحويل النقدية (Cash Conversion Cycle (CCC) التخزين وسياسة الائتمان المرتبطة بالمدينين، وسياسة الائتمان المرتبطة بالسداد للدائنين) وما يرتبط بإدارة رأس المال العامل بدأت تستحوذ على اهتمام الباحثين في المجال البحثي مؤخراً (Lopez et al., 2020). حيث يمكن لإدارة الشركة التأثير على الربحية كمقياس محاسبي لأداء الشركة من خلال إدارة دورة تحويل النقدية (Le, 2019).

وتعد إدارة دورة تحويل النقدية ومكوناتها أحد أهم المقياس التي تعكس كفاءة إدارة رأس المال العامل (Perera and Priyashantha, 2018) والذي يعد من المفاتيح الهامة لنجاح الشركات لتحقيق الربحية والموازنة مع السيولة (Narwal and Jindel 2017). فالإدارة الفعالة لرأس المال العامل لها أثر إيجابي على الأداء المالي للشركات (Lyngstadaas, 2020). غير أن نتائج الدراسات السابقة حول أثر إدارة دورة تحويل

النقدية -كمقياس لإدارة رأس المال العامل- على الربحية جاءت متعارضة وتم تفسيرها من وجهتي نظر متعارضتان. فبينما رأى البعض أن طول دورة تحويل النقدية تؤدي إلى زيادة الربحية، وجد البعض أن تقصيرها يؤدي إلى زيادة الأرباح (Perera and Priyashantha, 2018)، وبالتالي فإن الأمر يتطلب اختبار تلك العلاقات وفي سياقات مختلفة.

إضافة إلى ذلك فإن الأزمات المالية (التعثر المالي للشركات) يمكن أن تؤثر على علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية، حيث تزداد أهمية إدارة دورة تحويل النقدية في ظل الأزمات المالية، والتي تتطلب إدارة التوازن بين السيولة والربحية، والتوازن بين تكاليف وفوائد الاحتفاظ بالمخزون والمستحقات (Akpada and Edeh, 2024)، وقد يتأثر ذلك كله بالوضع المالي للشركة وما إذا كانت تمر بأزمات مالية، فقد يعطي المديرون الأولوية للسيولة على الربحية، مما قد يضر بقيمة الشركة (Akpada and Edeh, 2024)، وهنا قد تلعب حوكمة الشركات دوراً هاماً في محاولة التحقق من تطبيق أفضل الممارسات والرقابة على التصرفات بما يحقق التوازن بين المصالح وتحقيق قيمة الشركة.

2- مشكلة البحث:

اختلفت نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بتأثير دورة تحويل النقدية (كأحد مداخل إدارة رأس المال العامل) على ربحية الشركات، فبعض الدراسات توصلت أن طول دورة تحويل النقدية لها تأثير طردي على الأرباح (Wassie, 2021; Shah, 2019; Moussa, 2018)، بينما رأيت دراسات أخرى أن تخفيض طول دورة تحويل النقدية يؤدي إلى زيادة الأرباح (Hussain et al., 2021; Rahman and Ahmed, 2021; Gotas, 2020)، وقد كان لكل فريق مبرراته النظرية.

كما أشارت الدراسات إلى أن هناك تفسيرين من الناحية النظرية يقفان خلف سلوك الإدارة فيما يتعلق بإدارة دورة تحويل النقدية، الأولى تتعلق بالتعارض بين الربحية والسيولة، والتي تتضمن أنه على الإدارة أن توازن بين تكاليف وفوائد الاحتفاظ بالمخزون والمستحقات (Akpada and Edeh, 2024)، وقد يتأثر ذلك كله بالوضع المالي للشركة وما إذا كانت تمر بأزمات مالية. وعلى جانب آخر يمكن تفسير عدم كفاءة إدارة دورة تحويل النقدية من خلال نظرية الوكالة والتي تسلط الضوء على التعارض المحتمل في المصالح بين المديرين والمساهمين فيما يتعلق بإدارة رأس المال العامل، فقد يعطي المديرون الأولوية للسيولة على الربحية أو العكس وعدم إتخاذ القرارات المثلى، مما قد يضر بقيمة الشركة (Akpada and Edeh, 2024) لاسيما في ظل الأزمات المالية، وهنا قد تلعب حوكمة الشركات دوراً هاماً في محاولة التحقق من تطبيق أفضل الممارسات والرقابة على التصرفات بما يحقق التوازن بين المصالح وتحقيق قيمة الشركة. فقرارات الاستثمار غير السليمة المرتبطة بالمخزون والمدينون والدائنون إنما يكون لها تأثير جوهري على دورة تحويل النقدية، إذ أن سياسة

الاحتفاظ بأرصدة نقدية قد يعكس تجنب الإدارة لمخاطر السيولة، وهو ما قد يؤدي إلى مشاكل الوكالة حيث قد تحتفظ إدارة الشركة بأرصدة نقدية لا تعظم من ثروة الملاك، أو على العكس من ذلك المبالغة في السياسات الحادة لتعظيم الأرباح على حساب السيولة وهو أيضاً ما قد يؤثر على استمرارية الشركة، ومن ثم فإدارة دورة تحويل النقدية بكفاءة قد يؤدي إلى تعظيم عوائد المساهمين على استثماراتهم (Gill and Birg 2013). وقد يؤدي ضعف حوكمة الشركات لنتائج عكسية فيما يتعلق بكفاءة إدارة رأس المال العامل وإدارة النقدية، وهو ما قد ينعكس على الربحية (Gill and Birg 2013).

وعلى جانب آخر وفي حدود علم الباحث لم تهتم الدراسات في المجال المحاسبي باختبار العوامل المحاسبية التي يمكن أن تلعب دوراً في تفسير أسباب الاختلاف في العلاقة بين دورة تحويل النقدية وتأثيراتها على الأرباح، وبالتالي فإن الأمر يتطلب زيادة البحث حول تلك القضية من منظور محاسبي، وهو ما تحاول الدراسة الحالية السعي إليه من خلال اختبار تأثير الحوكمة كأحد أهم المتغيرات المحاسبية الهامة. إضافة على ما سبق فقد اشارت دراسة (Chang 2018) إلى أن أحد أهم مسببات الاختلافات في نتائج الدراسات بشأن تأثير دورة تحويل النقدية على ربحية لشركات هو عدم أخذ تلك الدراسات في الاعتبار كل من الأزمات المالية على المستوى الكلي، وأيضاً القيود المالية على الشركات والحوكمة على المستوى الجزئي، وبالتالي تغطي هذه الدراسة تلك الفجوة من خلال تبني تأثير الأزمات المالية على المستوى الجزئي للشركات على إضافة إلى اختبار دور الحوكمة في تلك العلاقات.

واستناداً لما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث في شكل التساؤلات التالية:

- ما هي طبيعة العلاقة بين دورة تحويل النقدية والأرباح المحاسبية؟
- هل تؤثر الأزمات المالية للشركات على العلاقة السابقة؟
- هل تؤثر حوكمة الشركات على العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربح المحاسبي؟
- هل للحوكمة دور معدل لتأثير الأزمات المالية للشركات على العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربح المحاسبي؟

3- هدف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في اختبار تأثير الحوكمة والأزمات المالية للشركات على العلاقة بين طول دورة تحويل النقدية والربح المحاسبي. ولتحقيق هذا الهدف فقد تم تقسيمه إلى أهداف فرعية تتمثل في دراسة واختبار العلاقة بين دورة تحويل النقدية والأرباح، ثم التأثير المعدل للأزمات المالية للشركات على تلك العلاقة، ثم اختبار دور حوكمة الشركات في التأثير على كل العلاقات السابقة.

4- أهمية ودوافع البحث:

تتبع أهمية البحث من عدة محاور، أولها أهمية إدارة دورة تحويل النقدية لنجاح الشركات خاصة في ظل الضغوط المالية ودور الحوكمة كأحد أهم المتغيرات المحاسبية في ذلك السياق. فدراسة دورة تحويل النقدية يعد من الأمور الهامة للعديد من الأسباب منها (wang, 2019)؛ أن الشركات تمول نسبة هامة من أصولها من خلال رأس المال العامل (تتراوح من 22% إلى 42%)، كما أن الشركات التي لديها دورة تحويل نقدية أطول لديها حاجة أكبر لتمويل رأس مالها العامل والاعتماد أكثر على الديون قصيرة الأجل، وإذا كانت الشركة تعاني من تدهور السيولة حيث يكون من الصعب الحصول على تمويل جديد أو تجديد الديون المستحقة دون أعباء إضافية، فإن تلك الشركات تكون معرضة بشكل أكبر لمخاطر التمويل، لاسيما خلال فترات الأزمات المالية.

كما يمثل البحث أهمية خاصة للمستثمرين حول فهم العوامل الهامة التي قد يكون لها تأثير على سلوك الإدارة فيما يتعلق بإدارة رأس المال العامل، فضلاً عن الأهمية للجهات التنظيمية للوقوف على الدور الذي تقوم به الحوكمة في تحقيق التوازن بين الربحية والسيولة بخصوص قرارات الاستثمار في رأس المال العامل ومن ثم تعظيم قيمة الشركة لاسيما في ظل الأزمات التي المالية التي تمر بها الشركة.

ومن الناحية البحثية فإن البحث له أهمية خاصة للعديد من الجوانب، أولها تناول زاوية جديدة من الناحية المحاسبية تتعلق بدور الحوكمة في تعديل العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية خاصة في ظل الأزمات، والذي لم تختبره الدراسات السابقة (في حدود علم الباحث)، وهو ما قد يسهم في تفسير التعارض في نتائج الدراسات السابقة من خلال إدخال خصائص الحوكمة كأحد المتغيرات الداخلية للشركة والتي قد يكون لها دوراً مؤثراً في قرارات رأس المال العامل. إضافة إلى أن معظم الدراسات التي تناولت تأثير الحوكمة على إدارة دورة تحويل النقدية لم تقيس الدور المعدل للحوكمة على علاقة دورة تدويل النقدية بالربحية، فضلاً عن أن غالبية تلك الدراسات تناولت مقاييس فردية منفصلة للحوكمة ولم تستخدم مؤشر موحد للحوكمة مما أدى إلى الحصول على نتائج جزئية متعارضة، وهو ما تحاول الدراسة الحالية القيام به.

5- حدود البحث:

يجب أن تؤخذ نتائج البحث وإمكانية تعميمها على الحدود المكانية والزمانية، وطريقة قياس المتغيرات، وقيود العينة المستخدمة لإجراء الاختبارات والتي تركزت حول قطاع المواد الأساسية بالشركات المقيدة بالبورصة السعودية، حيث أكدت الدراسات السابقة أن النتائج المرتبطة بدورة تحويل النقدية تتأثر بصورة كبيرة بطبيعة الصناعة وهو ما تم مراعاته عند تحديد عينة الدراسة.

كما تتحدد حدود البحث في اختبار التأثيرات المتعلقة بالأزمات المالية على مستوى الشركات الجزئي وليس على مستوى الأزمات الكلية سواء على مستوى الاقتصاد الخاص بالدولة أو المستوى العالمي، تاركاً المجال للمزيد من البحث حول تأثير الأزمات على المستوى الكلي على العلاقات التي يشملها البحث.

6- منهجية البحث

تم انجاز البحث من خلال تقسيمه إلى قسمين؛ تناول القسم الأول الدراسة النظرية من خلال تحليل الدراسات المتعلقة بمفهوم وأهمية دورة تحويل النقدية وعلاقتها بالربحية والسيولة، ثم مدى تأثير تلك العلاقات بتعرض الشركة لأزمات مالية، ودور الحوكمة في تلك العلاقات استناداً للنظريات المستخدمة لتفسير ذلك. أما القسم الثاني؛ فقد تناول الدراسة التطبيقية والتي استهدفت اختبار فروض البحث، من خلال استخدام الانحدار الخطي المتعدد بعد اختبار طبيعة العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربحية. وقد تم تطوير مؤشر موحد للحوكمة يتكون من 12 مقياس فرعي لغرض الاختبارات الأساسية.

وللتأكيد على جودة النتائج سيقوم الباحث بعمل مجموعة من الاختبارات الإضافية، أهمها إعادة اختبار الفروض في ظل تقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين الأولى تمثل شركات لها دورة تحويل نقدية قصيرة، والثانية لها دورة تحويل نقدية طويلة اعتماداً على نتائج بعض الدراسات والتي أشارت إلى أن نتائج الاختبارات المتعلقة بدورة تحويل النقدية تختلف لكل فئة من الفئتين، ثم إعادة اختبارات الفروض مرة أخرى على مستوى كل دورة فرعية من دورات تحويل النقدية (دوره المخزون، ودوره المدينين، ودوره الدائنين)، بما يعطي تفسيراً وتحليلاً أكبر للنتائج. كما تم إعادة الاختبارات باستخدام بعض المقاييس الفردية التي تعبر عن الحوكمة بالتركيز على خصائص مجلس الإدارة. كما تم إجراء اختبار بديل لفروض الدراسة من خلال استخدام مقياس بديل للربحية.

7- خطة البحث:

لتحقيق هدف البحث يستكمل كما يلي:

1-7. دورة تحويل النقدية

1-1-7. مفهوم وأهمية دورة تحويل النقدية

1-2-7. طرق واستراتيجيات إدارة رأس المال العامل وفق مدخل دورة تحويل النقدية

1-3-7. دراسة علاقة دورة تحويل النقدية بالأرباح، وتحليل الدراسات السابقة وتطوير فرض الدراسة الأول

2-7. تأثير الأزمات المالية على دورة تحويل النقدية وتطوير فرض الدراسة الثاني

3-7. تأثير الحوكمة في ظل الأزمات المالية وتطوير فرضي الدراسة الثالث والرابع

4-7. الدراسة التطبيقية

1-4-7. مجتمع وعينة الدراسة.

7-4-2. نموذج الاختبارات الإحصائية.

7-4-3. قياس المتغيرات.

7-4-4. الإحصاء الوصفي.

7-4-5. اختبارات الفروض .

7-4-6. اختبارات أخرى

7-4-7. مناقشة النتائج.

7-4-8. خلاصة البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

7-1-1 دورة تحويل النقدية:

7-1-1-1 مفهوم وأهمية دورة تحويل النقدية:

لا يوجد تعريف واحد متفق عليه لدورة تحويل النقدية. فعلى سبيل المثال، يعرف Kaushik and Chauhan, (2019) دورة تحويل النقدية بأنها الزمن المستغرق لتحويل الاستثمار في المخزون والمصادر الأخرى إلى تدفقات نقدية من البيع، ويتفق العديد من الباحثين على تعريف دورة التحويل النقدي على أنها متوسط طول الفترة الزمنية من الدفع لشراء المواد الخام حتى تحصيل المستحقات المرتبطة ببيع المنتج (Wang, 2019; Nguyen and Nguyen, 2018; Jana, 2018; Nobanee et al., 2011). ويرى Perera and Priyashantha (2018) أن دورة تحويل النقدية تتضمن القرارات المرتبطة بمقدار الاستثمار في حسابات المخزون والمدينين، ومقدار الائتمان المقبول من الموردين، وهو ما يعني إدارة رأس المال العامل والتي تشير إلى إدارة كل من النقدية والمدينون والمخزون والدائنون (Kaushik and Chauhan, 2019).

ويستخدم طول دورة التحويل النقدي (CCC) على نطاق واسع لقياس فعالية إدارة الشركة والحاجة الجوهرية للتمويل الخارجي، وهي تساوي الوقت الذي يستغرقه بيع المخزون وتحصيل المستحقات مطروحاً منه الوقت المستغرق لدفع المستحقات على الشركة (Wang, 2019). أي أن طول دورة تحويل النقدية تشير إلى متوسط الأيام التي تظل فيها أموال الشركة مقيدة في السياق العادي للعمليات، حيث تعني المستويات المرتفعة من دورة التحول النقدي أن الشركة تدفع للموردين أسرع من التحصيل من العملاء، بما يؤدي إلى الحاجة الأكبر إلى السيولة المطلوبة من التمويل الخارجي لرأس المال العامل. (Lin and Lin, 2020)، وقد تكون دورة التشغيل سالبة إذا كانت فترة السداد للموردين أطول من فترتي الاحتفاظ بالمخزون والتحصيل من العملاء (Wang, 2019).

ومن الجدير بالاهتمام هنا التفرقة بين دورة تحويل النقدية ودورة التشغيل للشركات، فوفقاً للمعيار الدولي للمحاسبة رقم (1) "عرض القوائم المالية" فإن دورة التشغيل هي الوقت بين اقتناء الأصول لتحويلها وبين ما تحققه في شكل نقد أو معادلات النقد. وبالتالي فإن دورة التشغيل يمكن التعبير عنها بأنها الفترة منذ تاريخ

المشتريات (وليس السداد) وحتى التحصيل النقدي من المبيعات، وبالتالي فإنها تشمل على مكونين أساسيين؛ الأول هو وقت الحصول على المخزون وبيعته، والثاني هو الوقت المستغرق للتحصيل من العملاء، وبناءً على ذلك يمكن القول بأن طول دورة التشغيل يساوي دورة تحويل المخزون مضافاً إليها فترة التحصيل من العملاء. وبالتالي فإن دورة تحويل النقدية تساوي طول دورة التشغيل مخصصاً منها فترة السداد للموردين (Wang, 2019; Zadeh, 2016; Al-Rahahleh, 2016) ومع ذلك فقد استخدم البعض طول دورة تحويل النقدية كمقياس لطول دورة التشغيل (مثل Hao, 2009).

وترجع أهمية إدارة دورة تحويل النقدية من أنها تستخدم بشكل واسع لقياس فعالية إدارة رأس المال العامل للشركة ومستوى السيولة اللازمة للتمويل الخارجي (Lopez et al., 2020; wang, 2019; Nguyen and Nguyen, 2018; Nobanee et al. 2011; Deloof, 2003). من بعدين مختلفين: المنظور الساكن أو الديناميكي. يعتمد المنظور الساكن على نسب السيولة التقليدية الشائعة الاستخدام، مثل النسب السيولة والسيولة السريعة، المحسوبة من البيانات التي تم الحصول عليها من أرقام الميزانية العمومية، حيث تقيس هذه النسب السيولة في وقت معين، بينما يقيس المنظور الديناميكي السيولة المستمرة من عمليات الشركة، وتعد دورة التحويل النقدي مقياساً ديناميكياً للوقت بين الدفع النقدي للمواد الخام وتحصيل المبالغ النقدية من المستحقات (Kaushik and Chauhan, 2019; Nobanee et al., 2011).

لقد كان التركيز التقليدي في تمويل الشركات منصباً على القرارات المالية طويلة الأجل، ومع ذلك، فقد ازداد الاهتمام بإدارة رأس المال العامل خلال العقد الماضي، حيث ترى إدارة بعض الشركات أن ممارسات إدارة رأس المال العامل هي مصدر مهم لميزتهما التنافسية، بل أن الشركات ذات دورات تحويل النقدية الأطول تتحمل نفقات تمويلية أكبر بصورة جوهرية وذلك على الرغم من تماثل هيكل التمويل لها بما يقدم دليل على أهمية كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركة، بل أن إدارة بعض الشركات السيئة لرأس مالها العامل ساهمت في إفلاسها (Nobanee et al., 2011). فقد اشارت دراسة (Olanisebe and Abo (2019) بأن اعسار وافلاس الشركات في كل من الدول المتقدمة والنامية جاء للعديد من الأسباب، ولعل أحد أهم تلك الأسباب هو عدم القدرة على التخطيط والرقابة على رأس المال العامل وفهم العوامل المؤثرة في كفاءته، وذلك من خلال فشل الشركة في إدارة دورة التدفق النقدية لرأس المال العامل (Olanisebe and Abo, 2019)، فكلما انخفض طول دورة تحويل النقدية، كلما انخفض الاستثمار في رأس المال العامل (Kaushik and Chauhan, 2019).

وتلعب إدارة رأس المال العامل دوراً مهماً في تمويل الشركات نظراً لأهميتها لاستمرار الأعمال وربحياتها، علاوة على ذلك، فإن إدارة رأس المال العامل الفعالة تمكن الشركة من الاستجابة بسرعة وبشكل إيجابي للتغيير غير المتوقع في متغيرات السوق والحصول على مزايا تنافسية على منافسيها (Al-Rahahleh, 2016). ومع

ذلك ، فإن إدارة رأس المال العامل بصورة غير كفؤة قد يترتب عليها أزمة سيولة للشركة وانخفاض القدرة الائتمانية، وبإل وقد يترتب عليها انخفاض الأرباح. إذ تتطلب إدارة رأس المال العامل الموازنة بين المخاطر والعائد؛ حيث ترتبط المخاطر الأعلى والعائد الأعلى بالإدارة الحادة (aggressive) لرأس المال العامل، بينما ترتبط المخاطر الأقل والعائد المنخفض بإدارة متحفظة لرأس المال العامل وبالتالي يمكن للشركة تعظيم الأرباح من خلال مستويات مقبول من المخاطر فقط بالإدارة الجيدة لرأس المال العامل (Al-Rahahleh, 2016).

وقد زاد اهتمام الباحثين بأهمية إدارة رأس المال العامل بعد الأزمة المالية العالمية، حيث يتأثر رأس المال العامل للشركات بالأزمات المالية العالمية، إذ تواجه الشركات في تلك الفترات زيادة في فترة تحصيل المدينين وفترة تحويل المخزون بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها مما ينعكس سلباً على رأس المال العامل وبالتالي السيولة (Al-Rahahleh, 2016).

ويرى (Wang 2019) بأن دورة تحويل النقدية (كمقياس لإدارة رأس المال العامل) تعكس الخصائص التشغيلية الأساسية للشركة، حيث أنها تشير إلى أن الأنشطة التجارية الأساسية الأربعة (ال شراء أو الإنتاج، والمبيعات، والتحويل، والدفع) والتي تخلق تدفقات بالحسابات المكونة لرأس المال العامل (Wang, 2019).

ويخلص الباحث مما سبق إلى أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه إدارة دورة تحويل النقدية كأحد الأدوات الهامة لإدارة رأس المال العامل، والتي تسعى إلى تحقيق المواءمة بين عاملي السيولة والربحية، حيث يتم تحقيق درجة أكبر ربحية ممكنة في ظل مستوى مقبول من مخاطر السيولة. غير أن الدراسات السابقة حددت استراتيجيات لإدارة دورة تحويل النقدية كمدخل لإدارة رأس المال العامل وتأثير تلك الاستراتيجيات على الربحية والسيولة وقيمة الشركة، وهو ما يتناوله الباحث في الجزئية التالية.

7-1-2 طرق واستراتيجيات إدارة رأس المال العامل وفق مدخل دورة تحويل النقدية

أشارت دراسة (Zimon and Tarighi, 2021) إلى أن هناك ثلاث استراتيجيات لإدارة رأس المال العامل؛ (1) الاستراتيجية الحادة Aggressive وتتضمن مخاطر أعلى مع ربحية أعلى من خلال التوسع في البيع الأجل ومن ثم تخفيض مستويات المخزون والنقدية وهو ما يتطلب زيادة فترة السداد للدائنين؛ والاستراتيجية المتحفظة Conservative، والتي تتضمن مخاطر أقل مع ربحية أقل؛ والاستراتيجية المتوسطة Intermediate، حيث تحاول تعظيم منفعة الاستراتيجيتين والحد من عيوبهما، وتنقسم هذه الاستراتيجية إلى؛ استراتيجية متوسطة متحفظة، حيث تبدأ بالاستراتيجية المتحفظة وتخفف من عيوبها، واستراتيجية متوسطة حادة، حيث تبدأ بالاستراتيجية الحادة وتخفف من عيوبها. ويرى (Asfawu 2019) أن على الشركات اتباع سياسة متوسطة إلى حادة بهدف تعظيم الأرباح وذلك من خلال تخفيض فترة الاحتفاظ بالمخزون، وممارسة سياسة

ملائمة لمنح الائتمان من العملاء، وإدارة الحصول على الائتمان من الموردين بما يمكنها أيضاً من الاستفادة من الخصم النقدي المكتسب.

غير أن الباحث يرى بأن تلك السياسات يكون لها انعكاس مختلف على طول دورة تحويل النقدية فمثلاً تؤدي السياسة الحادة لإدارة رأس المال العامل إلى التوسع في البيع الآجل (زيادة وهو ما قد يؤدي لزيادة طول دورة التحصيل) مع تأخير المدفوعات للموردين (مما يؤدي إلى تخفيض طول دورة تحويل النقدية)، كذلك قد يترتب على تلك السياسات آثار متعارضة على طول دورة المخزون، فقد تسعى بعض الشركات إلى ضخ المزيد من الاستثمارات في المخزون لملاحقة التوسع في عمليات البيع الآجل (أي زيادة طول دورة المخزون)، أو قد تميل الشركات إلى تخفيض الاستثمارات في المخزون إذا كانت فترة التحصيل من العملاء أطول من التحصيل من الموردين وبالتالي يكون لدى الشركة نقص في السيولة وهو ما ينعكس على تخفيض الاستثمارات في المخزون (أي تخفيض طول دورة تحويل المخزون). وبالتالي يعتقد الباحث بأن المحصلة النهائية لكل تلك الآثار المتشابكة تتوقف على قدرة الشركة على سرعة التحصيل من عمليات البيع الآجل. وبالتالي فهناك وجهتي نظر متعارضتين بشأن تأثير طول أو قصر CCC على الربحية وسوف يتناول الباحث في الجزئية التالية وجهات النظر تلك وتحليل الدراسات السابقة في هذا الشأن.

7-1-3 دراسة علاقة دورة تحويل النقدية بالأرباح، وتحليل الدراسات السابقة-تطوير فرض الدراسة الأولى

أشارت نتائج الدراسات السابقة أن هناك وجهات نظر متعارضة بشأن تأثير طول دورة تحويل النقدية على الأرباح المحاسبية (Chang, 2018) حيث يرى البعض أن هناك تأثير سلبي لطول دورة تحويل النقدية على الأرباح، بينما ترى وجهة نظر أخرى عكس ذلك.

فمن جانب هناك من يرى (Dash (2019 أن طول دورة تحويل النقدية يرتبط طردياً بالأرباح، حيث زيادة طول CCC من خلال توظيف الاستثمارات نحو المخزون والتوسع في منح الائتمان للعملاء، فعدم كفاية الاستثمارات في تلك المكونات لرأس المال العامل قد يؤثر سلباً على ربحية الشركة، وعلى الجانب العكسي فالتوجه نحو الاستثمار بالمخزون يضمن عدم توقف عمليات الإنتاج من جانب والوفاء باحتياجات وطلبات العملاء في الوقت المناسب، وبالتالي فعدم كفاية المخزون قد يعني فقد جانب من المبيعات، (مع ضرورة مراعاة التكاليف الأخرى مثل تكلفة التخزين وتكلفة الفرصة البديلة)، كما أن تخفيض سياسات منح الائتمان للعملاء قد يفوت على الشركة فرصة التوسع في البيع أو منح العملاء خصومات بما يخفض الربحية، على الرغم من الآثار المرتبطة بارتفاع احتمالية الديون المشكوك فيها، وأخيراً فاعتماد سياسة التوسع في الحصول على الائتمان من الموردين وتأخير السداد قد يفقد الشركة خصومات، أو قد لا يجفز الموردين على تقديم أسعار مخفضة للشركة،

غير أن سرعة السداد للموردين يسهم في تكوين علاقات جيدة مع الموردين تضمن استمرارية سلسلة التوريد وهو ما ينعكس إيجابياً على عمليات الشركة (Dash, 2019).

غير أن هناك من يرى أن طول دورة التشغيل يرتبط عكسياً الربحية والسيولة أيضاً، حيث يرى (Narwal and Jindel, 2017) أن طول فترة الاحتفاظ بالمخزون بالمخازن يعني انخفاض في عدد مرات البيع وانخفاض معدل الدوران، فضلاً عن ارتفاع تكاليف الاحتفاظ بالمخزون، كذلك طول فترة التحصيل من العملاء يعرض الشركة لمخاطر الديون المشكوك في تحصيلها، فضلاً عن ارتفاع تكاليف التمويل، ومن ثم ربحية أقل. كما يرى (Lin and Lin, 2020) أن الشركات التي لديها طول دورة تحويل نقدية أكبر، قد تنتظر إلى فترات أطول للسداد للدائنين، لذلك فقد تحتاج إلى الاعتماد بصورة أكبر إلى التمويل الخارجي لرأس المال العامل، وتعتمد أكثر على الديون قصيرة الأجل، ويمكن أن تتكبد هذه الشركات خسائر كبيرة في تجديد ديونها المستحقة. ويتفق ذلك التأثير على الربحية مع ما استخلصته دراسة (Nobanee et al., 2011) من تحليل الدراسات السابقة والتي خلصت إلى أن دورة تحويل النقدية القصيرة ترتبط بشكل غير مباشر بقيمة الشركة، حيث تشير دورة تحويل النقدية القصيرة إلى أن الشركة تحصل المستحقات على العملاء بأسرع ما يمكن وتؤخر المدفوعات للموردين قدر الإمكان، ويؤدي هذا إلى صافي قيمة عالية نسبياً للتدفق النقدي وبالتالي قيمة أعلى للشركة، وبالتالي يمكن القول بأن دورة تحويل النقد الأقصر ترتبط بربحية عالية لأنها تحسن كفاءة استخدام رأس المال العامل، كما أنها تقدم صافي قيمة عالية أعلى للتدفقات النقدية، وقيمة سوقية أعلى للشركة. كما يرى (Gill et al., 2015) أن دورة تحويل النقدية السريعة تعد ضرورية لبقاء ونجاح الشركة حيث يساعد تقصير طول الدورة على تحسين سيولة الشركة من خلال تحسين التدفقات النقدية التشغيلية وقدرة المنشأة على مقابلة الالتزامات قصيرة الأجل وأيضاً طويلة الأجل.

ويمكن للباحث استخلاص مسببات الاختلاف حول تأثير طول دورة تحويل النقدية على الأرباح، فمن وجهة النظر الإيجابية فإن المزيد من الاستثمارات في رأس المال العامل يكون له تأثير معنوي على الأرباح، حيث أن زيادة الاستثمار في المخزون مع التوسع في سياسات منح الائتمان يؤدي في النهاية إلى زيادة حجم المبيعات وهو ما ينعكس في صورة الأرباح المحاسبية. وقد لخصت دراسة (Chang, 2018) ذلك في عدة أسباب: أولاً، يمكن للشركة زيادة مبيعاتها من خلال زيادة منح الائتمان تجاري للعملاء مما يساعد الشركة على تعزيز علاقاتها مع عملائها، ثانياً، يمكن لزيادة الاستثمار في المخزون أن يمنع توقف عملية الإنتاج وخسارة الصفقات، أما فيما يتعلق بالدائنين، فقد تستفيد الشركة من الخصومات للمدفوعات المبكرة. وبمعنى آخر، فإن تقصير دورة التحويل النقدي يمكن أن يضر بعمليات الشركة ويؤدي إلى ضعف الأداء، فقد يؤدي تخفيض فترة تحويل المخزون إلى زيادة تكلفة العجز، وقد يؤدي تخفيض طول فترة التحصيل من المدينين إلى فقدان الشركة لعملاء الائتمان

الجيد، وقد يؤدي إطالة فترة السداد للدائنين إلى الإضرار بسمعة الشركة الائتمانية. وعلى الجانب العكسي فيمكن النظر إلى طول فترة الاحتفاظ بالمخزون بأنه مؤشر لانخفاض المبيعات، وتراكم المخزون وارتفاع تكلفة الفرصة البديلة وتكلفة التخزين، كما أن التوسع في منح الائتمان للعملاء قد يعرض الشركة لاحتمالات تعثر التحصيل، ومن ثم عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وارتفاع تكلفة الدين.

وبالتالي فإن طول دورة المدينين قد يكون له آثار إيجابية أو عكسية على الأرباح، وطول دورة المخزون قد يكون له آثار إيجابية أو سلبية على الأرباح، وكذلك الحال فيما يتعلق بطول دورة السداد للدائنين، فقد يعني طول دورة السداد للدائنين قدرة الشركة على الحصول على ائتمان من الدائنين، للتوسع في عمليات البيع الآجل وزيادة المبيعات، إلا أن قد يترتب عليه فقد خصومات وسوء العلاقات من الدائنين. وقد يترتب على كل تلك الآثار المتعكسة لمكونات دورة تحويل النقدية وجود العديد من السيناريوهات والتفسيرات لعلاقة دورة تحويل النقدية بالربحية. ويمكن للباحث أن يتوقع أن كل ذلك يمكن أن يتوقف على قدرة الشركة على التحصيل من العملاء، فإذا ارتفعت قدرة الشركة على التحصيل من العملاء فيمكنها التوسع في منح الائتمان وبالتالي ضخ المزيد من الاستثمار في المخزون، والالتزام بسداد الالتزامات دون فقد الخصومات.

وعلى المستوى البحثي، فقد تناول عدد كبير من الدراسات أثر دورة تحويل النقدية على الأداء المالي للشركات، ويُلخص الباحث أهم تلك الدراسات وما توصلت إليه من نتائج في الجدول التالي (جدول رقم 1)

جدول 1: ملخص لبعض الدراسات التي تناولت علاقة إدارة رأس المال العامل بالربحية وقيمة الشركة			
الدراسة	العينة	الهدف	النتيجة
Akpataka and Edeh (2024)	قطاعي السلع الاستهلاكية والصناعية للشركات المقيدة ببورصة نيجيريا خلال 2023 - 2013	اختبار العلاقة بين دورة تحويل النقدية والاستقرار المالي بمقاس بقيمة Z-Altman J Score وقيمة الشركة (مقاسة بمقياس Tobin's Q).	تؤثر CCC معنوياً بصورة عكسية على قيمة الشركة، مما يشير إلى أن دورات تحويل النقد الأطول تضر بقيمة الشركة. كما يُظهر الاستقرار المالي علاقة إيجابية قوية بقيمة الشركة، مما يؤكد على أهمية الحفاظ على الصحة المالية. كما أظهرت النتائج على مستوى الدورات الفردية أن طول دورة السداد للدائنين ترتبط إيجابياً بقيمة الشركة إلا أن دورة التحصيل من المدينين ترتبط بعلاقة سلبية مع قيمة الشركة لكنها غير معنوية.
عفتي وعبد الرحمن (2024)	عينة من 113 شركة مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2019-2013	اختبار العلاقة بين دورة تحويل النقدية والدورات الفرعية المكونة لها (كمقياس لإدارة رأس المال العامل) وربحية الشركات (مقاسة بكل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية)	يوجد علاقة عكسية بين طول دورة تحول النقدية، وكذلك جميع الدورات الفردية المكونة لها، وبين الربحية بكل المقاييس (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية). كما تختلف شكل هذه العلاقة وقوتها خلال المراحل المختلفة لدورة حياة المشروع.

Ozkaya and Yaşar (2023)	236 شركة بصناعة الأغذية مقيدة بأسواق المال الأوروبية خلال الفترة من 2005- 2020	أثر إدارة رأس المال العامل مقاساً بدورة تحويل النقدية على ربحية الشركات في صناعة الأغذية	طول دورة تحويل النقدية له تأثير عكسي على الأرباح مقاسة بالعائد على الأصول.
Akgun and Karatas (2021)	7812 شركة تمثل 28 دولة في الاتحاد الأوروبي 2003-2013	اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاساً بنسب رأس المال العامل) والأداء المالي (مقاساً بثلاث مقاييس للربحية)	جاءت النتائج متضاربة حول علاقة مقاييس رأس المال العامل بمقاييس الربحية حيث جاءت بعض مقاييس رأس المال العامل لها أثر معنوي على بعض مقاييس الربحية إلا أن المقاييس الأخرى لم يكن معنوياً، غير أن كفاءة إدارة رأس المال العامل في هذه الدراسة تك قياسها من خلال نسب كفاءة رأس المال العامل (مثل نسب السيولة وغيرها) وليس مقاساً بدورة تحويل النقدية
Anton and Nucu (2021)	719 شركة في نيوزيلاند 2007- 2016	اختبار العلاقة بين رأس المال العامل (مقاسة بالمقاييس الفردية لدورة تحويل النقدية بدلاً من قياس دورة تحويل النقدية الكلية) وربحية الشركات.	أن العلاقة بين رأس المال العامل وربحية الشركات هي علاقة أسية تأخذ شكل حرف U، حيث تكون العلاقة إيجابية إلى نقطة معينة ثم تنقلب إلى علاقة عكسية. بما يشير إلى أهمية إدارة رأس المال العامل في تحقيق التوازن بين السيولة والربحية، حيث في المستويات المنخفضة لرأس المال العامل تكون تكلفة السيولة أقل وبالتالي زيادة رأس المال العامل يساهم في تحقيق الربحية إلى نقطة معينة (نقطة التعادل بين الربحية والسيولة) يكون بعدها المزيد من الاحتفاظ برأس المال العامل (تكلفة السيولة) أعلى على حساب الربحية.
Ares et al. (2021)	377 شركة متوسطة وصغيرة الحجم في اسبانيا خلال الفترة 2010-2018	اختبار ما إذا كانت سياسة إدارة رأس المال العامل (مقاسة بدورة تحويل النقدية إضافة للمقاييس الفردية لها) تؤثر على الربحية للشركات في صناعة تعليب الأسماك.	لم يكن هناك علاقة معنوية بين طول دورة تحويل النقدية والربحية، غير أن المكونات الفردية لدورة تحويل النقدية كانت أثارها متباينة، ففي حين كان لكل من دورة المخزون والمدنيين أثر معنوي، لم يكن لفترة السداد للدائنين أثر معنوي. كما كان تأثير دورة المخزون شكل حرف U على الربح الاقتصادي، كما كان أيضاً هناك مستوى أمثل لمستوى المدنيين الذي يحقق التوازن بين المنافع من زيادة المبيعات وتكلفة الفرصة البديلة لارتفاع رصيد المدنيين.
Wassie (2021)	عينة مكونة من 164 شركة اثيوبية تمثل 164 مشاهدة	اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاسة بدورة تحويل النقدية إضافة للمقاييس الفردية لها) على أداء الشركات (مقاساً بالربحية).	جاءت طول دورة تحويل النقدية وكذلك المقاييس الفردية المكونة لها ذات أثر معنوي إيجابي على ربحية الشركات، ما عدا طول دورة التحصيل من المدنيين فقد جاءت غير معنوية فقط مع أحد مقاييس الربحية.

Hussain et al. (2021)	<p>عينة من 302 شركة صناعية في باكستان خلال الفترة 1999-2015</p>	<p>اختبار أثر التقلبات في أسعار الصرف على العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربحية (مقاسة بالعائد على الأصول والعائد على الملكية).</p>	<p>أن طول دورة تحويل النقدية لها تأثير عكسي على ربحية الشركات، بما يشير إلى أن الاستراتيجية الأكثر حدة لإدارة رأس المال العامل تؤدي إلى المزيد من الربحية، وهو ما يتطلب تخفيض الائتمان المقدم للعملاء، وتخفيض مستويات الاحتفاظ بالمخزون، مع تمديد فترات السداد للموردين.</p>
Rahman and Ahmed (2021)	<p>عينة من 10 شركات من قطاعي الاسمنت والمدابع في بنجلاديش خلال الفترة من 2008-2017</p>	<p>اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية وكذلك مكوناتها الفردية) على ربحية الشركات.</p>	<p>كلما زادت طول دورة تحويل النقدية كما انخفضت ربحية الشركات في قطاع الاسمنت بصورة معنوية وذلك لمقاييس فقط من المقاييس الأربعة المستخدمين للربحية. بينما لم يكن للمقاييس الفردية المكون لدورة تحويل النقدية أثر معنوي. أما في صناعة الدباغة فلم يكن لمقاييس دورة تحويل النقدية أثر معنوي على مقاييس الربحية. وخلصت الدراسة أن الشركات يمكنها زيادة ربحيتها من خلال تخفيض طول دورة تحويل النقدية، إلا أن ذلك يتأثر بطبيعة الصناعة</p>
شعبان (2021)	<p>عينة من 166 شركة مقيمة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2004-2018</p>	<p>أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية) على الربحية (مقاسة بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، والربح التشغيلي، وهامش الربح، وقيمة الشركة)</p>	<p>توصلت الدراسة لوجود علاقة معنوية غير خطية بين طول دورة التحصيل من المدينين ودورة السداد للموردين وبين الربحية، بينما لم تكن هناك علاقة بين طول دورة تحويل المخزون والربحية.</p>
Prempeh and Amankona (2020)	<p>عينة من 11 شركة صناعية من غانا خلال الفترة 2011-2017</p>	<p>اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية) وربحية الشركات (مقاساً بالعائد على الأصول)</p>	<p>هناك علاقة إيجابية معنوية بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركات، وخلصت الدراسة إلى أن إدارة رأس المال العامل الحادة لها علاقة إيجابية مع الربحية. غير أن ذلك التأثير يأخذ شكل دالة أسية على شكل حرف U، حيث هناك مستوى أمثل من إدارة رأس المال العامل تؤدي إلى تعظيم الربحية.</p>
Nasiti et al. (2020)	<p>عينة من 137 شركة في اندونيسيا خلال 2010-2017</p>	<p>اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (من خلال دورة تحويل النقدية) في تحقيق النمو المستدام من خلال الاستغلال الأمثل للأصول.</p>	<p>أن الشركات الصناعية في اندونيسيا التي تدير رأس مالها العامل بكفاءة من الأكثر احتمالاً أن تستغل (تخصص) أصولها بكفاءة بما ينعكس بدوره على زيادة النمو بصورة مثالية دون أن يسبب ذلك مشكلات في السيولة النقدية.</p>

Golas (2020)	76 شركة من صناعة الألبان في بولندا خلال الفترة 2017-2008	اختبار إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية وكذلك مكوناتها الفردية) على الربحية (مقاسة بالعائد على الأصول) في شركات الألبان.	طول فترة دورة تحويل النقدية لها أثر سلبي على الربحية. أما على مستوى المقاييس الفردية المكونة لدورة تحويل النقدية فقد كان لطول فترة الاحتفاظ بالمخزون علاقة عكسية على الربحية، بينما كان لطول فترة التحصيل من المدينين وفترة السداد للموردين أثر إيجابي على الربحية.
Lopez et al. (2020)	444 شركة في اسبانيا في صناعة منتجات الجبن والألبان خلال 2016-2010	اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية وكذلك مكوناتها الفردية) على ربحية الشركات.	هناك علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية وبين الربحية، أما على مستوى المقاييس الفردية المكونة لدورة تحويل النقدية، فقد كان طول فترة الاحتفاظ بالمخزون لها أثر عكسي على الربحية بما يشير إلى ضرورة تخفيض المخزون لتحقيق ربحية أعلى، كما كان هناك علاقة عكسية بين طول فترة السداد للموردين والربحية. غير أنه لم تجد الدراسة علاقة معنوية بين طول فترة التحصيل من العملاء وبين الربحية.
Wang (2019)	عينة من أكثر من 13 الف شركة أمريكية من 1976 - 2015	اختبار آثار دورة تحويل النقدية أداء الشركات (مقاساً بالعائد على الاستثمار)	انخفاض طول دورة النقدية يؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمارات
Asfawu (2019)	دراسة استقصائية على 224 مشارك يمثلون الشركات متوسطة وصغيرة الحجم في اثيوبيا	اختبار أثر إدارة رأس المال العامل على الربحية.	تحسين إدارة دورة تحويل النقدية (فترة الاحتفاظ بالمخزون وفترة التحصيل وفترة السداد) سواء على مستوى المقياس المجمع أو على مستوى المقاييس الفردية المكونة له، لها أثر إيجابي على ربحية الشركة. وقد خلصت الدراسة إلى التوصية بأن على الشركات ممارسة سياسة متوسطة أو حادة لإدارة رأس المال العامل لتعظيم الربحية، من خلال العمل على تخفيض فترة الاحتفاظ بالمخزون، وممارسة سياسات ملائمة فيما يتعلق بمنح الائتمان للعملاء وكذلك الحصول على الائتمان من الموردين.
Dash (2019)	15 شركة بصناعة السكر في الهند خلال الفترة 2018-2008	اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بالمكونات الفردية لدورة تحويل النقدية إضافة إلى معدلات دوران المخزون، والمدينين والداائنين) على الربحية	لم يكن لطول فترة التخزين أو فترة التحصيل من المدينين تأثير معنوي على الربحية، بينما كلن لطول فترة السداد للداائنين أثر عكسي على الربحية، غير أن تلك النتيجة كانت حساسة نحو مقياس الربحية المستخدم حيث لم تظهر أي علاقة معنوية في ظل استخدام معدل العائد على حقوق الملكية كمقياس للربحية.

Kausnik and Chauhan (2019)	<p>عينة من 211 شركة هندية خلال الفترة 2008-2016</p>	<p>اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل مقياساً بدورة تحويل النقدية وكذلك مكوناتها الفردية) وأداء الشركات (مقياساً بمقياس Tobin's Q) واختبار أثر الضغوط المالية كمتغير معدل لتلك العلاقة</p>	<p>هناك علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية وبين أداء الشركات، أما على مستوى المقاييس الفردية المكونة لدورة تحويل النقدية، فقد كان لطول فترة الاحتفاظ بالمخزون وطول فترة التحصيل من المدينين أثر عكسي على أداء الشركات، بينما كان هناك علاقة عكسية بين طول فترة السداد وأداء الشركات. وكانت نتيجة تأثير الضغوط المالية (كمتغير معدل مقياساً بخمس نسب للملاءة المالية) مختلطة باختلاف المقاييس المستخدم.</p>
Kayani et al. (2019)	<p>عينة من الشركات الأمريكية تتمثل في 3730 لبيانات الحوكمة، و4307 شركة لبيانات إدارة رأس المال العامل</p>	<p>اختبار أثر العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقياساً بدورة تحويل النقدية) والحوكمة على أداء الشركات (مقياساً بمقاسي العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية ومؤشر Tobin's Q)</p>	<p>أن كفاءة رأس المال العامل وجودة ممارسات الحوكمة لهما أثر معنوي على الأداء المالي للشركات سواءً كل على حدة أو إدخالهما معاً في الانحدار (دون قياس التفاعل المشترك). وبالتالي خلصت الدراسة إلى أن إدارة رأس المال العامل، والحوكمة يجب أن يتم أخذهما معاً في المستقبل لغرض اختبار الأداء المالي للشركات.</p>
Le (2019)	<p>عينة من 497 شركة في فيتنام خلال الفترة 2007-2016</p>	<p>اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقياساً بطول دورة تحويل النقدية، وكذلك مكوناته الفردية) على قيمة الشركة والربحية.</p>	<p>هناك علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية وبين قيمة الشركة والربحية، وأن التأثير على قيمة الشركة كانت أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة بصورة أكبر للقطاع الخاص. وأن هذا التأثير على الربحية كان أقل معنوية خلال فترة تأثير الأزمة المالية على أسواق المال مقارنة بفترة تعافي سوق المال. وبالتالي خلصت الدراسة بأن الشركة يمكنها التأثير على الربحية وقيمة الشركة كمقياسين محاسبي وسوقي لأداء الشركة من خلال إدارة رأس المال العامل.</p>
Liu et al. (2019)	<p>عينة مكونة من 8201 مشاهدة من الشركات الصينية خلال الفترة 2010-2017</p>	<p>اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقياساً بطول دورة تحويل النقدية) وأداء الشركات (مقياساً بنسبة العائد على الأصول، والربح التشغيلي إلى الأصول التشغيلية). مع اختبار أثر هيكل التمويل والبيئة المؤسسية على تلك العلاقة.</p>	<p>وجود علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية وربحية الشركات كمقياس للأداء المالي. وأن هذه العلاقة العكسية كانت معنوية بشركات القطاع الخاص وليس للشركات المملوكة للحكومة. كما تأثرت تلك العلاقة بالبيئة المؤسسية للشركات حيث كانت تلك العلاقة معنوية في ظل كل من الشركات التي تخضع لنظام السوق الحر أو نظام التسعير الجبري، غير أن ذلك الأثر المعدل للبيئة المؤسسية كان معنوياً فقط في شركات القطاع الخاص (غير الحكومية).</p>

Mantiri and Lee (2019)	عينة من 10 شركات في قطاع التعدين في اندونيسيا خلال الفترة 2011-2015	اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاساً بطول دورة تحويل النقدية إضافة إلى معدل دوران المخزون ومتوسط فترة التحصيل ونسبة السيولة) وربحية الشركات (مقاسة بالعائد على الأصول).	لم تجد الدراسة علاقة معنوية بين إدارة رأس المال العامل بمقاييسه المختلفة والربحية، وأرجعت الدراسة ذلك إلى أن طول دورة تحويل النقدية متفاوت بدرجة كبيرة بين العشر شركات التعدين بالعينة، بما يشير إلى أن مصادر التمويل وإدارة رأس المال العامل مختلفة بصورة كبيرة بين شركات العينة، وبالتالي من الصعب مقارنة كل منهم بالمجموعة ككل.
Nastiti et al. (2019)	عينة من 136 شركة إندونيسية خلال الفترة 2010-2017	اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية) على ربحية الشركات (مقاسة بمعدل العائد على الأصول)، وتأثير ذلك على النمو المستدام للربحية.	أن تخفيض طول دورة تحويل النقدية له أثر معنوي إيجابي على الربحية، إلا أنها لم تؤثر معنوياً على النمو المستدام، بل كان تأثيرها غير مباشر من خلال الربحية كمتغير بسيط. وبالتالي تشير تلك النتائج إلى أن الشركات عليها تحسين إدارة رأس المال العامل (بتخفيض طول دورة تحويل النقدية) مما يؤدي لزيادة الربحية، وهو ما ينعكس على استقرار النمو المستدام.
Vukovic and Jaksic (2019)	عينة من 9883 شركة في صناعة الأغذية في جنوب شرق أوروبا خلال الفترة 2010-2014	اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (باستخدام نسب السيولة) على ربحية الشركات (مقاسة بالعائد على الأصول) في صناعة الأغذية.	أن معظم مقاييس رأس المال العامل المستخدمة كان لها لأثر معنوي على احتمال تحقيق الأرباح الأعلى، وأن الإدارة الكفؤة لرأس المال العامل يمكن أن تؤدي إلى المساهمة في نمو الربحية.
Rafiq et al. (2019)	عينة من 14 شركة في صناعات السيارات، والأدوية والاسمنت في باكستان الفترة 2009-2018	اختبار تأثير دورة تحويل النقدية المعدلة (من خلال تعديل دورة تحويل النقدية بإضافة عنصري الدفعات المقدمة للمدينين والدائنين) على ربحية السهم.	تخفيض دورة تحويل النقدية المعدلة له تأثير إيجابي على الربحية، وتشير تلك النتيجة إلى أن سياسة رأس المال العامل الجيدة تؤدي إلى التأثير الإيجابي على الأرباح وهو ما يؤثر أيضاً على قيمة الشركة.
Shah (2019)	عينة 48 شركة في قطاعي الأدوية والاسمنت من الهند وباكستان خلال الفترة 2012-2017	اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية إضافة إلى المكونات الفردية لها، إضافة لنسب السيولة) على ربحية الشركات الهندية مقابل الباكستانية (مقاسة بالعائد على الأصول والعائد على الملكية).	أن لطول دورة تحويل النقدية أثر معنوي موجب على العائد على الأصول في باكستان والهند، أما فيما يتعلق بمكونات دورة تحصيل النقدية (فترة التحصيل، وفترة السداد وفترة التخزين، وكذلك نسب السيولة) فقد كانت جميعها معنوية وموجبة فيما عدا فترة السداد للدائنين حيث كانت لها تأثير سلبي على أحد مقاييس الربحية (العائد على الملكية) في باكستان وجاءت غير معنوية بخلاف ذلك.

Gonçalves et al. (2018)	<p>عينة من 400 شركة في بريطانية غير مسجلة خلال الفترة 2006-214</p>	<p>اختبار أثر دورة الاقتصاد (كمتغير معدل) على العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية) والربحية مقاسة بالعائد على الأصول، ونسبة الربح التشغيلي إلى إجمالي الأصول).</p>	<p>تؤدي كفاءة رأس المال العامل (انخفاض طول دورة تحويل النقدية) إلى زيادة الربحية، وتزداد تلك العلاقة وتكون أكثر وضوحاً في ظل فترات الهبوط الاقتصادي (هبوط الناتج المحلي). وتشير النتائج أيضاً إلى أن إدارة التدفقات النقدية لها أثر متعدد المستويات على الربحية وقيود السيولة مع تغير الظروف الاقتصادية.</p>
Ahmad et al. (2018)	<p>عينة من 1213 شركة غير المالية بالصين خلال الفترة 2007-2016</p>	<p>اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بمكونات دورة تحويل النقدية الثلاث، بالإضافة إلى نسبة السيولة) على ربحية الشركات.</p>	<p>أن مكونات دورة تحويل النقدية الثلاث (طول فترة التخزين، وطول فترة التحصيل، وطول فترة السداد) بالإضافة إلى نسبة السيولة الجارية لهم أثر عكسي على الربحية</p>
Altat and Shah (218)	<p>عينة من 437 شركة في الهند خلال الفترة 2007-2016</p>	<p>اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية إضافة إلى مكوناتها الفردية كتحليل إضافي) والربحية (مقاسةً بالعائد على الأصول ومعدل الربح إلى صافي المبيعات).</p>	<p>أن العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية تتمثل في دالة أسية تأخذ شكل حرف U، حيث تزيد الربحية مع زيادة الاستثمار في رأس المال العامل حتى مستوى معين ثم تنعكس العلاقة إلى علاقة سلبية. وحددت الدراسة أن المستوى الأمثل لدورة تحويل النقدية في المتوسط هو 63 يوم الذي يتحقق عنده أعلى مستوى للربحية. وقد أيدت التحليلات الإضافية نفس النتيجة على مستوى مكونات دورة تحويل النقدية الثلاث (فترة التحصيل وفترة التخزين وفترة السداد).</p>
Nanwal and Jindal (2018)	<p>عينة من 50 شركة في الهند خلال الفترة من 2010/2011-2016/2015</p>	<p>اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بمكونات دورة تحويل النقدية وفترة الاحتفاظ بالنقدية) والحوكمة على الربحية (مقاسةً بصافي الربح).</p>	<p>أن كل من حوكمة الشركات وإدارة رأس المال العامل (كل بصورة مستقلة) لهما أثر معنوي على تحسين ربحية الشركات</p>
Moussa (2018)	<p>عينة من 68 شركة صناعية بمصر خلال الفترة من 2000-2010</p>	<p>اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية) على أداء الشركة (مقاساً بمعدل العائد على الأصول) وقيمة الشركات (مقاسةً بمقياس Tobin's Q).</p>	<p>هناك علاقة ارتباط معنوي وإيجابي بين طول دورة تشغيل النقدية وربحية الشركات، بما يشير إلى أن الشركات ذات الربحية المرتفعة تعطي أولوية أقل لإدارة رأس المال العامل. كما كانت هناك علاقة إيجابية بين طول دورة تحويل النقدية وبين قيمة الشركة، بما يشير إلى أن المستثمرين في مصر يعطون قيمة أكبر للشركات ذات دورة تحويل النقدية الأطول. وترى الدراسة أن تلك النتائج تشير إلى أن أسواق المال في الأسواق الناشئة يفشلون في تحقيق الكفاءة المثلى لإدارة رأس المال العامل، لذا أوصت الدراسة بأن هناك حاجة من صانع السياسات في مصر إلى تحسين إدراك ووعي المديرين والمستثمرين بفعالية إدارة رأس المال العامل.</p>

Perera and Priyashantha (2018)	عينة من 50 شركة في كولومبيا خلال الفترة 2010-2015	اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية، إضافة للمقاييس الفردية لمكونات الدورة، بجانب نسبة السيولة الجارية) على الربحية (مقاسة بنسبة مجمل الربح) وثرثرة المساهمين (مقاسة بمقياس Tobin's Q).	أن هناك علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية وكل من الربحية وقيمة الشركة. وتم التأكيد على النتيجة من خلال المقاييس الفردية لدورة تحويل النقدية حيث كانت العلاقة بين فترة التخزين وفترة التحصيل وفترة السداد عكسية مع ربحية وقيمة الشركة، فيما عدا فقط العلاقة بين فترة السداد وقيمة الشركة كانت غير معنوية.
Nguyen and Nguyen (2018)	عينة من 374 شركة مسجلة في بورصة فيتنام خلال الفترة 2008-2014	اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاسة بدورة تحويل النقدية إضافة إلى مكوناتها الفردية) والربحية (مقاسة بالعائد على الأصول ونسبة الدخل التشغيلي)	أن هناك علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية والربحية لكل من المقياسين المستخدمين. كذلك كان لطول فترة التخزين والتحصي من المدينين والسداد للموردين أثر معنوي عكسي على الربحية. وبالتالي خلصت الدراسة إلى أن كفاءة إدارة رأس المال العامل له تأثير معنوي على ربحية الشركات.
Jana (2018)	عينة من 15 شركة هندية خلال الفترة من 2013-2017	اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاسة بدورة تحويل النقدية إضافة إلى مكوناتها الفردية) والربحية (مقاسة بالعائد على الأصول والعائد على الملكية والعائد على الاستثمار).	أن طول فترة تحويل النقدية لها علاقة معنوية عكسية مع الربحية. كذلك كان لفترة التحصيل من المدينون علاقة عكسية معنوية مع مقاييس الربحية الثلاثة، أما طول فترة التخزين فكانت لها أثر معنوي عكسي مع أحد مقاييس الربحية فقط. وقد استخدمت الدراسة أيضاً بعض النسب المعبرة عن إدارة رأس المال العامل مثل نسبة السيولة ومعدل دوران الأصول، إلا أن النتائج كانت متعارضة باختلاف مقياس الربحية المستخدمة.
طويرش (2018)	عينة من 48 شركة صناعية مقيدة ببورصة عمان خلال الفترة من 2003-2012	اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية) وربحية الشركات (مقاسة بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية)	هناك علاقة سالبة بين طول دورة تحويل النقدية وربحية الشركات (أي تستطيع الشركات تحسين الربحية من خلال تقصير دورة تحويل النقدية)
Hassan (2017)	عينة من 15 شركة في قطاع البتروكيماويات في السعودية خلال الفترة من 2009-2013	اختبار أثر إدارة رأس المال العامل (مقاساً بمعدل دوران رأس المال العامل) على الربحية (مقاساً بالعائد على الاستثمار والعائد على المبيعات ومتوسط هامش الربح)	لا يوجد تأثير لإدارة رأس المال العامل (وفقاً للمقياس المستخدم) على الربحية.

Ching et al. (2011)	16 شركة برازيلية خلال الفترة من 2009-2005	اختبار وجود اختلاف في العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في مجموعتين من الشركات؛ الشركات كثيفة رأس المال العامل، والشركات كثيفة رأس المال الثابت.	اختلفت النتائج باختلاف مقاييس إدارة رأس المال العامل واختلاف مقاييس الربحية، غير أن النتيجة العامة كانت أنه بغض النظر عن نوعية الشركة (كثيفة رأس المال العامل أم كثيفة رأس المال الثابت) فإن إدارة رأس المال العامل له تأثير جوهري على ربحية الشركات، كما أن إدارة دورة تحويل النقدية بصورة جيدة يؤدي إلى تحقيق ربحية أكبر للشركات ذات كثافة رأس المال العامل بصورة أكبر.
Nobanee et al. (2011)	2123 شركة يابانية 1990-2004	اختبار العلاقة بين دورة تحويل النقدية وربحية الشركات.	هناك علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية وربحية الشركة لكل العينات الفرعية فيما عدا شركات سلع التجزئة وشركات الخدمات.
Hao (2009)	عينة من 36023 مشاهدة أمريكية خلال الفترة من 1993-1964	اختبار أثر دورة التشغيل على الاستمرارية التفاضلية للاستحقاقات والتدفقات النقدية، واستجابة السوق لمكونات الأرباح المختلفة عبر دورات التشغيل المختلفة	ترتبط طول دورة تحويل النقدية عكسياً مع استمرارية الاستحقاقات، وأن أخطاء تسعير الاستحقاقات (أخطاء التقييم) تكون أكبر في حالة الشركات ذات دورة التشغيل الأطول

من الدراسات السابقة يمكن استخلاص النتائج التالية:

- ان نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بأثر إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات جاءت متعارضة، وقد يرجع ذلك لطبيعة القطاع الذي تطبق عليه الدراسة، أو لطبيعة المقاييس المستخدمة للربحية أو لإدارة رأس المال العامل. غير أن الدراسات التي تناولت أثر طول دورة تحويل النقدية كمقياس لإدارة رأس المال العامل جاءت نفسها متعارضة رغم أن غالبية تلك الدراسات وجدت أن تخفيض طول دورة تحويل النقدية له أثر إيجابي على الربحية، إلا دراسات أخرى لم تجد علاقة، وأوجدت دراسات أخرى علاقة إيجابية. وهو ما قد يتطلب المزيد من البحث لاستكشاف العوامل التي قد تحدد شكل هذه العلاقة.
- أن غالبية الدراسات كانت نتائجها مؤيدة إلى أن تخفيض طول دورة تحويل النقدية يحسن من ربحية الشركات، وهو ما يتفق مع نتائج الدراسة المرجعية التي قام بها Prasad et al. (2019) لعدد كبير من الدراسات، والتي توصلت إلى أن 79% من نتائج تلك الدراسات أثبتت وجود علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية والربحية، أما على مستوى المقاييس الفردية لدورة تشغيل النقدية فقد وجدت الدراسة أن 85% من الدراسات أيدت وجود علاقة عكسية بين طول فترة التحصيل من المدينين والربحية، و 78% من الدراسات أثبتت علاقة عكسية أيضاً بين طول دورة التخزين وبين الربحية، وأن 62% من الدراسات أيدت

وجود علاقة طردية بين طول فترة السداد للدائنين وبين الربحية (أي أن نسبة اتفاق الدراسات حول تأثير دورة الدائنين كانت الأقل).

- أن طبيعة الاستثمارات في الشركة وما إذا كانت كثيفة رأس المال العامل أم رأس المال الثابت قد يكون لها تأثير على النتائج، وبالتالي لا بد من أخذ طبيعة الصناعة في الاعتبار عند إجراء الاختبارات على العلاقة بين CCC والربحية.

- أثر الصناعة في التأثير على علاقة استراتيجيات إدارة رأس المال العامل على الربحية. حيث أن أنشطة التخزين قد تكون مطلوبة وناجحة في بعض الأنشطة، غير أنها تكون غير مطلوبة في أنشطة أخرى لاسيما صناعات المنتجات الغذائية والألبان والأدوية (Lopez et al., 2020, Dash, 2019) واستناداً للدراسات السابقة يمكن تطوير فرض الدراسة الأول غير محدد الاتجاه، حيث انتهت الدراسات السابقة إلى وجود تأثيرات متعارضة وذلك على النحو التالي:

H1: يؤثر طول دورة تحويل النقدية معنوياً على الربح المحاسبي لشركات قطاع المواد الأساسية المقيدة بالبورصة.

2-7 أثر الأزمات المالية على علاقة إدارة رأس المال العامل بالربحية:

قدمت الدراسات السابقة أدلة على أن إدارة رأس المال العامل يمكن أن يكون لها أثر جوهري على أداء الشركات خلال فترات الأزمات المالية (Akgun and Karatas, 2021). وأن علاقة إدارة رأس المال بالربحية تتأثر بالحالة الاقتصادية العامة (Gonçalves et al. 2018)، وبفترات الصعود والهبوط في أسواق المال (Le, 2019). ولعل أحد أسباب تعثر الشركات هو عدم القدرة على التخطيط والرقابة على رأس المال العامل وفهم العوامل المؤثرة في كفاءته، وذلك من خلال فشل الشركة في إدارة دورة التدفق النقدية لرأس المال العامل (Olanisebe and Abo, 2019).

فقد أشارت دراسة (El-Sady et al. (2024) أن طول دورة تحويل النقدية كآلية لإدارة رأس المال العامل تعد أحد محددات الإعسار المالي للشركات. وقد جاءت نتائج الدراسات متعارضة في هذا الشأن، فقد توصلت دراسة (Mwariri (2020 إلى أن طول دورة تحويل النقدية يرتبط سلبياً بالإعسار المالي للشركات في نيجيريا، كذلك على مستوى الدورات الفردية فقد ارتبط طول دورة المخزون والمدينين عكسياً بالضغط المالي للشركات، بينما كان لطول دورة الدائنين علاقة طردية. في حين توصلت دراستي (Amaliah and Darmawan , (2021; Sari et al., 2023 لوجود علاقة طردية معنوية بين طول دورة تحويل النقدية والإعسار المالي للشركات المقيدة ببورصة أندونيسيا.

إضافة إلى ذلك فقد أيدت دراسة (Sujarminto et al., 2024) أن الإعسار المالي للشركات هو أحد العوامل الحاسمة في التأثير على الأرباح المحاسبية. إلى جانب أن الإعسار المالي للشركات قد يكون له تأثير على قدرة الشركات في الحصول على تمويل، إضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل، الأمر الذي قد يدفع الشركة لإدارة دورة تحويل النقدية بالشكل الذي يستجيب لذلك الأثر بدافع السيولة، مما قد يؤثر على علاقة دورة تحويل النقدية بالأرباح. وقد اختبرت دراسة (Kaushik and Chauhan, 2019) أثر الضغوط المالية للشركات المعدل على العلاقة بين دورة تحويل النقدية وقيمة الشركة وتوصلت الشركة لنتائج متعارضة اختلفت باختلاف مقياس الضغوط المالية المستخدم حيث استخدمت الشركة خمسة مقاييس للملاءة المالية، وبالتالي فإن الأمر يتطلب اختبار تأثير الإعسار المالي للشركات على العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربحية من خلال استخدام مقياس مجمع للإعسار المالي مقل مقياس Zscore.

واستخلاصاً من تلك الدراسات يمكن الاعتقاد بأن كل من الأزمات الكلية للاقتصاد وكذلك الحالة المالية للشركة ومدى مرورها بأزمة مالية يمكن أن يكون له تأثير على العلاقة بين دورة تحويل النقدية والأرباح. وفي ظل حدود الدراسة سيتم التركيز على تأثير الإعسار المالي أو الأزمات المالية على مستوى الشركة وعدم أخذ الأزمات المتعلقة بالاقتصاد الكلي في الاعتبار، وما هو ما تم مراعاته عند اختيار العينة.

وبالتالي يمكن صياغة فرض الدراسة الثاني على النحو التالي:

H2: تؤثر الأزمات المالية للشركات معنوياً على علاقة طول دورة تحويل النقدية بالربح المحاسبي

لشركات قطاع المواد الأساسية المقيدة بالبورصة.

3-7: أثر الحوكمة على إدارة دورة تحويل النقدية، وانعكاس ذلك على الربحية:

لكي تحقق الشركة الأهداف المالية خاصة تلك المرتبطة بالربحية وعوائد الأسهم من خلال إدارة دورة تحويل النقدية كأحد المقاييس الهامة لكفاءة إدارة رأس المال العامل ومكوناته، يجب أن يكون لدى الشركة إطار منظم للرقابة والذي يتحقق من خلال الحوكمة الفعالة التي تهتم بتحقيق الشفافية والمسائلة وتحقيق التوازن بين مصالح كافة الأطراف (Kayani et al., 2019)، بل أن ضعف الحوكمة قد يؤدي إلى عدم كفاءة إدارة رأس المال العامل، والذي يؤدي إلى التأثير السلبي على ثروة المساهمين (Gill and Biger 2013) أو حتى فشل الشركات (Akram et al., 2018).

ووفقاً لمفهوم التعارض بين السيولة والربحية، فإن الشركات يجب أن تدرس بعناية تكاليف وفوائد إدارة رأس المال العامل لتحقيق الأداء المالي الأمثل، والذي قد لا يتماشى دائماً مع تعظيم قيمة الشركة، حيث يفترض على الشركات أن توازن بين تكاليف وفوائد الاحتفاظ بالمخزون والاستحقاقات (Akpataka and Edeh, 2024)، وقد يتأثر ذلك كله بالوضع المالي للشركة وما إذا كانت تمر بأزمات مالية. وعلى جانب آخر يمكن النظر لعدم كفاءة

إدارة رأس المال العامل من منظور الوكالة، حيث تسلط نظرية الوكالة الضوء على التعارض المحتمل في المصالح بين المديرين والمساهمين فيما يتعلق بإدارة رأس المال العامل، فقد يعطي المديرون الأولوية للسيولة على الربحية، مما قد يضر بقيمة الشركة (Akpada and Edeh, 2024)، وهنا قد تلعب حوكمة الشركات دوراً هاماً في محاولة التحقق من تطبيق أفضل الممارسات والرقابة على التصرفات بما يحقق التوازن بين المصالح وتحقيق قيمة الشركة. فقرارات الاستثمار غير السليمة المرتبطة بالمخزون والمدينون والدائنون يكون لها تأثير جوهري على دورة تحويل النقدية، إذ أن سياسة الاحتفاظ بأرصدة نقدية قد يعكس تجنب الإدارة لمخاطر السيولة، وهو ما قد يؤدي إلى مشاكل الوكالة حيث قد تحتفظ إدارة الشركة بأرصدة نقدية لا تعظم من ثروة الملاك، ومن ثم فإدارة دورة تحويل النقدية بكفاءة قد يؤدي إلى تعظيم عوائد المساهمين على استثماراتهم (Gill and Birg 2013). وقد يؤدي ضعف حوكمة الشركات لنتائج عكسية على إدارة رأس المال العامل وإدارة النقدية (Gill and Birg 2013).

وقد أدى عدم فاعلية حوكمة الشركات في أداء دورها إلى انهيار شركات كبرى في الولايات المتحدة مثل انرون وورلدكوم، وهو ما أفقد المستثمرين الثقة في سوق المال وفي فاعلية ممارسات الرقابة على الشفافية والمسائلة. وحيث أن أحد الأسباب الرئيسية للأزمات والضغط المالية التي تمر بها الشركات وما تؤدي إلى الإفلاس إنما تنشأ من عدم إدارة دورة تحويل النقدية بكفاءة والتي تعد أحد أهم العوامل التي تؤدي إلى ضعف التدفقات النقدية. ومن هنا يمكن أن يكون للحوكمة دور هام لا سيما مجلس الإدارة وخصائصه في صياغة السياسات الملائمة لإدارة عناصر دورة تحويل النقدية (Gill et al., 2015)

وقد تناولت الدراسات أثر الحوكمة على دورة تحويل النقدية من خلال استخدام مقاييس مختلفة للحوكمة حيث استخدم بعض الدراسات مقاييس فردية للحوكمة، بينما اعتمد البعض الآخر على مؤشر مجمع للحوكمة. فقد استخدمت دراسة (Al-Rahahleh (2016) مقياس مجمع للحوكمة في صورة مؤشر، ووجدت أن الحوكمة لها تأثير معنوي عكسي على طول دورة تحويل النقدية ومن ثم أثر إيجابي على كفاءة إدارة رأس المال العامل.

في حين جاءت نتائج الدراسات التي تبنت المقاييس الفردية متباينة من حيث اتجاه تأثير متغيرات الحوكمة على دورة تحويل النقدية، فقد كان لبعضها آثار معنوية موجبة والبعض الآخر له تأثيرات عكسية، فعلى سبيل المثال للدراسات التي وجدت بعض الآثار العكسية، توصلت دراسة (Gill et al. (2015 إلى أن استقلالية أعضاء المجلس وكذلك خبرة العضو المنتدب يساعد على تخفيض دورة تحويل النقدية، بينما لم يكن للجنة المراجعة أو انفصال وظيفتي العضو المنتدب عن رئيس مجلس الإدارة أثر معنوي على دورة تحويل النقدية. وتوصلت دراسة (Narwal and Jindal (2017 إلى أن هناك علاقة معنوية عكسية بين بعض مقاييس الحوكمة (حجم مجلس الإدارة، وعدد المديرين غير التنفيذيين) وطول دورة تشغيل النقدية غير أن باقي مقاييس الحوكمة جاءت غير معنوية. كما وجدت دراسة (Khalaf and Al-Tarawaneh (2019 أن صغر حجم

مجلس الإدارة وخبرة المدير التنفيذي (كمقياسين للحوكمة) أدت إلى انخفاض دورة تحويل النقدية ومن ثم زيادة كفاءة إدارة رأس المال العامل.

أما على جانب الدراسات التي وجدت آثار موجبة، فقد توصلت دراسة (Zadeh 2016) إلى وجود أثر معنوي وإيجابي لكافة مقاييس الحوكمة المستخدمة في الدراسة (خبرة المدير التنفيذي، واستقلال المجلس وحجم المجلس) على دورة تحويل النقدية.

بينما لم تجد دراسات أخرى أي علاقة بين متغيرات الحوكمة وطول دورة تحويل النقدية، على سبيل المثال، توصلت دراسة (Gill and Birg 2013) إلى أن حوكمة الشركات تلعب دوراً محدوداً في تحسين إدارة رأس المال العامل مقاساً بطول دورة تحويل النقدية، حيث جاء مقياس واحد فقط من مقاييس الحوكمة (حجم المجلس) له تأثير معنوي عكسي على دورة تحويل النقدية فقط عند مستوى معنوية 10% ولم يكن لأي من المقاييس الثلاثة الأخرى المستخدمة (خبرة المدير التنفيذي، وازدواجية وظيفة المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، ولجنة المراجعة) تأثير معنوي. كما لم تجد دراسة سويدان وآخرون (2018) علاقة معنوية بين أي من مقاييس الحوكمة المستخدمة (انفصال وظيفتي العضو المنتدب عن رئيس مجلس الإدارة، وحجم المجلس، واستقلالية مجلس الإدارة، ولجنة المراجعة) وبين دورة تحويل النقدية.

وعلى جانب آخر فإن الحوكمة قد يكون لها تأثير معنوي على أرباح الشركة، حيث توصلت دراسة (Narwal and Jindal 2018) إلى أن حجم مجلس الإدارة وعدد اجتماعات المجلس، ومكافآت مجلس الإدارة كمقاييس للحوكمة وكذلك كفاءة إدارة رأس المال العامل (مقاساً بدورة تحويل النقدية) لهما أثر معنوي على ربحية الشركة، إلا أن الدراسة اختبرت كل من الحوكمة ودورة تحويل النقدية على الأرباح بشكل مستقل ولم تختبر التأثير الناتج عن التفاعل المشترك بينهما.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بتأثير الحوكمة على دورة تحويل النقدية جاءت متعارضة، فبينما رأَت بعض الدراسات وجود أثر إيجابي للحوكمة، رأَت دراسات أخرى وجود أثر سلبي، في حين لم يجد البعض أثر معنوي. كما اختلف أيضاً تأثير المقاييس الفردية المختلفة لحوكمة الشركات على دورة تحويل النقدية ومن ثم كفاءة إدارة رأس المال العامل بين الدراسات المختلفة. إضافة إلى أن الباحث لم يجد دراسات تناولت الأثر الناتج عن تلك العلاقة بين حوكمة الشركات ودورة تحويل النقدية على الربحية، حيث أن الدراسات التي تناولت تأثير المتغيرين على الربحية استخدمتهما كل بصورة منفصلة داخل الانحدار دون قياس التفاعل المشترك بينهما (Kayani et al., 2019; Narwal and Jindal, 2018) الأمر الذي يتطلب المزيد من البحث في ذلك المجال.

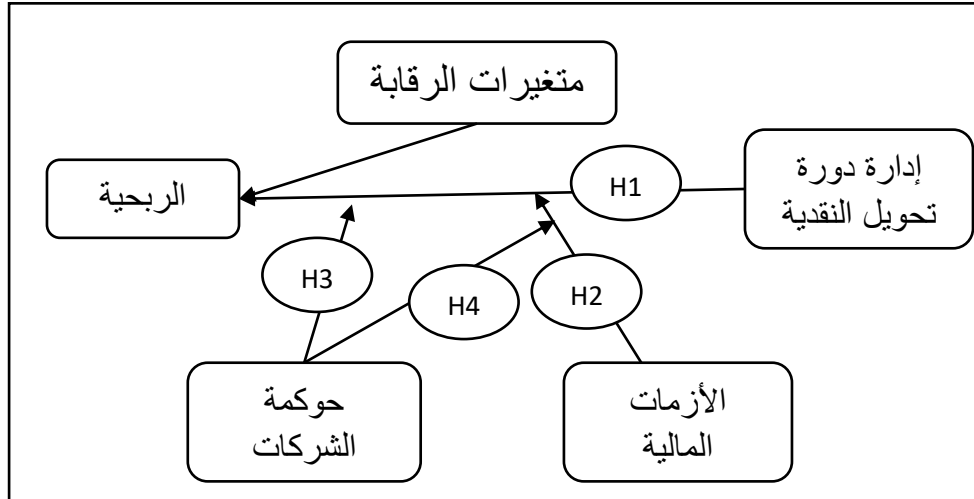
لذا يمكن صياغة فرض الدراسة الثالث غير محدد الاتجاه على النحو التالي:

H3: تؤثر حوكمة الشركات معنوياً على علاقة طول دورة تحويل النقدية بالربح المحاسبي لشركات قطاع المواد الأساسية المقيدة بالبورصة .

وعلى جانب آخر قدمت دراسات (Habib, 2023; Yoo et al., 2021; Broadstock et al., 2020) دليلاً على أن الشركات الأكثر استثماراً في أنشطة التنمية المستدامة والتي لديها حوكمة قوية كانت الأقل تعرضاً للمخاطر والأقل تأثراً من حيث الأداء المالي كنتيجة للأزمات، غير أن ذلك تفاوت بحسب القطاع الصناعي ومتوسط الأداء المالي للشركة. وبالتالي فإنه يمكن الاعتقاد بأن الحوكمة قد تسهم في تعديل تأثير الأزمات المالية على العلاقة بين إدارة دورة تحويل النقدية ورأس المال العامل، حيث قد يختلف هدف الحوكمة ومنظور إدارة رأس المال العامل من حيث الميل للسياسات المتحفظة (لتجنب المخاطر) أو الميل للسياسات الحادة لتحقيق الأرباح والحد من تعارض المصالح الناتج عن الوكالة، وذلك بحسب التعرض للأزمات من عدمه، وبالتالي فإن الأمر يتطلب اختبار دور حوكمة الشركات في تعديل تأثير الأزمات المالية على العلاقة بين طول دورة تحويل النقدية والربحية، وبالتالي يمكن صياغة فرض الدراسة الرابع على النحو التالي:

H4: يختلف التأثير المعنوي للأزمات المالية على علاقة طول دورة تحويل النقدية بالربح المحاسبي لشركات قطاع المواد الأساسية المقيدة بالبورصة باختلاف حوكمة الشركات .

ويمكن توضيح نموذج فروض البحث من خلال الشكل التالي:



شكل 1: نموذج اختبارات الفروض

من إعداد الباحث

7-4 الدراسة التطبيقية:

7-4-1 مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة بسوق المال السعودي خلال الفترة من 2007-2019. وقد تم استخدام عينة انتقائية تمثل أحد القطاعات فقط وهو قطاع المواد الأساسية. فنظراً لتأثير طبيعة القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على العلاقة بين الربحية ودورة تحويل النقدية (Lopez et al., 2020; Dash, 2019)، سيقوم الباحث بالتركيز على قطاع واحد، مستبعداً القطاعات الخدمية والطاقة والأخرى التي قد لا يتوافر لديها بند المخزون كأحد المكونات الأساسية لدورة تحويل النقدية، كذلك قطاع تجارة التجزئة والذي قد لا يتوافر لديه بند المدينون التجاريون بصورة جوهرية، كذلك استبعاد شركات تصنيع الأدوية والأغذية بسبب طبيعة الانتاج وتاريخ الصلاحية من نطاق الاختيار، وبالتالي تبقى 3 قطاعات أمكن المفاضلة بينها وهي قطاع المواد الأساسية، وقطاع السلع الرأسمالية، وقطاع السلع طويلة الأجل. وقد تم استخدام عينة الشركات في قطاع المواد الأساسية (حيث أنه يمثل أكبر القطاعات من حيث حجم المشاهدات، إضافة إلى توافر المخزون بذلك النشاط)، خلال الفترة من 2007 إلى 2019، وتم استبعاد عدد من الشركات التي لم يتوافر لديها البيانات الأساسية المطلوبة للبحث، وبلغ حجم العينة النهائي 42 شركة يمثلها 566 مشاهدة، توافر لها بيانات حساب دورة تحويل النقدية، و فقط 401 مشاهدة توافر لديها مؤشر الحوكمة المطور في الدراسة (حيث تم استبعاد المشاهدات التي لديها بيانات حوكمة غير متاحة حيث حدد الباحث الحد الأدنى لتوافر البيانات التي يمكن التعامل معها في 8 متغيرات على الأقل من إجمالي متغيرات المؤشر المستخدم والممثل بعدد 12 متغير).
7-4-2 نموذج الاختبارات الإحصائية.

تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد كاختبار أساسي لاختبار فروض الدراسة.

ولاختبار الفرض الأول تم استخدام معادلة الانحدار التالية:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (1)$$

ولاختبار الفرض الثاني تم استخدام معادلة الانحدار التالية:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ZSCORE_{it} + \beta_6 CCC_{it} * ZSCORE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (2)$$

ولاختبار الفرض الثالث تم استخدام معادلة الانحدار التالية:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 CG_{it} + \beta_6 CCC_{it} * CG_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (3)$$

ولاختبار الفرض الرابع تم استخدام معادلة الإنحدار التالية:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ZSCORE_{it} + \beta_6 CCC_{it} * ZSCORE_{it} + \beta_7 CG_{it} + \beta_8 CCC_{it} * CG_{it} + \beta_9 CCC_{it} * ZSCORE_{it} * CG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

حيث:

ROA	: العائد على الأصول	CCC	: دورة تحويل النقدية
LEV	: الرفع المالي	SIZE	: حجم الشركة
GROWHT	: معدل نمو المبيعات	ZSCORE	: الإعسار المالي للشركة.
CG	: مقياس الحوكمة	it	: الشركة (i) للسنة (t).

7-4-3 متغيرات الدراسة:

▪ المتغير المستقل (دورة تحويل النقدية CCC):

قدمت الدراسات مقاييس متعددة لقياس إدارة دورة تحويل النقدية:

- ركز البعض على الأنشطة الفردية التي تتضمنها هذه الدورة (Ares et al., 2021; Dash, 2019; Ahmad et al., 2018; Narwal and Jindal, 2018).
- والقليل منها ركز على قيمة العناصر التي تتضمنها في شكل مقياس نقدي (Anton and Nucu, 2021; Le, 2019).
- غالبية الدراسات اعتمد على مقياس مجمع يعبر عن طول دورة تحويل النقدية بالأيام (CCC) مثل (Prempeh and Amankona, 2020; Nastiti et al., 2020; Kayani et al., 2019; Le, 2019; Liu et a.l. 2019; Mantiri and Lee, 2019; Rafiq et al., 2019; Olaniseble and Ado, 2019; Nastiti et al., 2019; Altaf and Shah, 2018; Gonçalves et al., 2018; Moussa, 2018; Zadeh, 2016; Al-Rahahleh, 2016; Narwal and Jindal, 2018; Gill et al. 2015) حيث يتسم هذا المقياس بأنه يقدم قياس ديناميكي لسيولة الشركة (Kaushik and Chauhan, 2019).
- استخدم الكثير منها أيضاً المقياس المجمع CCC إلى جانب اختبار المقاييس الفردية المكون لهذا المقياس (Ares et al., 2021; Wassie, 2021; Rahman and Ahmed, 2021; Gotas, 2020; Lopez et al.,

2020; Kaushik and Chauhan, 2019; Jana, 2018; Nguyen and Nguyen, 2018; Perera and Priyashantha, 2018; Gill and Biger, 2013; Ching et al., 2011)

- لذلك يستخدم الباحث هذا المدخل الأخير، حيث يتم قياس طول دورة تحويل النقدية بالمعادلة الآتية (Ares et al., 2021; Wasie, 2021; Wang, 2019; Nobanee et al., 2011)

$$\text{دورة تحويل النقدية على مستوى الشركة} = \frac{365}{\left(\frac{\text{متوسط المخزون}}{\text{تكلفة البضاعة المباعة}} - \frac{\text{متوسط الدائنون}}{\text{تكلفة البضاعة المباعة}} + \frac{\text{متوسط المدينون}}{\text{المبيعات}} \right) \times}$$

حيث يتم احتساب دورة تحويل النقدية كالتالي (فترة تحويل المخزون + فترة التحصيل من العملاء - فترة السداد للموردين) حيث:

- دورة تحويل المخزون (IC) = (المخزون/ت. البضاعة المباعة) × 365

- فترة التحصيل من المدينين (RC) = (المدينين/المبيعات) × 365

- فترة السداد للدائنين (PC) = (الدائنين / تكلفة البضاعة المباعة) × 365

• **وكاختبار إضافي** سيستخدم الباحث المقاييس الفردية لمكونات دورة النقدية، والتي تشمل دورة المخزون، ودورة المدينين، ودورة الدائنين.

▪ **المتغير التابع (الربحية):**

استخدمت العديد من الدراسات في مجال البحث العديد من المقاييس لقياس الربحية، ولعل أكثر المقاييس التي استخدمتها الدراسات في حدود علم الباحث هو مقياس العائد على الأصول (Akguna and Karatas, 2021; Sorin and Nucu, 2021; Ares et al., 2021; Rahman and Ahmed, 2021; Prempeh and Amankona, 2020; Gotas, 2020; Dash, 2019; Kayani et al., 2019; Liu et al., 2019; Mantiri and Lee, 2019; Nastiti et al., 2019; Vukovic and Jaksic 2019; Moussa 2018; Jana, 2018; Ahmad et al., 2018; Nguyen and Nguyen, 2018; Altaf and Shah, 2018; Gonçalves et al., 2018)

لذلك يستخدم الباحث في هذه الدراسة:

▪ المقياس الرئيسي للربحية: العائد على الأصول ROA: ويساوي صافي الربح على إجمالي الأصول

▪ كمقياس بديل العائد على حقوق الملكية ROE: وذلك اتباعاً للعديد من الدراسات التي استخدمت أكثر من

مقياس للربحية. وهو يساوي صافي الربح على حقوق الملكية (عفيفي وعبد الرحمن، 2024؛ Akguna

and Karatas, 2021; Ares et al., 2021; Rahman and Ahmed, 2021; Dash, 2019; Kayani et al., 2019; Jana, 2018; Ahmed et al., 2018)

▪ المتغيران المعدلان

1- التعثر المالي (الأزمات المالية للشركات): حيث يقاس بمؤشر Altman J ZScore، ويقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كانت الشركة معرضة للتعثر المالي (إذا كانت قيمة ZScore أقل من 1.8) وصفر بخلاف ذلك.

2- الحوكمة:

تم قياس حوكمة الشركات من خلال تطوير مؤشر يتكون من 12 متغيراً يغطي أربعة أبعاد للحوكمة. ولتحقيق القدرة على التجميع، قام الباحث بتحويل متغيرات المؤشر إلى متغيرات وهمية. حيث تم قياس كل منها بمتغير وهمي يأخذ قيمة (1) إذا تم استيفاءه و(0) بخلاف ذلك، ثم تكون قيمة المؤشر هي النسبة المئوية لمجموع المتغيرات المستوفاة / عدد المتغيرات المتاحة لكل ملاحظة. وقد تم استبعاد أي مشاهدة لديها متغيرات حوكمة متاحة أقل من ثمانية متغيرات.

وقد تم اختيار متغيرات الحوكمة اعتماداً على لائحة حوكمة الشركات السعودية⁽¹⁾، واعتماداً على نتائج الدراسات السابقة بحيث تم التركيز على المتغيرات التي لم تتعارض نتائج الدراسات السابقة في تأثيراتها على قوة الحوكمة، حيث هناك بعض المتغيرات تعارضت التفسيرات بشأن تأثيرها على قوة الحوكمة مثل المتعلقة بالملكية (تركز الملكية، وملكية أعضاء المجلس للأسهم والملكية المؤسسية) حيث قد ينظر إليها على أنها قدرات لإحكام الرقابة من جانب، إلا أنها قد تمثل وسيلة لعدم الاستقلالية وتعارض المصالح لتحقيق المصالح الخاصة من خلال التأثير على القرارات، وهو ما نصت عليه المادة الحادية والأربعون من لائحة حوكمة الشركات السعودية. كذلك تم استبعاد متغير استخدمته العديد من الدراسات وهو ازدواجية وظيفة المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، إذ تمنع لائحة حوكمة الشركات السعودية الملزمة مثل تلك الازدواجية حتى وإن نص عليها النظام الأساسي للشركة.

وبناءً على ما سبق فقد تم اختيار 4 أبعاد حوكمية (خصائص مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، لجان المجلس الأخرى، جودة المراجعة الخارجية) تمثلها 12 متغير على النحو التالي:

¹ هيئة السوق المالية السعودية، لائحة حوكمة الشركات السعودية، قرار رقم 8-16-2017 والمعدل بالقرار 8-5-2023.

<https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/CorpGovReg.pdf>

جدول 2: متغيرات مؤشر الحوكمة المستخدم في الدراسة			
اسم المتغير	رمز المتغير	القياس	البعد الحوكمي
استقلالية أعضاء مجلس الإدارة	B_IND	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان نسبة الأعضاء المستقلين يساوي على الأقل متوسط نسبة الأعضاء المستقلين بالعينة وصفر بخلاف ذلك	خصائص مجلس الإدارة
حجم مجلس الإدارة	B_SIZE	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان حجم المجلس يساوي على الأقل متوسط حجم المجلس بالعينة وصفر بخلاف ذلك	خصائص مجلس الإدارة
نشاط المجلس (عدد الاجتماعات)	B_MEET	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان عدد اجتماعات المجلس يساوي على الأقل متوسط عدد اجتماعات المجلس بالعينة وصفر بخلاف ذلك	خصائص مجلس الإدارة
نسبة أعضاء مجلس المراجعة غير التنفيذيين	B_NONEXCUT	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان نسبة عدد الأعضاء غير التنفيذيين بالمجلس يساوي على الأقل متوسط نسبة الأعضاء غير التنفيذيين بالعينة وصفر بخلاف ذلك	خصائص مجلس الإدارة
الخبرة المالية لأعضاء لجنة المراجعة	AC_EXP	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان نسبة أعضاء اللجنة ذوي الخبرات لإجمالي الأعضاء تساوي على الأقل متوسط نسبة أعضاء اللجنة ذوي الخبرات المالية بالعينة وصفر بخلاف ذلك	لجنة المراجعة
استقلالية أعضاء لجنة المراجعة	AC_IND	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان نسبة الأعضاء المستقلين تساوي على الأقل نسبة الأعضاء المستقلين بالعينة وصفر بخلاف ذلك	لجنة المراجعة
حجم لجنة المراجعة	AC_SIZE	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان حجم اللجنة يساوي على الأقل متوسط حجم اللجان بالعينة وصفر بخلاف ذلك	لجنة المراجعة
نشاط لجنة المراجعة	AC_MEET	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان عدد اجتماعات اللجنة يساوي على الأقل متوسط عدد اجتماعات اللجنة بالعينة وصفر بخلاف ذلك	لجنة المراجعة
استقلالية لجنة المكافآت	R_IND	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان نسبة الأعضاء المستقلين تساوي على الأقل نسبة الأعضاء المستقلين بالعينة وصفر بخلاف ذلك	لجان المجلس الأخرى
استقلالية لجنة الترشيحات	N_IND	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان نسبة الأعضاء المستقلين تساوي على الأقل نسبة الأعضاء المستقلين بالعينة وصفر بخلاف ذلك	لجان المجلس الأخرى
توافر لجنة إدارة المخاطر	RMC	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان هناك لجنة لإدارة المخاطر وصفر بخلاف ذلك	لجان المجلس الأخرى
جودة المراجعة الخارجية	AQ	يقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المراجع ينتمي إلى أحد مكاتب الأربعة الكبرى وصفر بخلاف ذلك	المراجعة الخارجية

وكاختبار إضافي، حيث ركزت العديد من الدراسات التي تناولت دور الحوكمة على دورة تحويل النقدية على مقاييس مجلس الإدارة بصورة منفردة مثل دراسات (Gill et al., 2015; Gill and Birg, 2013; Al-Rahahleh, 2016)، من خلال استخدام مقاييس أهمها الاستقلال والحجم وعدد الاجتماعات، إذ أن مجلس الإدارة هو المنوط به وضع السياسات المرتبطة بدورة تحويل النقدية. ومن ثم سيقوم الباحث بإعادة الاختبارات في ظل كل مقياس من تلك المقاييس على حدة.

متغيرات الرقابة:

استناداً على ما قدمته العديد من الدراسات السابقة من متغيرات الرقابة للعلاقة بين طول دورة تحويل النقدية (إدارة رأس المال العامل) وربحية الشركات فإن الباحث يستخدم متغيرات الرقابة التالية:

▪ **حجم الشركة (SIZE):** مقياساً بلوغاريتم إجمالي الأصول (Akgun and Karatas, 2021; Ares et al., 2021; Rahman and Ahmed, 2021; Nastiti et al., 2020; Lopez et al., 2020; Dash, 2019; Liu et al., 2019)

▪ **الرفع المالي (LEV):** مقياساً بإجمالي الالتزامات على إجمالي الملكية (Akgun and Karatas, 2021; Ares et al., 2021; Rahman and Ahmed, 2021; Prempeh and Amankona, 2020; Nastiti et al., 2020; Lopez et al., 2020; Liu et al., 2019)

▪ **نمو الشركة (GROWTH):** مقياساً بالتغير في المبيعات مقسوماً على مبيعات فترة الأساس (Rahman and Ahmed, 2021; Nastiti et al., 2020; Lopez et al., 2020; Liu et al., 2019)

وقد تم استخدام نفس المتغيرات الثلاث في دراسة العلاقة بين الحوكمة ودورة تحويل النقدية من قبل الدراسات السابقة (Gill et al., 2015; Gill and Biger, 2013)

7-4-4 الإحصاء الوصفي:

يوضح جدول رقم (3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، حيث يتضح أن متوسط قوة الحوكمة بناء على مؤشر الدراسة للشركات بقطاع المواد الأساسية بلغ 40.5% خلال فترة الدراسة، كما كان متوسط طول دورة تحويل النقدية للقطاع 172 يوماً. وأن متوسط 39% من الشركات لديها أزمات مالية.

جدول 3: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة				
	N	Mean	Median	Std. Deviation
ROA	566	.082	.065	.090
EPS	566	2.396	1.688	2.788
LEV	566	.354	.332	.208
GROWTH	566	6.169	.037	135.757
SIZE	566	14.824	14.635	1.564
CG	385	.405	.455	.146
CCC	566	172.965	135.320	151.376
ZSCORE	566	.39	.00	.489

وقد قام الباحث باختبار شكل العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربحية حيث أشارت بعض الدراسات إلى أن تلك العلاقة قد تأخذ شكل دالة أسية (Prempeh and Amankona, 2020; Ares et al., 2021). وجاءت النتائج لتبين أن بيانات العينة تناسب بصورة معنوية العلاقة الخطية بشكل أكثر معنوية من الدالة

الاسية، حيث أن احصائية (F) كانت أكبر للعلاقة الخطية، وبالتالي سيتم الاعتماد على العلاقة الخطية بين المتغيرات لاختبار فروض الدراسة.

جدول 4: اختبار شكل العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربحية									
Dependent Variable:ROA									
Equation	Model Summary					Parameter Estimates			
	R Square	F	df1	df2	Sig.	Constant	b1	b2	b3
Linear	.019	10.969	1	564	.000	.096	-8.251E-5		
Quadratic	.034	9.858	2	563	.000	.090	1.577E-5	-2.100E-7	
Cubic	.035	6.846	3	562	.000	.093	9.022E-6	-2.978E-7	1.542E-10

The independent variable is CCC.

كما يوضح جدول رقم (5) معاملات الارتباط بين المتغيرات

جدول 5: معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة								
	EPS	ROA	LEV	GROWT H	SIZE	CCC	CG	ZSCORE
EPS	1	.766**	-.248**	-.035	.189**	-.168**	.218**	-.368**
ROA		1	-.524**	-.035	-.087*	-.138**	.108*	-.507**
LEV			1	-.019	.269**	-.097*	.008	.709**
GROWTH				1	-.012	-.055	-.078	-.031
SIZE					1	-.178**	.380**	.219**
CCC						1	-.121*	.031
CG							1	.048
ZSCORE								1

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

وتشير معاملات الارتباط إلى أن هناك علاقة عكسية معنوية بين طول دور تحويل النقدية وبين ربحية الشركة، بما يشير إلى أن تخفيض طول دورة إدارة النقدية تؤدي إلى زيادة الربحية. بينما يرتبط الإعسار المالي عكسياً مع الأرباح بما يشير إلى أن الشركات التي تواجه أزمات مالية تحقق أرباحاً أقل أو ربما خسائر أكبر، بينما ترتبط الحوكمة طرئاً بصورة معنوية مع الأرباح. كما تشير علاقات الارتباط السابقة إلى أن الحوكمة ترتبط عكسياً بصورة معنوية بطول دورة تحويل النقدية (ومن ثم زيادة كفاءة إدارة رأس المال العامل)، بينما ترتبط الأزمات المالية بصورة طردية غير معنوية بطول دورة تحويل النقدية، بمعنى أن الحوكمة والأزمات المالية يعملان في اتجاهين متعاكسين في تأثيرهما على إدارة رأس المال العامل من خلال طول دورة تحويل النقدية، غير أن دراسة تلك العلاقات والتأثيرات المعدلة للأزمات المالية والحوكمة على علاقة دورة تحويل النقدية بالأرباح يحتاج إلى اختبارها من خلال اختبارات الفروض باستخدام نماذج الانحدار وفي ضوء وجود المتغيرات الرقابية.

7-4-5 اختبارات الفروض:

لاختبار فرض الدراسة الأول تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد وفقاً للمعادلة رقم (1)، وجاءت النتائج كما بالجدول رقم (6). وتشير نتائج اختبار فرض الدراسة الأول (Test 1) إلى أن دورة تحويل النقدية لها تأثير معنوي على ربحية الشركات؛ حيث أن تخفيض دورة تحويل النقدية يؤدي إلى زيادة ربحية الشركة بصورة معنوية، بما يدعم من قبول فرض الدراسة الأول.

أما نتائج اختبار الفرض الثاني (Test 2) بجدول رقم (6) فتشير إلى معنوية التأثير المُعدّل للأزمات المالية للشركات على العلاقة بين إدارة دورة تحويل النقدية والربحية وذلك عند مستوى معنوية 5%، حيث أشارت النتائج إلى أنه في ظل الأزمات المالية فإن الشركات تتبع سياسات تؤدي إلى زيادة طول دورة النقدية مما يؤدي إلى زيادة الأرباح المحاسبية لتلك الشركات المتعثرة أو الحد من خسائرها، حيث جاء المتغير الدال على ذلك الأثر المعدل (CCC*Zscore) بمستوى P-value يساوي (0.000) حيث كانت إحصائية (t) تساوي 3.623، ويدعم ذلك من فرض الدراسة الثاني. غير أنه يمكن تفسير طول دورة النقدية في هذا السياق من منظورين، الأول التوسع في سياسة البيع الأجل مما يؤدي إلى زيادة طول دورة المدينين، إلا أن أثر ذلك على طول دورة المخزون قد يكون متباين في ظل الأزمات المالية فقد تسعى الشركة لزيادة مستويات المخزون لمواكبة التوسع في البيع الأجل، ومن ثم زيادة طول دورة المخزون، وقد لا يتوافر سيولة كافية في ظل الأزمات المالية وصعوبة الحصول على التمويل خاصة مع التوسع في البيع الأجل لزيادة مستويات المخزون لتعويض التوسع في البيع الأجل، ومن ثم تخفض طول دورة المخزون. والتفسير الثاني هو الحد سياسات البيع الأجل بما قد يزيد من طول دورة المخزون ويخفض من طول دورة المدينين. وللحصول على فهم لتلك التأثيرات فسيتم إجراء اختبارات إضافية لاختبار تأثير كل دورة بصورة مستقلة.

أما فيما يتعلق بتأثير حوكمة الشركات المُعدّل، فتشير نتائج اختبار فرض الدراسة الثالث (Test 3) بجدول رقم (6) لعدم وجود تأثير معدل معنوي لحوكمة الشركات على العلاقة بين دورة تحويل النقدية وربحية الشركات عند مستوى معنوية 5% وذلك على مستوى العينة الكلية، حيث جاءت قيمة P-value تساوي (0.058). للمتغير الدال على التأثير المعدل (CCC*CG)، بما يشير إلى عدم قبول فرض الدراسة الثالث. غير أن النتائج الخاصة باختبار الفرض الرابع (Test 4) تشير إلى أن الحوكمة لها تأثير معنوي على علاقة إدارة دورة تحويل النقدية والربحية في ظل الشركات التي تواجه أزمات مالة مقارنة بالشركات الأخرى، حيث جاء المتغير (CCC*ZSCORE*CG) معنوياً وسالباً، بما يشير إلى أن الحوكمة الجيدة يمكنها تحسين كفاءة دورة تحويل النقدية للشركات التي تواجه أزمات مالية، وهو ما ينعكس على الربحية بصورة أكبر. ومن ثم تدعم النتائج فرض الدراسة الرابع، وتؤيد أن الحوكمة تلعب دوراً هاماً يظهر أهميته بصورة معنوية في ظل الأزمات المالية.

جدول 6: اختبار فروض الدراسة

	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
CCC	-.190*** (-5.325) .000	-.324*** (-5.743) .000	-.370*** (-3.192) .002	-.729*** (-4.303) .000
LEV	-.550*** (-15.129) .000	-.383*** (-7.789) .000	-.670*** (-15.073) .000	-.525*** (-4.303) .000
GROWTH	-.055 (-1.580) .115	-.066* (-1.925) .055	-.065 (-1.619) .106	-.078** (-1.976) .049
SIZE	.026 (.713) .476	.047 (1.321) .187	.172*** 3.500 .001	.179*** (3.720) .000
ZSCORE		-.385*** (-6.177) .000		-.323*** (-4.057) .000
CCC*ZSCORE		.251*** (3.623) .000		.643*** (3.713) .000
CG			-.056 (-.904) .366	-.060 (-.937) .349
CCC*CG			.226* (1.900) .058	.460*** (2.913) .004
CCC*CG*ZSCORE				-.401*** (-2.677) .008
N	565	565	384	384
Adj. R2	.309	.351	.395	.426
F	64.169	51.920	42.797	32.720
sig	.000	.000	.000	.000

يمثل الرقم الأول أمام كل متغير قيمة معامل بيتا المعياري، أما الرقم الثاني بين القوسين فيمثل إحصائية الاختبار (t)، كما يمثل الرقم الثالث قيمة مستوى (P-Value). بينما تمثل *، **، *** مستوى معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

7-4-6 اختبارات إضافية:

7-4-6-1 تقسيم العينة إلى عينة من شركات لديها CCC طويلة وأخرى لديها CCC قصيرة:

فقد أوضحت نتائج بعض الدراسات السابقة أن علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية وتأثيرات الإعسار المالي للشركات يتوقف على ما إذا كانت الشركة لديها دورة تحويل نقدية طويلة أم قصيرة (El-Sady et al., 2022; Chang, 2018)، أو حتى سالبة (Szpulak, 2016)، وبالتالي قام الباحث بإعادة الاختبارات مع تقسيم الشركات

لمجموعة ذات دورات تحويل نقدية طويلة (أكبر من وسيط طول دورة تحويل النقدية 135.32 يوم) وأخرى ذات دورات تحويل نقدية قصيرة (أقل من الوسيط). وجاءت النتائج لتشير إلى الآتي:

- بالنسبة لاختبار فرض الدراسة الأول (جدول رقم 7) فإن الشركات ذات المستويات المرتفعة من طول دورة تحويل النقدية ارتبط فيها طول دورة تحويل النقدية عكسياً مع الأرباح، أما الشركات ذات قصر دورة تحويل النقدية فلم يكن هناك تأثير لطول دورة تحويل النقدية على الأرباح، بما يشير إلى تحقق فرض الدراسة الأول فقط للشركات التي لديها دورات تحويل نقدية طويلة حيث يؤدي العمل على تخفيض طول تلك الدورات إلى تأثير إيجابي على الأرباح.

- بالنسبة لاختبار فرض الدراسة الثاني (جدول رقم 7) فإن الأزمات المالية لكلاً من عینتي الشركات كان لها أثر معدل موجب على علاقة طول دورة تحويل النقدية بالربحية، وهو ما يدعم فرض الدراسة الثاني لكلا المجموعتين.

جدول 7: اختبار فرضي الدراسة الأول والثاني مع تقسيم العينة إلى عینتين فرعيتين

	H1		H2	
	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
	Short CCC	Long CCC	Short CCC	Long CCC
CCC	-.040 (-.813)	-.242*** (-4.918)	-.296*** (-2.947)	-.393*** (-4.628)
LEV	.417 -.586*** (-11.661)	.000 -.541*** (-10.597)	.003 -.436*** (-6.305)	.000 -.366*** (-5.326)
GROWTH	.000 -.071*** (-1.464)	.000 .133*** (2.692)	.000 -.092* (-1.938)	.000 .132*** (2.760)
SIZE	.008 -.008 (-.149)	.008 .152*** (2.999)	.054 -.005 (-.102)	.006 .205*** (4.048)
ZSCORE	.882	.003	.919 -.358*** (-4.215)	.000 -.572*** (-4.470)
CCC*ZSCORE			.000 .285*** (2.655)	.000 .429*** (2.970)
N	282	282	282	282
Adj. R2	.347	.336	.374	.372
F	36.977	35.173	29.024	28.819
sig	.000	.000	.000	.000

يمثل الرقم الأول أمام كل متغير قيمة معامل بيتا المعياري، أما الرقم الثاني بين القوسين فيمثل إحصائية الاختبار (t)، كما يمثل الرقم الثالث قيمة مستوى (P-Value). بينما تمثل *، **، *** مستوى معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

- بالنسبة لاختبار الفرض الثالث (جدول رقم 8) فإن حوكمة الشركات كان لها أثر معدل موجب على علاقة طول دورة النقدية بالربحية وذلك فقط للشركات ذات دورة تحويل النقدية القصيرة، أما الشركات ذات طول دورة النقدية الطويلة فلم يكن للحوكمة تأثير على علاقة طول CCC والربحية، وبالتالي يمكن قبول فرض الدراسة الثالث والقائل بأن الحوكمة تعدل من العلاقة بين CCC والربحية وذلك فقط لعينة الشركات ذات دورة تحويل النقدية القصيرة، وذلك بمعزل عن الأزمات المالية التي تتعرض لها الشركات.
- بالنسبة لاختبار الفرض الرابع (جدول رقم 8) فإن حوكمة الشركات كان لها أثر معدل على تأثير الأزمات المالية للشركة على علاقة CCC بالربحية وذلك فقط للشركات ذات دورة تحويل النقدية الطويلة، أما الشركات ذات طول دورة النقدية القصيرة فلم يكن للحوكمة تأثير معدل على أثر الأزمات المالية على علاقة CCC بالربحية، وبالتالي يمكن قبول فرض الدراسة الرابع فقط والقائل بأن الحوكمة تعدل من تأثير الأزمات المالية على علاقة CCC بالربحية وذلك لعينة الشركات ذات طول دورة النقدية الطويلة، حيث تؤدي الحوكمة إلى تحسين إدارة رأس المال العامل من خلال تخفيض طول دورة تحويل النقدية للشركات المتعثرة ذات الدورات الطويلة بما يحسن من الربحية.

جدول 8: اختبار فرضي الدراسة الثالث والرابع مع تقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين

	H3		H4	
	Test (1) Short CCC	Test (2) Long CCC	Test (3) Short CCC	Test (4) Long CCC
CCC	-.735*** (-6.146) .002	-.035 (-.211) .833	-1.151*** (-3.700) .000	-.494** (-2.131) .034
LEV	-.739*** (-12.218) .000	-.653*** (-10668) .000	-.729*** (-7.517) .000	-.372*** (-4.321) .000
GROWTH	-.115** (-2.053) .042	.079 (1.388) .167	-.144** (-2.542) .012	.066 (1.264) .208
SIZE	.144** (2.087) .038	.267*** (4.296) .000	.154** (2.218) .028	.331*** (5.588) .000
ZSCORE			-.184 (-1.613) .109	-.708*** (-4.868) .000
CCC*ZSCORE			.449 (1.347) .180	1.059** * (4.161) .000
CG	-.168** (-2.071) .040	.244* (1.861) .064	-.204** (-2.464) .015	.146 (1.110) .744

CCC*CG	.726*** (3.162)	-.282 (-1.436)	.875*** (3.170)	.076 (.327)
	.002	.153	.002	.744
CCC*CG*ZSCO RE			-.137 (-.453)	-.567*** (-2.961)
			.651	.003
N	181	202	181	202
Adj. R2	.476	.404	.511	.520
F	28.376	23.859	19.936	23.206
sig	.000	.000	.000	.000

يمثل الرقم الأول أمام كل متغير قيمة معامل بيتا المعياري، أما الرقم الثاني بين القوسين فيمثل إحصائية الاختبار (t)، كما يمثل الرقم الثالث قيمة مستوى (P-Value). بينما تمثل *، **، *** مستوى معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

وتشير خلاصة النتائج إلى أن الدور الحوكمي يظهر في حالات التعثر المالي للشركات لتعديل تأثير ذلك التعثر على العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربحية للشركات وذلك فقط للشركات ذات دورات النقدية الطويلة، حيث في ظل الدورات الطويلة يؤدي تخفيض الدورات إلى زيادة الربحية بشكل معنوي (نتيجة الفرض الأول)، غير أن التعثر المالي يؤدي إلى التأثير على تلك العلاقة بأثر عكسي (نتيجة الفرض الثاني) حيث قد تسعى الإدارة إلى التوسع في البيع الآجل لتحقيق ربحية للشركة وفي نفس الوقت زيادة الاستثمارات في المخزون بما يحسن من صورة نسب السيولة وقد يكون ذلك على حساب الانفاق الاستثماري، وهنا يأتي دور الحوكمة لإعادة العلاقة إلى طبيعتها والعمل على تخفيض طول تلك الدورات الطويلة لينعكس ذلك معنوياً على الأرباح. أما في ظل الشركات ذات الدورات القصيرة فإن زيادة تلك الدورات في ظل الأزمات المالية يؤدي إلى زيادة الربحية وهنا لا تتدخل الحوكمة حيث أن زيادة طول الدورات في ظل الأزمات المالية للشركات ذات الدورات القصيرة قد يكون أمراً مبرراً.

7-4-6-2 اختبار تأثير الدورات الفردية (دورة المخزون، ودورة المدينون، ودورة الدائنين)

قد يكون لسياسات الشركة المتعلقة بالبيع الآجل تأثيرات متعارضة على طول دورة تحويل النقدية، ويتوقف ذلك على تفاعل مكونات دورة تحويل النقدية معاً، فالتوسع في سياسة البيع الآجل يؤدي إلى طول دورة المدينين، إلا أن انعكاس ذلك على طول دورة المخزون قد يختلف بحسب قدرة الشركة على توفير السيولة لتوفير كميات المخزون التي تواكب التوسع في البيع الآجل، فإذا لم تستطع الشركة توفير السيولة اللازمة للاستثمار في المخزون فقد يؤدي التوسع في البيع الآجل إلى انخفاض الاستثمار في المخزون، خاصة إذا لم تكن الشركة قادرة على الحصول على ائتمان من الموردين. ويرى الباحث أن نجاح تلك السياسات إنما يتوقف في النهاية على قدرة الشركة على التحصيل من المدينين وكذلك مستوى الإعسار المالي، وقدرتها على تأخير السداد للدائنين من خلال علاقاتها الجيدة مع الموردين. وبالتالي فإن الأمر يتطلب اختبار العلاقات السابقة لكل دورة فرعية من دورات تحويل النقدية كما يلي.

أ- أثر إدارة دورة المخزون (IC):

حيث تشير النتائج إلى أن إدارة دورة تحويل المخزون لها تأثير معنوي على أرباح الشركات، حيث يترتب على تخفيض طول دورة تحويل المخزون زيادة الأرباح بصفة عامة، ولم يكن للأزمات المالية أثراً معدداً على تلك العلاقة عند مستوى معنوية 5% حيث كانت معنوية وموجبة فقط عند مستوى 10%، بما يشير إلى أن الشركات في ظل الأزمات المالية تسعى لاتباع سياسات متحفظة إلا أن تلك السياسة لم تنعكس على الأرباح بصورة معنوية، حيث قد يكون المبالغة في السياسة المتحفظة من خلال الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من المخزون يحد من قدرة تلك الشركات على تحسين مستويات الربحية. كما أشارت النتائج إلى أن الحوكمة بصفة عامة لم تؤثر على علاقة إدارة دورة المخزون بالأرباح بصفة عامة على مستوى العينة ككل، إلا أن أثر الحوكمة ظهر بصورة معنوية خلال فترة الازمات المالية، حيث تسهم حوكمة الشركات في تحسين علاقة كفاءة إدارة رأس المال العامل المتعلق ببند المخزون من خلال تخفيض طول دورة بقاء المخزون في المخازن في ظل الأزمات المالية وهو ما ينعكس على الأرباح.

جدول 9: اختبار إضافي لأثر إدارة دورة المخزون الفرعية

	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
IC	-1.118*** (-3.327) .001	-1.162*** (-2.749) .006	-2.226** (-2.101) .036	-4.434*** (-3.017) .003
LEV	-5.548*** (-14.991) .000	-0.068 (-1.239) .216	-5.561*** (-11.808) .000	-2.269*** (-3.761) .000
GROWTH	-0.042 (-1.94) .233	-0.040 (-1.080) .281	-0.036 (-.856) .392	-0.029 (-.736) .462
SIZE	0.049 (1.347) .178	0.287*** (7.350) .000	0.453*** (8.801) .000	0.459*** (9.390) .000
ZSCORE		-0.451*** (-6.454) .000		-4.438*** (-5.103) .000
IC*ZSCORE		0.124* (1.672) .095		0.643*** (4.310) .000
CG			-0.013 (-.192) .848	0.032 (.485) .628
IC*CG			0.129 (1.127)	0.314** (2.398)

			.260	.017
IC*CG*ZSCORE				-.499*** (-3.850)
				.000
N	580	565	384	384
Adj. R2	.286	.217	.321	.398
F	58.952	27.068	31.205	29.182
sig	.000	.000	.000	.000

يمثل الرقم الأول أمام كل متغير قيمة معامل بيتا المعياري، أما الرقم الثاني بين القوسين فيمثل إحصائية الاختبار (t)، كما يمثل الرقم الثالث قيمة مستوى (P-Value). بينما تمثل *، **، *** مستوى معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

ب- أثر إدارة دورة المدنين (RC):

جاءت النتائج لتشير إلى أن العلاقة بين طول فترة التحصيل من المدنين والربحية سالبة ومعنوية بصفة عامة. غير أنه في ظل الأزمات المالية فإن الشركات تسعى للتوسع في سياسات منح الائتمان لزيادة المبيعات ومن ثم زيادة الأرباح المحاسبية وفقاً لأساس الاستحقاق، أو الحد من الخسائر. ولم يكن للحكومة تأثيراً معنوياً في ظل الأزمات على التأثير على علاقة طول دورة المدنين والربحية.

جدول 10: اختبار إضافي لأثر دورة المدنين الفرعية

	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
RC	-.070** (-1.977) .049	-.536*** (-10.210) .000	-.124 (-.891) .374	-.623*** (-3.536) .000
LEV	-.501*** (-13.671) .000	-.286*** (-6.177) .000	-.580*** (-12.595) .000	-.410*** (-6.568) .000
GROWTH	-.042 (-1.192) .234	-.066** (-2.066) .039	-.054 (-1.372) .171	-.069* (-1.876) .061
SIZE	.026 (.699) .485	.051 (1.546) .123	.154*** (3.229) .001	.181*** (4.009) .000
ZSCORE		-.590*** (-8.276) .000		-.635*** (-7.134) .000
RC*ZSCORE		.514*** (6.268) .000		.815*** (4.477) .000
CG			.097 (1.121) .263	.024 (.279) .781

RC*CG			-125	.119
			(-.816)	(.643)
			.415	.521
RC*CG*ZSCORE				-.202
				(-1.239)
				.216
N	598	565	384	384
Adj. R2	.244	.424	.414	.496
F	49.230	70.406	46.159	40.955
sig	.000	.000	.000	.000

يمثل الرقم الأول أمام كل متغير قيمة معامل بيتا المعياري، أما الرقم الثاني بين القوسين فيمثل إحصائية الاختبار (t)، كما يمثل الرقم الثالث قيمة مستوى (P-Value). بينما تمثل *، **، *** مستوى معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

ج- أثر إدارة دورة الدائنين (PC):

أشارت النتائج (جدول رقم 11) إلى عدم وجود تأثير لدورة الدائنين على ربحية الشركة، ولم يكن لأي من الأزمات المالية أو حوكمة الشركات، أو التفاعل المشترك بين حوكمة الشركات والأزمات المالية تأثيراً معنوياً على تلك العلاقة، بما يشير إلى أن إدارة دورة تحويل الدائنين ليست هي المحدد للربحية في الشركات.

جدول 11: اختبار إضافي لأثر دورة الدائنين الفرعية

	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
PC	-.026 (-.723) .470	-.025 (-.280) .779	-.189 (-1.267) .203	-.320 (-1.511) .132
LEV	-.537*** (-14.545) .000	-.348*** (-6.926) .000	-.660*** (-14.523) .000	-.477*** (-7.018) .000
GROWTH	-.043 (-1.215) .225	-.046 (-1.260) .208	-.023 (-.526) .599	-.017 (-.357) .721
SIZE	.056 (1.522) .128	.070* (1.886) .060	.206*** (4.164) .000	.199*** (4.044) .000
ZSCORE		-.269*** (-4.546) .000		-.246*** (-3.146) .002
PC*ZSCORE		-.007 (-.072) .943		.342 (1.387) .166
CG			.007 (.127) .899	.006 (.100) .920
PC*CG			.141 (.929) .354	.399 (1.468)

			.143
IC*CG*ZSCORE			-.443
			(-1.603)
			.110
N	577	565	384
Adj. R2	.273	.311	.390
F	55.242	43.540	28.334
sig	.000	.000	.000

يمثل الرقم الأول أمام كل متغير قيمة معامل بيتا المعياري، أما الرقم الثاني بين القوسين فيمثل إحصائية الاختبار (t)، كما يمثل الرقم الثالث قيمة مستوى (P-Value). بينما تمثل *، **، *** مستوى معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

ويخلص الباحث من النتائج السابقة إلى أنه في ظل التفاعل المشترك بين الحوكمة والأزمات المالية، كان للحوكمة الأثر الأكبر للتغلب على مشاكل الأزمات المالية فيما يتعلق بإدارة المخزون، غير أن تأثير الأزمات المالية كان هو ذو التأثير الأكبر فيما يتعلق بإدارة حسابات المدينين. حيث يشير تأثير الحوكمة إلى العمل على زيادة كفاءة إدارة رأس المال العامل لتحقيق الأرباح من خلال تخفيض طول دورة المخزون وكان ذلك معنوياً، والحد من التوسع في منح الائتمان للعملاء غير أن ذلك جاء غير معنوياً، بينما يشير تأثير الأزمات المالية إلى اتجاه التوسع في سياسات البيع الآجل لتحقيق مبيعات لتحقيق أرباح محاسبية (أو تخفيض الخسائر) ومن ثم زيادة طول فترة التحصيل وهو ما كان معنوياً، الأمر الذي يترتب عليه ضرورة الاحتفاظ بكميات من المخزون بالمخازن وهو ما كان غير معنوياً.

أما فيما يتعلق بإدارة دورة السداد للدائنين، فقد أظهرت النتائج عدم وجود تأثير لدورة الدائنين على ربحية الشركة، ولم يكن لأي من الأزمات المالية أو حوكمة الشركات، أو التفاعل المشترك بين حوكمة الشركات والأزمات المالية تأثيراً معنوياً على تلك العلاقة، لما يشير إلى أن إدارة دورة تحويل الدائنين ليست هي المحدد للربحية في الشركات، وإنما العامل المؤثر يرجع إلى إدارة المخزون والمدينين.

ويخلص الباحث تلك النتائج في جدول رقم (12)

جدول 12: ملخص نتائج اختبارات الفروض على مستوى دورة تحول النقدية ككل وعلى مستوى الدورات الفرعية

تأثير الدورات ومتغيراتها المعدلة على الربحية			
دورة المخزون IC	دورة التحصيل من المدينين RC	دورة السداد للدائنين PC	دورة تحويل النقدية الإجمالية CCC
- معنوي ***	- معنوي **	- غير معنوي	- معنوي ***
+ غير معنوي *	+ معنوي ***	- غير معنوي	+ معنوي ***
- غير معنوي	- معنوي	+ غير معنوي	- غير معنوي *
- معنوي ***	- غير معنوي	- غير معنوي	- معنوي ***

أثر طول الدورة
الأثر المعدل للأزمات المالية
الأثر المعدل للحوكمة
الأثر المعدل للحوكمة في ظل الأزمات

نشير (*)، (**)، (***) إلى مستوى معنوية عند 10%، 5%، و1% على التوالي

7-4-6-3 استخدام مقياس العائد على السهم كمقياس بديل للربحية

تم استخدام العائد على السهم (EPS) كمقياس بديل للربحية، وقد أيدت نتائج الاختبارات الإضافية (جدول رقم 13) النتائج التي تم التوصل إليها، حيث كان هناك علاقة عكسية بين طول دورة تحويل النقدية وبين الربحية، غير أن تلك العلاقة تنعكس في ظل الأزمات المالية حيث تميل الشركات إلى زيادة التوسع في البيع الآجل لزيادة الربحية أو لتخفيض الخسائر، إلا أن حوكمة الشركات يكون لها دور أكبر في الحد من تلك السياسات والعمل على إحداث التوازن بين سياسات البيع الآجل وإدارة المخزون في ظل الأزمات المالية مما ينعكس بصورة أكثر إيجابية على الأرباح.

جدول 13: اختبار فروض الدراسة

	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
CCC	-0.158*** (-4.007) .000	-0.294*** (-4.799) .000	-0.277** (-2.252) .025	-0.670*** (-3.899) .000
LEV	-0.331*** (-8.203) .000	-0.068 (-1.283) .200	-0.549*** (-11.652) .000	-0.249*** (-3.653) .000
GROWTH	-0.047 (-1.213) .226	-0.059 (-1.612) .108	-0.054 (-1.264) .207	-0.070* (-1.747) .081
SIZE	0.249*** (6.103) .000	0.277*** (7.145) .000	0.446*** (8.548) .000	0.452*** (9.271) .000
ZSCORE		-0.535*** (-7.913) .000		-0.571*** (-7.072) .000
CCC*ZSCORE		0.276*** (3.666) .000		0.835*** (4.749) .000
CG			-0.277** (-2.252) .025	-0.001 (-0.018) .986
CCC*CG			0.185 (1.466) .143	0.417** (2.603) .010
CCC*CG*ZSCORE				-0.496*** (-3.265) .001

N	565	565	384	384
Adj. R2	.151	.237	.321	.410
F	26.136	30.275	31.190	30.597
sig	.000	.000	.000	.000

يمثل الرقم الأول أمام كل متغير قيمة معامل بيتا المعياري، أما الرقم الثاني بين القوسين فيمثل إحصائية الاختبار (t)، كما يمثل الرقم الثالث قيمة مستوى (P-Value). بينما تمثل *، **، *** مستوى معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

7-4-6-4 اختبار تأثير مقاييس مجلس الإدارة (كمغيرات فردية للحوكمة):

حيث تم اختبار أثر كل من حجم المجلس واستقلالية المجلس ونشاط المجلس على تأثير الأزمات المالية على علاقة دورة تحويل النقدية بالأرباح. وقد جاءت النتائج لتشير إلى أن متغير حجم المجلس فقط هو المؤثر معنوياً على تأثير إدارة دورة تحويل النقدية على الأرباح في ظل الأزمات المالية وكان التأثير معنوي سالب (كنتيجة اختبار تأثير الحوكمة) بقيمة p-value تساوي (0.002) حيث كانت إحصائية (t) تساوي 3.162. غير أنه لم يكن هناك تأثير معنوي لأي من استقلالية أو نشاط المجلس.

7-4-7 تحليل النتائج:

أشارت نتائج الاختبارات إلى أن هناك علاقة عكسية ومعنوية بين طول دورة تحويل النقدية وربحية الشركات، وتتفق تلك النتيجة مع نتائج العديد من الدراسات مثل (Hussain et al., 2021; Rahman and Ahmed, 2021; Gotas, 2020; Lopez et al., 2020; Wang, 2019). ومن ثم تم قبول فرض الدراسة الأولى. وأيدت الاختبارات الإضافية تحقق ذلك على مستوى كل من دورة المدينون ودورة المخزون وتتفق تلك النتيجة مع نتائج دراسة (Perera and Kaushik and Chauhan, 2019; Lopez et al., 2020; Priyashantha, 2018) ولم يتحقق على مستوى دورة السداد للدائنين وذلك خلافاً لنتائج دراسة (Kaushik and Priyashantha, 2018; Perera and Priyashantha, 2018; and Chauhan, 2019)، واتفقاً مع دراسة (Ares et al., 2021) بما يشير إلى أن كل من سياسات البيع الآجل وإدارة المخزون هي المحدد لربحية الشركات، أما إدارة سياسات الحصول على الائتمان من الموردين لم تكن العامل المحدد معنوياً لربحية الشركات. كما توصلت النتائج إلى أن الأزمات المالية لها تأثير معدل على علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية، ففي ظل الأزمات المالية تتبع الشركات سياسات تؤدي إلى زيادة طول دورة النقدية مما يؤدي إلى زيادة الأرباح المحاسبية لتلك الشركات المتعثرة أو الحد من خسائرها، وهو ما يدعم فرض الدراسة الثاني. وأن ذلك الأثر المعدل كان معنوياً على مستوى دورة التحصيل من المدينين لكنه لم يكن له تأثيراً معنوياً على مستوى دورتي المخزون والسداد للموردين، بما يشير إلى أنه في ظل الأزمات المالية تسعى الشركات إلى التوسع في البيع الآجل ومنح الائتمان لتحسين الربحية أو تخفيض الخسائر.

وأخيراً توصلت الدراسة إلى أن الحوكمة ليس لها دوراً معدلاً في العلاقة بين دورة تحويل النقدية والربحية للعينة بصفة عامة وهو ما لا يدعم فرض الدراسة الثالث، إلا الاختبار الإضافي من خلال تقسيم العينة على شركات ذات دورات تحويل نقدية طويلة وأخرى قصيرة، فقد جاء تأثير الحوكمة معنوياً على مستوى الشركات ذات دورات تحويل النقدية الطويلة فقط، بما يشير إلى أن إجراءات الحوكمة تتدخل لتكون أكثر فاعلية لتخفيض دورة تحويل النقدية إذا استخدمت الشركات سياسات بصورة مبالغة لزيادة طول الدورة وهو ما ينعكس ايجابياً على الربحية. كما أن تأثير الحوكمة ظهر معنوياً في ظل الأزمات المالية، حيث أدت جودة الحوكمة إلى تعديل تأثير الأزمات المالية على علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية وكانت النتيجة معنوية، وهو ما يشير إلى أن الحوكمة تلعب دوراً حيوياً في تحسين علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية في حالتين، الأولى عندما تكون الشركات لديها دورات تحويل نقدية طويلة، والثانية في ظل الأزمات المالية. كما كان للحوكمة دوراً معنوياً في تحسين علاقة دورة تحويل المخزون بالربحية في ظل الأزمات المالية، ولم يكن لها تأثيراً معنوياً على دورة المدينين، ودورة سداد الدائنين في ظل الأزمات المالية. ويمكن للباحث أن يخلص من تلك النتائج إلى أن الحوكمة تسهم في ظل الأزمات المالية إلى زيادة كفاءة تخفيض المخزون في المخازن وتعمل على الحد من تراكم المخزون في ظل الأزمات المالية دون أن تدعم من التوسع في سياسات البيع الأجل الحادة، وبالتالي فهي تسهم في تحقيق التوازن بين إدارة المخزون والبيع الأجل.

وأيدت الاختبارات الإضافية على المقياس البديل للربحية النتائج السابقة.

7-4-8 الخلاصة والتوصيات ومجالات البحث المقترحة:

اختبرت الدراسة أثر حوكمة الشركات على التأثير المعدل للأزمات المالية للشركات على علاقة دورة تحويل النقدية والربحية. ولتحقيق هذا الهدف تم اختبار أربعة فروض للدراسة، وقد تم قبول فرض الدراسة الأول القائل بأن إدارة دورة تحويل النقدية لها تأثير معنوي على ربحية الشركات، حيث جاء التأثير معنوي وعكسي عند مستوى معنوية 5%. كما تم قبول فرض الدراسة الثاني القائل بأن الأزمات المالية لها أثر معدل على علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية، حيث جاء المعامل موجب ومعنوي عند مستوى 5%، بما يشير إلى أنه في ظل الأزمات المالية تميل الشركات إلى استخدام سياسات تؤدي إلى زيادة طول دورة تحويل النقدية مما ينعكس على الربحية أو تخفيض الخسائر. غير أن التأثير ظهر فقط فيما يتعلق بدورة السداد للمدينين ولم يكن معنوياً فيما يخص دورة المخزون أو دورة السداد للدائنين.

كما تم رفض فرض الدراسة الثالث، والقائل بأن حوكمة الشركات لها تأثير معدل على علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية، غير أن الفرض تم قبوله على مستوى الشركات ذات دورات تحويل النقدية الطويلة، حيث تحسن الحوكمة من إدارة دورة تحويل النقدية لتخفيضها بما ينعكس على الربحية. وأخيراً تم قبول فرض الدراسة الرابع

والقائل بأن الحوكمة لها تأثير معدل على تأثير الأزمات المالية للشركات على علاقة دورة تحويل النقدية بالربحية، حيث جاء معامل المتغير الدال على ذلك التأثير عكسي، بما يشير إلى قدرة الحوكمة على الحد من مبالغة الشركات في ظل الأزمات المالية نحو التحفظ في إدارة دورة تحويل النقدية وهو ما ينعكس إيجابياً على الأرباح، حيث كشفت الاختبارات الإضافية أن ذلك التأثير ظهرت معنويته للشركات ذات دورات تحويل النقدية الطويلة، ولم يظهر للشركات ذات دورات تحويل النقدية القصيرة. كما اتضح ذلك التأثير أيضاً على مستوى إدارة دورة المخزون بصورة معنوية، لكنه لم يظهر على مستوى دورة المدينين أو الدائنين.

وبناءً على ما توصل إليه البحث من نتائج، فإن الباحث يوصي بالاهتمام بالدور الحوكمي للشركات لما له من أثر فاعل على تحقيق الربحية للشركات من خلال تحسين إدارة رأس المال العامل خاصة في ظل الأزمات المالية للشركات، والعمل على إحداث التوازن بين سياسات إدارة المخزون وعمليات البيع الأجل بما ينعكس إيجابياً على الربحية. كما يوصي الباحث إدارة الشركات بضرورة الاهتمام بإدارة دورة تحويل النقدية خاصة في ظل الأزمات المالية لما لها من دور في تحسين ربحية الشركات ومن ثم تحسين الأداء المالي لها في ظل مثل تلك الأزمات، فضلاً عن تفعيل دور الحوكمة في الرقابة على إدارة الشركات لدورة تحويل النقدية خاصة في ظل الأزمات المالية. وأخيراً يوصي الباحث بأن تهتم المؤتمرات العلمية في المجال المحاسبي بإلقاء الضوء على أهمية الدور المحاسبي والحوكمي في إدارة دورة تحويل النقدية لاسيما في ظل الأزمات المالية التي تواجهها الشركات.

وأخيراً وفيما يخص مجالات البحث المستقبلية، فيمكن أن يتم إجراء المزيد من البحوث التي تدرس وتختبر تأثير الأزمات على المستوى الكلي سواء على مستوى الاقتصاد المحلي أو الاقتصاد العالمي على العلاقة بين إدارة دورة تحويل النقدية (كمدخل لإدارة رأس المال العامل) وربحية الشركات. كذلك اختبار دور الحوكمة في تحقيق كفاءة إدارة رأس المال العامل في ظل الأزمات الكلية. كما يمكن إعادة اختبار فروض الدراسة على مستوى صناعات أخرى تتسم بخصائص خاصة مثل صناعات الأدوية والأغذية، والصناعات غير كثيفة رأس المال. كما يمكن إعادة فروض الدراسة في ظل خصائص مختلفة للشركات مثل عمر الشركة، ومرحلة الشركة من دورة حياتها، وكفاءة الاستثمار إلى غير ذلك. كما يمكن إجراء بحوث محاسبية تتعلق بدور الحوكمة وتأثيرها على إدارة تحويل النقدية باستخدام الشركات. وأخيراً يمكن إجراء دراسات تتناول دور الحوكمة في إدارة دورة تحويل النقدية في ظل التحول الرقمي واستخدام تكنولوجيا المعلومات والذكاء الاصطناعي.

قائمة المراجع

- شعبان، محمد رمضان محمد. 2012. أثر إدارة رأس المال العامل علي ربحية الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. *مجلة التجارة والتمويل*، 41(4): 205-2056.
- طويرش، عبد الله عويد. 2018. رأس المال العامل وأثره على الربحية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية. *المجلة العربية للإدارة*، 38 (2): 89-106.
- عيفي، أشرف السعيد أحمد السيد، وعبد الرحمن، وليد محمد محمد السيد. 2024. أثر إدارة رأس المال العامل على الربحية خلال مراحل دورة حياة المنشأة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث الإدارية*، 42 (1): 1-61. <https://dx.doi.org/10.21608/jso.2024.233722.1191>
- هيئة السوق المالية السعودية، لائحة حوكمة الشركات السعودية، قرار رقم 8-16-2017 والمعدل بالقرار 8-2023-5.
- <https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/CorpGovReg.pdf>

ثانياً : المراجع باللغة الأجنبية :

- Ahmad, Y. Rehman, A. Hussain, A. and Ud-din, I. 2018. Empirical testing of working capital administration on firm's corporate profitability: evidence from Chinese non-financial firms. *The Discourse*, 4(1): 1-13.
- Akgun, A. I. and Karatas, A. M. 2021. Investigating the relationship between working capital management and business performance: Evidence from the 2008 financial crisis of EU-28. *International Journal of Managerial Finance*, 17 (4): 545-567. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2019-0294>
- Akpadaka, O .S. and Edeh, O. P. 2024. Impact of cash conversion cycle and financial stability on firm value. *Journal of Accounting and Financial Management*, 10(8): 123-141.
- Akram, H. M. I., Shahzad, A. and Ahmad, I. 2018. The impact of corporate governance on the working capital management efficiency of Pakistani manufacturing firms. *The IUP Journal of Applied Finance*, 24(4): 34-47. <https://ssrn.com/abstract=3380216>
- Al-Rahahleh, A. S. 2016. Corporate governance quality and cash conversion cycle: Evidence from Jordan. *International Business Research*, 9 (10): 140-150. <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v9n10p140>
- Altaf, N. and Shah, F. A. 2018. How does working capital management affect the profitability of Indian companies?. *Journal of Advances in Management Research*, 15 (3): 347-366. <https://doi.org/10.1108/JAMR-06-2017-0076>
- Amaliah, F. and Darmawan, A. 2019. The impact of cash conversion cycle on financial distress with profitability as a moderating variable. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 3(2): 214-225. <https://doi.org/10.30871/jama.v3i2.1561>
- Anton, S. G. and Nucu, A. E. A. 2021. The Impact of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from the Polish listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(9): 1-14. <http://dx.doi.org/10.3390/jrfm14010009>
- Ares, L. R., Lopez, S. F. and Pazos, D. R. 2021. Impact of working capital management on profitability for Spanish fish canning companies. *Marine Policy*, 130: 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.marpol.2021.104583>

- Asfawu, A. 2019. Impact of working capital management on profitability of small and medium scale enterprises (SMES). *Srusti Management Review*, XII(II): 97 – 107.
- Bojana Vuković, B. and Jaksic, D. 2019. The effect of working capital management on profitability: Evidence from southeast Europe. *Economics of Agriculture*, 66(1): 159-172. <https://doi.org/10.5937/ekoPolj1901159V>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W. and Wang, X. 2021. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38: 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Chang, C. C. 2018. Cash conversion cycle and corporate performance: Global evidence. *International Review of Economics & Finance*, 56: 568-5810. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.12.014>.
- Ching, H. Y., Novazzi, a. and Gerab. F. 2011. Relationship between working capital management and profitability in Brazilian listed companies. *Journal of Global Business and Economics*, 3(1): 74-86.
- Dash, M. 2019. Impact of working capital management on profitability among sugar manufacturing companies in India. *International Journal of Financial Management*, 9 (4): 16-30.
- Deloof, M. 2003. Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(3 & 4):573- 587.
- El-Sady, H. M., Ahmed, H. and Hamdy, H. 2022. The impact of assets structure and the components of cash conversion cycle on the Egyptian SMEs financial failure predictability, *The Journal of Entrepreneurial Finance (JEF)*, 24(1): 25-43. <https://digitalcommons.pepperdine.edu/jef/vol24/iss1/2>
- Gill, A. S. and Biger, N. 2013. The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. *Managerial Finance*, 39 (2): 116-132. <https://doi.org/10.1108/03074351311293981>
- Gill, A., Biger, N. and Obradovich, J. 2015. The impact of independent directors on the cash conversion cycle of American manufacturing firms. *International Journal of Economics and Finance*, 7(1): 78-96. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n1p87>
- Gołaś Z. 2020. Impact of working capital management on business profitability: Evidence from the Polish dairy industry. *Agricultural Economics – Czech*, 66 (6): 278–285. <https://doi.org/10.17221/335/2019-AGRICECON>
- Gonçalves, T. C., Gaio, C., and Robles, F. 2018. The impact of working capital management on firm profitability in different economic cycles: Evidence from the United Kingdom. *Economics and Business Letters*, 7(2): 70-75.
- Habib, A. M. 2023. Do business strategies and environmental, social, and governance (ESG) performance mitigate the likelihood of financial distress? A multiple mediation model. *Helyon*, 9(7). <https://doi.org/10.1016/j.helyon.2023.e17847>
- Hao, Q. Accruals' persistence, accruals mispricing and operating cycle: evidence from the US. 2009. *International Journal of Accounting and Information Management*, 17 (2): <https://doi.org/10.1108/18347640911001230>
- Hassan, M. F. 2017. Evaluate the corporate profitability in the light of the efficiency of working capital management: A study of petrochemical industry sector- KSA. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA)*, 3 (1): 488-504.
- Hussain, S., Hassan, A. L. G., Quddus, M. R. and Nguyen, V. C. 2021. Cash conversion cycle sensitivity by moderating role of exchange rates volatility on firm's financial performance. *Business: Theory and Practice*, 22(2): 277–289. <https://doi.org/10.3846/btp.2021.13147>
- Jana, D. 2018. Impact of working capital management on profitability of the selected listed FMCG companies in India. *International Research Journal of Business Studies*, XI(1): 21-30.

- Kaushik, N. and Chauhan, S. 2019. The Role of Financial Constraints in the Relationship Between Working Capital Management and Firm Performance. *The IUP Journal of Applied Finance*, 25(1):60-82.
- Kayani, U. N., DeSilva, T. A. and Gan, C. 2019. *Applied Economics Letters*, 26(11): 938–942 <https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1524123>
- Khalaf, B. K. A. and Al-Tarawneh, A. 2019. The impact of corporate governance on the efficiency of managing working capital: the manufacturing sector in Jordan. *Jordan Journal of Business Administration*, 15(2): 201-208.
- Le, B. 2019. Working capital management and firm's valuation, profitability and risk: Evidence from a developing market. *International Journal of Managerial Finance*, 15 (2): 191-204. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2018-0012>
- Lin, Q., Lin, X. 2020. Cash conversion cycle and aggregate stock returns. *Journal of Financial Markets*, <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2020.100560>
- Liu, N., Ren, T., Yang, H., Xiao, Z. and Hu, y. 2019. Working capital management and firm performance in China. *Asian Review of Accounting*, 27 (4): 546-562. <https://doi.org/10.1108/ARA-04-2018-0099>
- López, S. F., Pazos, D. R. and Ares, L. R. 2020. Effects of working capital management on firms' profitability: Evidence from cheese-producing companies. *Agribusiness*, 36 (4): 770-791 <https://doi.org/10.1002/agr.21666>
- Lyngstadaas, S. 2020. Packages or systems? Working capital management and financial performance among listed U.S. manufacturing firms. *Journal of Management Control*, 31: 403–450. <https://doi.org/10.1007/s00187-020-00306-z>
- Mantiri, F. and Lee, P. T. 2019. Working capital and profitability performance: Evidence from Indonesian mining companies listed in the Indonesian stock exchange. *Human Behavior, Development and Society*, 20(1): 95- 104.
- Moussa, A. A. 2018. The impact of working capital management on firms' performance and value: Evidence from Egypt. *J Asset Manag*, 19:259–273. <https://doi.org/10.1057/s41260-018-0081-z>
- Mwariri, M. 2020. **The Association between working capital management and financial distress by listed firms in Kenya.** [Thesis, Strathmore University]. <http://hdl.handle.net/11071/12062>
- Narwal, K. P. and Jindel, S. 2017. Corporate governance mechanism and its impact on cash conversion cycle: Evidence from Indian manufacturing sector *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, 7(10): 35-45. <http://dx.doi.org/10.5958/2249-7323.2017.00117.1>
- , 2018. Working capital management impact on corporate profitability relation with corporate governance: evidence from Indian manufacturing sector. *Journal of Commerce & Accounting Research*, 7 (3): 8-12.
- Nastiti, P. K. Y., Atahau, A. D. R. and Supramono, S. 2019. Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth. *Business: Theory and Practice*, 20: 61–68. <https://doi.org/10.3846/btp.2019.06>
- , 2020. Is working capital management able to increase sustainable growth through asset utilization?. *The European Journal of Applied Economics*, 17(2): 136-146.
- Nguyen, T. H. and Nguyen, T. V. 2018. Working capital management and corporate profitability: Empirical evidence from Vietnam. *Foundations of Management*, 10: 195-206. <https://doi.org/10.2478/fman-2018-0015>
- Nobanee, H., Abdullatif, M., AlHajjar, M. 2011. Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms. *Asian Review of Accounting*, 19 (2): 147-156. <https://doi.org/10.1108/13217341111181078>

- Olanisebe, M. B., and Ado, R. 2019. Effect of ownership structure on working capital management of listed downstream oil and gas companies in Nigeria. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 6(11): 831-843.
- Özkaya, H., Yaşar, Ş. 2023. Working capital management in the food and beverage industry: Evidence from listed European companies. *Agricultural Economics – Czech*, 69 (2): 78–88. <https://doi.org/10.17221/383/2022-AGRICECON>
- Perera, W. and Priyashantha, P. 2018. The impact of working capital management on shareholders' wealth and profitability: Evidence from Colombo Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2): 104-115. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15\(2\).2018.10](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15(2).2018.10)
- Prasad, P., Narayanasamy, S., Paul, S., Chattopadhyay, S. and Saravanan, P. 2019. Review of literature on working capital management and future research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(3): 827–861. <https://doi.org/10.1111/joes.12299>
- Prempeh, K. B. and Amankona, G. P. 2020. Does working capital management affect profitability of Ghanaian manufacturing firms?. *Zagreb International Review of Economics & Business*, 23(1): 1-18. <http://dx.doi.org/10.2478/zireb-2020-0001>
- Rafia, S., Ahmed, R., Hassan, S. and Hakim, L. 2019. The relationship between modified cash conversion cycle & firms' profitability. *KASBIT Business Journal (KBJ)*, 12: 161-177.
- Rahman, S. M. K and Ahmed, S. 2021. Impacts of working capital management on profitability: A comparative study on cement and tannery industry of Bangladesh. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 8(2): 82-102. Sari, F. I., Damayanti, R. A. and Kusumawati, A. The effect of cash conversion cycle and chief executive officer power on financial distress and leverage an intervening variable. *International Journal of Research and Review*, 8(7): 337-343 <https://doi.org/10.52403/ijrr.20210747>
- Shah, S. T. H. 2019. Impact of working capital management on profitability of pharmaceutical and chemical companies: a comparative study of Pakistan and India. *Journal of Managerial Sciences*, 13(1): 37-46.
- Sujarminto, A., Pratiwi, S. I. and Noviyanti, E. 2024. The impact of earnings management, working capital, financial distress, and inflation on financial performance of consumer non-cyclicals sector companies (focus: food and beverage) listed in IDX from 2020 to 2022. *International Journal of Business, Humanities, Education and Social Sciences*, 6 (1):16-28. <https://doi.org/10.46923/ijbhes.v6i1.323>
- Szpułak, A. 2018. Assessing the financial distress risk of companies operating under conditions of a negative cash conversion cycle. *Financial Internet Quarterly* “e-finance”, 12(4):72-82. https://doi.org/10.1515/fi_qf-2016-0009
- Wang, B. 2019. The cash conversion cycle spread. *Journal of Financial Economics*, 133: 472–497. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.02.008>
- Wassie, F. A. 2021. Working capital management and its impact on firms' performance: an empirical analysis on Ethiopian exporters. *Education Research International*, 2021: 1-10. <https://doi.org/10.1155/2021/6681572>
- Yoo, S., Keeley, A. R. and Managi, S. 2021. Does sustainability activities performance matter during financial crises? Investigating the case of COVID-19. *Energy Policy*, 155: 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2021.112330>
- Zadeh, A. S. 2016. The impact of corporate governance on cash management efficiency in the industry of machinery and equipment. *International Journal of Scientific Management and Development*, 4(4): 126- 130.
- Zimon, G. and Tarighi, H. 2021. Effects of the COVID-19 global crisis on the working capital management policy: Evidence from Poland. *Journal of Risk and Financial Management*, 14 (169) 1-17. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040169>