

دراسة التأثير التفاعلي بين الرافعة المالية وجودة التقارير المالية على الأداء المالي للشركات باستخدام منهجية FsQCA

يسري حسين خليفة
أستاذ التمويل والاستثمار
كلية التجارة
جامعة القاهرة

رجب عبد الستار موسى راجح
مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال
كلية التجارة
جامعة القاهرة

Ragab_abdelsattar@foc.cu.edu.eg

محمد عنتر أحمد

أستاذ التمويل والاستثمار المشارك
كلية التجارة
جامعة القاهرة

مستخلص البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة التأثير التفاعلي التوافقي بين الرافعة المالية وجودة التقارير المالية على الأداء المالي للشركات بالتطبيق على ٦٥ شركة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية بعدد ٣٩٠ مشاهدة خلال الفترة ٢٠١٦ - ٢٠٢١. وتم استخدام نسبة الديون لقياس الرافعة المالية، تم استخدام إدارة الأرباح من خلال نموذج Jones' 1990 المعدل للتعبير عن جودة التقارير المالية ويتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للشركات (ROA). وقد توصلت النتائج إلى أهمية استخدام *Fuzzy Set Qualitative Comparative Analysis (FsQCA)* كمنهجية وأسلوب تحليلي لدراسة التساؤلات الناتجة عن عدم توافق نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة تأثير الرافعة المالية وجودة التقارير المالية على الأداء المالي والنتيجة عن قصور أساليب الاتحذار التي تفترض وجود حل واحد أمثل يناسب جميع الشركات، حيث يقدم أسلوب *FsQCA* العديد من الحلول والبدائل التي تلائم الشركات المختلفة وفقاً لظروفها الخاصة مما يساعد على تقديم مجموعة من النتائج والتوصيات النظرية والعملية لكلاً من الأكاديميين وإدارة الشركات والجهات التنظيمية لاتخاذ القرارات الملائمة.

الكلمات المفتاحية

الرافعة المالية، جودة التقارير المالية، الأداء المالي للشركات، FsQCA.

تم استلام البحث في ٥ مارس ٢٠٢٤، وقبوله للنشر في ١٣ أبريل ٢٠٢٤.

١. طبيعة المشكلة:

بدأ الاهتمام بموضوع الرافعة المالية عام ١٩٥٨ حيث أصبحت الرافعة المالية محل اهتمام قوى من قبل خبراء الاقتصاد المالي من خلال قيام Modigliani and Miller ببحثهم عن تأثير الرافعة المالية على قيمة المنشأة في ظل افتراضات معينة، وما تلاها من دراسات تتناول عدم صحة الافتراضات التي قامت عليها دراستهم، ثم دراسة (2001) Graham & Harvey والتي قامت بالتأكيد على أهمية الرافعة المالية نظرياً وعملياً، كما يوجد أدلة في كبرى الشركات الأمريكية تشير إلى تبنيها الرافعة المالية أوائل القرن العشرين كأساس لصياغة سياساتها المالية (Deangelo, 2021).

ونظراً لأن فكرة الرافعة المالية ترتبط بمفهوم المرونة المالية ونظرية سياسة المنشأة التي ترسي أهمية الوصول إلى التمويل المطلوب من مصادر التمويل المختلفة سواء من مصادر التمويل الداخلية أو من مصادر التمويل الخارجية Modigliani & Miller (1958) حيث تنقسم مصادر المرونة المالية إلى نوعين أساسيين هما المصادر الداخلية والتمثلة في الاحتياطات أو الأرصدة النقدية وما يعادلها والمصادر الخارجية والتمثلة بصورة أساسية في الديون (Amess et al., 2015; Hu et al., 2023).

وفي ظل افتراضات سوق رأس المال الكامل، قد تستثمر الشركات دائماً في مستواها الأمثل وتكيف هيكلها المالية بلا تكاليف مع أي تغيير غير متوقع في السيولة وفرص النمو. ومع ذلك، عندما تكون أسواق رأس المال غير كاملة وتزيد تكلفة التمويل الخارجي، تصبح المرونة المالية ذات أهمية متزايدة. وبصفة عامة، تتعلق المرونة المالية عن طريق الرافعة المالية بقدرة الشركات على الاستثمار في المستقبل، في حين أن المعلومات غير المتماثلة ومشاكل التعاقد قد تجبرها على التخلي عن فرص النمو المربحة. وقد تسعى الشركات إلى تحقيق المرونة المالية من خلال تشكيل هيكل رأس المال أو إدارة النقد أو سياسات المدفوعات، ومراعاة العلاقة بين القرارات المالية والاستثمارية (Almeida et al., 2011; Denis, 2011; Hu et al., 2023).

وقد توصلت دراسات هيكل رأس المال إلى أن الشركات في المتوسط لديها ديون أقل مما تتوقعه النظريات السائدة. ويعزي الباحثون هذه الظاهرة بشكل عام إلى تفضيل الشركات للمرونة المالية في شكل سعة ديون غير مستخدمة *unused debt capacity*، حيث تحافظ الشركات عن عمد على قدرة اقتراض غير مستخدمة حتى تتمكن من الوصول إلى مصادر منخفضة التكلفة لرأس المال الخارجي وتجنب إصدار الأسهم لاحقاً بسعر غير جذاب. وذلك حتى تكون الشركات مرنة ماليًا وتكون قادرة على تجنب الضائقة المالية في مواجهة الصدمات السلبية، وتمويل الاستثمار بسهولة عند ظهور فرص مربحة (Kariya, 2022; Marchica & Mura, 2010).

على الجانب الآخر، هناك مجموعة أخرى من الدراسات تناولت ظاهرة عدم اتساق المعلومات بين الداخليين (الإدارة) والخارجيين (المستثمرين) من خلال تحسين جودة التقارير المالية، حيث يؤدي إلى الحد من الاختيار العكسي (الضار) *adverse selection* والمخاطر الأخلاقية *moral hazard* والسماح للمديرين بتحديد فرص استثمار أفضل، كما أن تحسين جودة التقارير يزيد من كفاءة الاستثمار (Cutillas Gomariz & Sánchez Ballesta, 2014; Gurdgiev & Ni, 2023; Trinh et al., 2022).

وبناءً على ما سبق يمكن القول أن جودة الأرباح تعد مفهوماً واسعاً يمكن أن تساهم في توفير معلومات مفيدة ذات صلة بالقرار والتي تمثل بصدق الواقع الاقتصادي لأنشطة الشركة خلال الفترة المشمولة بالتقرير والوضع المالي للشركة في نهاية الفترة. الجدير بالذكر أنه لا يوجد اتفاق في الدراسات السابقة حول مقياس "جودة الأرباح" (Palas et al., 2023). على الرغم من أنه يمكن استخدام العديد من التقنيات لإدارة الأرباح، إلا أن الاستحقاقات تمثل خياراً جذاباً بشكل خاص للمديرين لأنها عنصر مستمر في عملية إعداد التقارير، وسهلة الاستخدام ويصعب اكتشافها.

وتحدد جودة التقارير المالية تكلفة الاقتراض من خلال تقليل مشاكل عدم تماثل المعلومات *Information Asymmetry* كما تعد بمثابة إشارة جيدة تدل على اهتمام الإدارة بأهداف المساهمين خاصة في ظل ضعف حوكمة الشركات (Majeed & Yan, 2021).

وبالتالي فإن جودة التقارير المالية تحسن من قدرة الشركات على الحصول على التمويل الخارجي (الرافعة المالية) بتكلفة منخفضة مما يمكن الشركات من تحقيق العديد من المزايا، وهو ما يؤثر على الأداء المالي للشركات.

ويمكن تفسير العلاقة بين جودة التقارير والرافعة المالية بناءً على عدة نظريات مثل نظرية المقايضة *Trade-off Theory*، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل *Pecking order Theory*، نظرية الوكالة *Agency Theory*، نظرية عدم تماثل المعلومات *Information Asymmetry Theory*، نظرية توقيت السوق *Market timing Theory* على سبيل المثال فإن نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل التي اقترحها Myers & Majluf (1984) والذان أوضحا أن الإدارة يكون لديها معلومات أكثر من المستثمرين وأن الإدارة تميل إلى الاعتماد على الديون في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي للشركة، على الجانب الآخر فإن نظرية عدم تماثل المعلومات توضح أن جودة التقارير المالية تؤثر على عدم اتساق المعلومات، مما ينعكس على مدى سهولة أو صعوبة الحصول على تمويل سواء عن طريق الديون أو حق الملكية (Rjiba et al., 2021; Tran, 2022).

هذا وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة التي تقوم بدراسة تأثير الرافعة المالية وجودة التقارير المالية على الأداء المالي. وقد يكون التفسير لهذا الوضع المثير للجدل هو المنهجية التي استخدمتها الدراسات السابقة (Ragin, 2008; Cuadrado Ballesteros et al., 2017). وتعد نماذج الانحدار واحدة من الأساليب الأكثر استخدامًا لدراسة العلاقة بين الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والأداء المالي للشركات والتي تستند إلى علاقات بسيطة وخطية وإضافية وأحادية ومتماثلة (Woodside, 2013). ومع ذلك، فإن معظم العلاقات الملحوظة في الاقتصاد تكون غير متماثلة وتتبع مسارات معقدة. وهو ما يستدعي ضرورة البحث في أساليب ومنهجيات تحليلية للإجابة عن التساؤلات المتعلقة باختلاف نتائج الدراسات السابقة.

وبالتالي من الضروري وجود طريقة بحث جديدة لبحث النتائج غير الحاسمة كما يفترض (Ragin, 2008). وبناء عليه فقد تم تطبيق التحليل النوعي المقارن باستخدام المجموعات الضبابية (Fuzzy Set Qualitative Comparative Analysis (FsQCA) على عينة مكونة من ٦٥ شركة مصرية غير مالية مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. حيث يتم النظر إلى جودة التقارير المالية كبديل عن فعالية الحوكمة، فضلاً عن أهمية تأثير جودة التقارير المالية على قرارات الائتمان والتمويل الخارجي. كما ترجع أهمية سوق الأوراق المالية المصرية إلى أنه مرآة للاقتصاد المصري حيث يمثل ١٧,٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي في المتوسط خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠٢٢.

تشير النتائج إلى وجود مسارات معقدة، حيث يتم تفسير الأداء المالي للشركات من خلال التفاعلات بين مستويات الرافعة المالية، وجودة التقارير المالية وخصائص الشركة الأخرى. بالإضافة إلى ذلك، تشير النتائج التي توصلنا إليها إلى أن التكوين الفردي لهذه الخصائص قد يكون كافياً، ولكنه ليس ضرورياً للتنبؤ بمستوى الأداء المالي للشركات (التكافؤ النهائي). لقد وجدنا أيضاً حالات عدم التماثل، نظراً لأن حالة بسيطة معينة قد تساهم في كل من المستويات العالية والمنخفضة من الأداء المالي للشركات، بالإضافة إلى عدم التماثل السببي، أي أن التكوينات المرتبطة بالنتائج المرتفعة ليست عكس المرآة للمجموعات المرتبطة بمستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات.

في القسم الثاني، نستعرض الدراسات السابقة المتعلقة بالعلاقة بين الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والأداء المالي للشركات. وفي القسم الثالث، نعرض الخلفية النظرية وتطوير تساؤلات الدراسة على أساس نظرية التعقيد. وفي القسم الرابع وصفنا منهجية الدراسة. وفي القسم الخامس والسادس على التوالي، نعرض النتائج والمناقشة والاستنتاجات الرئيسية.

٢. الدراسات السابقة:

١-٢ الرافعة المالية والأداء المالي

اعتبر الباحثون أن المرونة المالية هي الحلقة المفقودة في أبحاث هيكل رأس المال حيث أن الشركات في المتوسط لديها رافعة مالية أقل مما تنتبأ به النظريات السائدة (Choi & Park, 2022; DeAngelo & DeAngelo, 2007; Graham, 2000). هذا وقد أوضحت دراسة (Arslan-Ayaydin et al., 2014) أن المرونة المالية يمكن قياسها من خلال الرافعة المالية الإجمالية للشركة وأو النقدية. فضلاً عن ذلك فقد أوضحت دراسة (Gamba, & Triantis (2008 أن الشركات ذات المستويات العالية من المرونة المالية ينبغي أن تقدر بعلاوة مقارنة بالشركات الأقل مرونة. وبالنسبة للشركات الناضجة ذات فرص النمو المنخفضة، فإن العلاوة صغيرة جداً، في حين أنها يمكن أن تكون أكبر بكثير بالنسبة للشركات ذات رأس المال المنخفض (مثل الشركات الأقل عمراً) أو الربحية الحالية المنخفضة. ويمكن تعريف الرافعة المالية على أنها نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (القيمة الدفترية) في نهاية السنة المالية (Schopohl et al., 2021).

وتوثق دراسة (Marchica & Mura (2010، أن سياسة الرافعة المالية المحافظة الموجهة نحو الحفاظ على المرونة المالية يمكن أن تعزز القدرة الاستثمارية. وأنه بعد فترة من انخفاض الرافعة المالية، تقوم الشركات بنفقات رأسمالية أكبر وتزيد من الاستثمار. ووجد أن هذه الاستثمارات الجديدة تمول من خلال إصدارات ديون جديدة، ووثقت الدراسة أن تأثير المرونة المالية له دلالة إحصائية من الناحية الاقتصادية. وعلاوة على ذلك، تكشف اختبارات الأداء المالي الطويلة الأجل أن الشركات المرنة مالياً لا تستثمر أكثر فحسب، بل تستثمر أيضاً على نحو أفضل. وهو ما يؤكد بأن المرونة المالية في شكل احتياطات غير مستغلة من القدرة على الاقتراض تشكل حلقة حاسمة مفقودة في نظرية هيكل رأس المال (Hu et al., 2023).

وفي دراسة قام بها (Arslan-Ayaydin et al., 2014) من خلال فحص ١٠٦٨ شركة من خمس دول في شرق آسيا، تم قياس المرونة المالية من خلال الرافعة المالية الإجمالية للشركة والاحتفاظ النقدي، وجدوا أن الشركات المرنة مالياً أكثر قدرة من حيث القدرة الاستثمارية وأداء أفضل من الشركات الأقل مرونة خلال الأزمة المالية الآسيوية ١٩٩٧-١٩٩٨.

مما سبق يتضح أن العلاقة بين الرافعة المالية والمتمثلة في نسبة الديون والأداء المالي هي علاقة عكسية في ضوء فرضية المرونة المالية. حيث أن وجهة النظر المتعلقة بالمرونة المالية، تهدف إلى إمكانية قيام الشركات بالحصول على التمويل المطلوب لتلبية احتياجاتها المختلفة فضلاً عن استغلال فرص الاستثمار المستقبلية وهو ما يحسن من الأداء المالي، ويمكن للشركات تحقيق ذلك من

خلال العديد من الأساليب والطرق ومنها تقليل نسبة الديون حتى تكون مرنة مالياً، كما تشير الدراسات التي تتبنى وجهة النظر هذه إلى وجود علاقة إيجابية للمرونة المالية (نسبة الديون المنخفضة) و الأداء المالي، وبناءً عليه تم الاستنتاج بأن هناك علاقة عكسية بين نسبة الديون والأداء المالي.

وعلى الرغم من العلاقة العكسية بين الرافعة المالية والأداء المالي يوجد دراسات تؤكد العلاقة الإيجابية بين الرافعة المالية والأداء المالي مثل دراسة (Detthamrong et al., 2017) والتي قامت بعمل رسم بياني يوضح النمط الزمني للرافعة المالية، والتي تقاس بنسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول، وأداء الشركات والتي تقاس بالعائد على حقوق الملكية، الذي يحسب كنسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي حقوق الملكية، وذلك لعينة من الشركات غير المالية المقيدة في تايلاند خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٤. وأشارت الدراسة إلى أن متوسط درجة الرافعة المالية قد انخفض في السنوات الأخيرة (من ٣٢,١٦ ٪ في عام ٢٠٠١ إلى ٢٤,٠٤ ٪ في عام ٢٠١٤) وأن أداء الشركة قد تدهور خلال نفس الفترة (من ١٦,٦٧ ٪ في عام ٢٠٠١ إلى ١١,٧٩ ٪ في عام ٢٠١٤). ويعني هذا النمط وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وأداء الشركة (أي مع انخفاض الرافعة المالية، ينخفض أداء الشركة أيضاً).

وقد تعددت الأسباب التي تجعل الديون أداة تعمل على تحسين الأداء المالي. حيث أشارت إلى أن الديون يمكنها تخفيض تكاليف الوكالة ومن ثم تشجع الإدارة على زيادة نسبة الملكية في الشركات، فضلاً عن أن زيادة الديون يؤدي لزيادة مخاطر الإفلاس وهو ما يدفع الإدارة إلى تحسين الأداء المالي وتجنب تحقيق منافع خاصة، فضلاً عن أن الالتزام بدفع الفوائد الناتجة عن الديون يقلل من مشاكل التدفقات النقدية الحرة (Jiraporn et al., 2012).

ومن الأسباب الأخرى للعلاقة الإيجابية للديون هو الدور الرقابي لأصحاب الديون (كبار الدائنين). نظراً لأن الديون تحد من مرونة المديرين في استخدام التدفقات النقدية الحرة (Jensen, 1986)، حيث أن ارتفاع نسبة الديون يوجه اهتمام أصحاب الديون (وخاصة كبار الدائنين) للقيام بعمليات وأدوار من أجل الحفاظ على مصالحهم المالية، وأحد الأساليب لذلك هو القيام بدور رقابي وإشرافي على إدارة الشركات وفقاً للشروط والقيود المتفق عليها في عقود الإقراض. كما أن كبار الدائنين ينظر إليهم عادة مثل كبار المساهمين من حيث أهميتهم الرقابية والإشرافية، وبالتالي فإن المديرين المهتمين بأنفسهم يزيدون فوائدهم الشخصية إلى أقصى حد من خلال تقليل استخدام ديونهم، بغض النظر عن تأثيره على ثروة المساهمين. حيث أوضحت دراسة (Chang et al., 2014) (Morellec et al., 2012) أن ضعف آليات حوكمة الشركات لا يحفز الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال نحو الهيكل الأفضل من خلال زيادة نسبة الديون وذلك للهروب من الرقابة الخارجية لأصحاب الديون ومن أجل تحقيق منافع شخصية.

مما سبق يتضح أن العلاقة بين الرافعة المالية والمتمثلة في نسبة الديون والأداء المالي هي علاقة إيجابية في ضوء فرضية الدور الرقابي لأصحاب الديون (كبار الدائنين). حيث ينظر إلى كبار الدائنين كأحد الآليات الخارجية لحوكمة الشركات. وبناءً عليه، يمكن أن تساهم الديون في تقليل مشاكل الوكالة من خلال الدور الرقابي من قبل أصحاب الديون. وبالتالي تم التوصل إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة الديون والأداء المالي.

وفي ضوء ما سبق يتضح أن هناك وجهتي نظر تحدد مدى إيجابية أو سلبية العلاقة بين الديون والأداء المالي: وجهة النظر الأولى وتتمثل في المرونة المالية وذلك من خلال توفير قدرة استيعابية للاقتراض تمكن الشركة من استخدامها في الأوقات المطلوبة لتوفير التمويل المطلوب لها مما يعمل على تحسين الأداء المالي (العلاقة العكسية)، ووجهة النظر الثانية والمتعلقة بالدور الرقابي لأصحاب الديون (كبار الدائنين) والذي يقلل من مشاكل التدفق النقدي الحر والتي تقلل من إمكانية الاستغلال غير الجيد من قبل الإدارة للموارد المالية المتاحة (العلاقة الإيجابية).

٢-٢ جودة التقارير المالية والرافعة المالية والأداء المالي

يمكن تعريف جودة التقارير المالية على أنها مدى توفير البيانات المالية للمعلومات المفيدة للمستثمرين والدائنين في قراراتهم الاستثمارية، وتم التأكيد على مفهوم جودة التقارير المالية من خلال المجموعة الاستشارية للأزمات المالية (FCAG) والتي أنشئت من قبل مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) ومجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB)، وقد عرفت التقارير المالية الفعالة (ذات الجودة المرتفعة) بأنها توفر معلومات حول المركز المالي والأداء، وحول التغيرات في المركز المالي للمنشأة والتي تكون مفيدة لمجموعة واسعة من المستخدمين في اتخاذ القرارات الاقتصادية، مع إعطاء الأولوية لاحتياجات مقدمي الخدمات (Hairston & Brooks, 2019).

ويتمثل الهدف الأساسي لأسواق رأس المال الفعالة في قدرتها على تحديد واستيعاب المعلومات ذات الصلة بالقيمة من تقارير مالية جيدة الإعداد وذات صلة وذات مصداقية، وكلما زادت العلاقة السببية بين هذه التقارير وقيمة الشركة، زادت جودتها (Palas et al., 2023). حيث تقدم الشركات المعلومات من خلال التقارير المالية. ويقلل المقترضون من عدم اتساق المعلومات مع المقرضين من خلال تحسين تقاريرهم المالية، على سبيل المثال، باستخدام أساليب مالية أكثر تطوراً للإشارة إلى الجودة العالية لمشاريعهم وزيادة فرص الحصول على التمويل عن طريق الديون وخفض أسعار الفائدة (Cassar et al., 2015). كما أفادت دراسات سابقة أن قرارات الموافقة على الائتمان تستند إلى معلومات مالية وبيانات أخرى عامة، وبالتالي فإن المحاسبة على أساس الاستحقاق والتقارير المالية

أصبحت الزامية للشركات سواء صغار ومتوسطي الحجم او الشركات الكبيرة، بالتالي فإن المعلومات المالية تؤدي دوراً هاماً آخر لتأثيرها على التقييم الائتماني (Mafrolla & Amico, 2017).

وتستند العلاقة بين جودة التقارير والرافعة المالية إلى أساسين نظريين: نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل التي اقترحها Myers & Majluf (1984) والذان أوضحا أن الإدارة يكون لديها معلومات أكثر من المستثمرين وأن الإدارة تميل إلى الاعتماد على الديون في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي للشركة، ولكن لأن التقارير عالية الجودة تقلل من عدم اتساق المعلومات، مما يقلل من مخاطر الاختيار العكسي لمستثمري الأسهم وهو ما يعكس على تخفيض تكلفة الأسهم الجديدة لذلك من المتوقع أن يؤدي ارتفاع جودة التقارير إلى انخفاض نسبة الديون. (Rjiba et al., 2021; Tran, 2022).

وتم التأكيد على ذلك في دراسة (Gao & Zhu (2015) من خلال دراسة العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وهيكل رأس المال وتكلفته، حيث قاما بدراسة ٩٠٥١٤ مشاهدة على مستوى ١٣٠١٩ شركة في ٣٩ دولة نامية خلال الفترة ١٩٩٧ وحتى ٢٠٠٧، ووجدت الدراسة ان هناك علاقة ايجابية بين عدم تماثل المعلومات والرافعة المالية نظراً لأن عدم التماثل في المعلومات يؤثر عكسياً على التكلفة التي تتحملها الشركات عند زيادة رأس مالها عن طريق الأسهم، ولكن في نفس الوقت لا تؤثر على تكلفة الديون ، لذلك تلجأ الشركات إلى زيادة مستوى الديون من أجل تخفيض متوسط تكلفة راس المال للشركة .

وفي نفس الوقت فإن الشركات تعتمد بالدرجة الأولى على الديون قصيرة الأجل نظراً لأن تكلفة الديون طويلة الأجل تكون أكثر حساسية لعدم تماثل المعلومات. ونظراً لأن عدم تماثل المعلومات يضع مزيد من التكاليف ممثلة في علاوات التوقف عن السداد فضلاً عن زيادة تلك العلاوات بالنسبة للديون طويلة الأجل وهو ما يعد تكاليف مبالغ فيها من وجهة نظر الإدارة، لذلك فإن الإدارة عادة تميل إلى الديون قصيرة الأجل وليست طويلة الأجل. ولذلك فإن جودة التقارير المالية تؤثر على عمر الديون (Pan et al., 2015; Tran, 2022).

وبناء على ذلك يتوقع وجود علاقة سلبية بين جودة التقارير المالية والديون، كما يتوقع وجود علاقة سلبية بين جودة التقارير المالية والديون قصيرة الأجل.

وبالنسبة إلى نظرية الوكالة التي طورها Jensen & Meckling (1976) ، فإنه في ظل عدم تماثل المعلومات فإن هذا يؤدي إلى تفاقم مشكلة الوكالة؛ نظراً لإحتمالية قيام الإدارة باتخاذ القرارات التي تعمل على تحقيق مصالحها الخاصة على حساب مصالح المساهمين، وتكون مشاكل الوكالة أكثر حدة في حالة التدفقات النقدية الحرة. لذلك فإن الشركات ذات المستويات الأعلى من عدم اتساق المعلومات قد تستخدم المزيد من الديون خاصة قصيرة الأجل لتجنب تكاليف الوكالة الكبيرة نظراً لأن الديون تعد بمثابة أداة تعمل على تقييد تصرفات الإدارة، وذلك لأن الفشل في دفع الالتزامات المترتبة على الديون قد يؤدي إلى إفلاس تلك الشركات فضلاً عن صغر الفترة للديون قصيرة الأجل مما يحد من السلوك الانتهازي للشركة. وهو ما أكدته دراسة (Houcine (2017 والتي أكدت على أن جودة التقارير المالية لها دور رقابي على إدارة الشركات حيث تؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار لدى الشركات، كما أوضحت أن هناك علاقة بدلية بين كلاً من جودة التقارير المالية والديون من حيث التأثير على سلوك الإدارة.

وتم التحقيق في تأثير المعلومات غير المتماثلة على القرارات الاستثمارية للشركات وتحليل تأثير المعلومات غير المتماثلة على الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار من الشركات من خلال دراسة تأثير الرافعة المالية على السلوك الاستثماري للشركات، وباستخدام البيانات من DataStream من ٢٨٠ شركة غير مالية مدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٨. وتم تطبيق نموذج التأثير الثابت لتحليل البيانات وطريقة System GMM للتحقق من متانة النتائج. ووجدت دراسة Munir et al., (2021) أن المعلومات غير المتماثلة تؤثر سلباً على القرارات الاستثمارية للشركات. بسبب المعلومات غير المتماثلة، ينخفض الاستثمار بسرعة مقارنة بزيادة الاستثمار. علاوة على ذلك، فإن الرافعة المالية هي محدد مهم لقرارات الاستثمار ووجود معلومات غير متماثلة يزيد من التأثير السلبي للرافعة المالية على استثمار الشركات.

وعلى الجانب الاخر اوضحت دراسة (Majeed & Yan (2021 باستخدام عينة من الشركات الصينية المقيدة في البورصة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٨، لبحث دور قابلية المقارنة للقوائم المالية على تكلفة الديون. إلى أن قابلية المقارنة الأعلى تقلل من عدم اتساق المعلومات وعدم اليقين بشأن المعلومات، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الديون. القابلية للمقارنة هي جانب نوعي من التقارير المالية التي تسهل تقييم مخاطر الائتمان ومراقبة الأنشطة الإدارية من قبل المستثمرين / المقرضين مما يقلل من تكلفة الديون. تشير النتائج إلى أن زيادة القابلية للمقارنة تعمل على تحسين القرارات الائتمانية للمقرضين وتفيد المقرضين أيضاً من خلال تقليل تكلفة التمويل .

وقد أشارت دراسات سابقة إلى وجود عدد من المتغيرات الرقابية والتي يكون لها دور في التأثير على العلاقة بين كلاً من جودة التقارير المالية والرافعة المالية من ناحية والأداء المالي من ناحية أخرى، ومن أهم هذه المتغيرات الاحتفاظ بالنقدية، وحوكمة الشركات مثل حجم مجلس الإدارة، ازدواجية دور العضو المنتدب واستقلالية مجلس الإدارة والتنوع في مجالس إدارات الشركات من خلال تمثيل المرأة كعضو من أعضاء مجلس إدارة الشركة كأحد خصائص مجلس الإدارة. بالإضافة إلى أهمية تعدد كبار المساهمين كأحد آليات هيكل المساهمين (An et al., 2021; Hu et al., 2023; Khan et al., 2021; Teng et al., 2021) ، وخصائص الشركات

مثل حجم الشركة ومعدل نمو الشركات (Chen et al., 2023; Dat et al., 2023; Gurdgiev & Ni, 2023; Hsu & Yang, 2022)، وسوف يقوم الباحثون بأخذ هذه المتغيرات في الدراسة كمتغيرات رقابية.

٣-٢ تعليق الباحثين على الدراسات السابقة لتحديد الفجوة البحثية ومشكلة البحث

توصلت الدراسات السابقة حول تأثيرات الرافعة المالية وجودة التقارير المالية على الأداء المالي للشركة إلى نتائج متناقضة، والنتائج التطبيقية، التي تعتمد في الغالب على تحليل الانحدار، غير حاسمة. وذلك لأن الأداء المالي للشركات هو واقع اقتصادي معقد لا يمكن تفسيره من جانب واحد بعامل واحد، ولكن من خلال التفاعل بين متغيرات متعددة. ونظرية التعقيد تستخدم أسلوب بحث استقرائي قائم على مبادئ الاقتران والتكافؤ وعدم الاتساق السببي، وتشير إلى أن الظروف السابقة داخل التكوين (تُعرف أيضاً بأسم الوصفة) تعمل بشكل مترابط مع بعضها البعض، بدلاً من العمل بشكل منفصل أو عن طريق تفاعلات بسيطة ثنائية أو ثلاثية بين الظروف المحددة (Federo & Coutinho, 2023; García-ramos & Díaz, 2021).

وأحد الأسباب التي يمكن أن تفسر النتائج غير الحاسمة للدراسات السابقة هو المنهجية المستخدمة (Amess et al., 2015; Arslan-Ayaydin et al., 2014) حيث يعد تحليل الانحدار المتعدد أحد الأساليب الأكثر شيوعاً التي يستخدمها الباحثون لدراسة العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات. ويستند الواقع الذي وصفه تحليل الانحدار المتعدد إلى علاقات بسيطة وخطية وإضافية وأحادية ومتماثلة (Graham et al., 2019; Woodside, 2013). ومع ذلك، فإن العلاقات التي يتم ملاحظتها في العالم الحقيقي غالباً ما تكون أكثر تعقيداً مما تقترحه نماذج الانحدار. وترجع هذه العلاقات إلى السببية، والتي تعتبر معقدة من المنظور التكويني (Ragin, 2008).

فمن منظور نظرية التعقيد Complexity Theory، يمكن تصور حالات أداء الشركة على أنها مزيج من أنواع الرافعة المالية وجودة التقارير المالية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات ذات الاهتمام بدلاً من تصنيف سماتها التي يتم التعامل معها بمعزل عن بعضها البعض كما هو الحال في أساليب الانحدار التقليدية، ومن خلال القيام بذلك، فإننا نهدف إلى تصور وتحليل التعقيد السببي الكامن وراء ظاهرة الأداء المالي للشركات.

وبالتالي من الضروري وجود طريقة بحث مختلفة لتقديم نتائج صحيحة (Huarng et al., 2018). وكما يفترض (Ragin, 2008) باستخدام التحليل النوعي المقارن Qualitative Comparative Analysis (QCA)، من الممكن تحليل التعقيد السببي الذي يميز العلاقات الاقتصادية في الشركات من خلال التأثير التفاعلي فيما بينها وليس التأثير السببي الوحيد في تحليل الانحدار.

وبناء على ذلك تمثل مشكلة البحث في دراسة مدى اختلاف تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات في ضوء وجود جودة التقارير المالية كمتغيرات معدلة للعلاقة، والإجابة على التساؤلات المرتبطة باختلاف النتائج في ضوء منهجية fsQCA.

تساهم هذه الدراسة في سد الفجوة الخاصة بالدراسات السابقة التي تركز على الرافعة المالية والأداء المالي للشركات من خلال اقتراح نهج شامل. وفي حدود علم الباحثون، يعد هذا البحث من المحاولات الأولى لإستخدام إطار التحليل التكويني باستخدام التحليل المقارن النوعي الغامض (fsQCA) (Ragin, 2008) لدراسة التأثير التفاعلي التوافقي بين الرافعة المالية وجودة التقارير المالية على الأداء المالي للشركات.

٣. نظرية التعقيد Complexity Theory وتطوير تساؤلات البحث:

إن العلاقات بين المتغيرات معقدة بشكل طبيعي، وفي بعض الأحيان غير خطية، ويمكن أن تؤدي التغيرات المفاجئة إلى نتائج ومخرجات مختلفة. تفترض المناهج القائمة على التباين أن العلاقات بين المتغيرات خطية، وإحدى طرق التغلب على ذلك هي فحص الظواهر المعقدة كمجموعات من الظروف المترابطة (Woodside, 2017). ويقدم هذا خطوة نحو الفهم الشامل والمتزامن للأنماط التي تخلقها هذه الظروف، من خلال استخدام منهج نظرية التكوين (Pappas & Woodside, 2021).

فمن منظور نظرية التعقيد، يمكن تصور حالات أداء الشركة على أنها مزيج من أنواع الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات ذات الاهتمام بدلاً من تصنيف سماتها التي يتم التعامل معها بمعزل عن بعضها البعض كما هو الحال في أساليب الانحدار التقليدية، ومن خلال القيام بذلك، فإننا نهدف إلى تصور وتحليل التعقيد السببي الكامن وراء ظاهرة الأداء المالي للشركات من خلال التأثير التفاعلي لمجموعة المتغيرات معاً وليس بشكل فردي.

يعتبر تبني التعقيد السببي أحد المزايا الرئيسية للتحليل المقارن، حيث يكمل بهذه الطريقة النهج الموجه بالمتغير والموجه نحو الحالة. على وجه التحديد، أعاد التحليل الوصفي المقارن QCA تنشيط النظرية التكوينية التي تسمح باكتشاف التعقيد السببي (Misangyi et al., 2017). تؤكد النظرية التكوينية على أن السببية معقدة من حيث إنها تتميز بالسمات الثلاث المترابطة وهي عدم التماثل السببي causal asymmetry، والسببية الملتمحة conjunctural causation، والتكافؤ equifinality في النهاية.

ويتبنى التحليل الوصفي المقارن QCA نهجًا تكوينيًا للسببية في ظل نظرية التعقيد، ويرى أن الظروف السببية مترابطة وتعمل معاً وتعتمد الأساليب التكوينية على فرضية أساسية مفادها أن أنماط السمات ستظهر ميزات مختلفة وتؤدي إلى نتائج مختلفة اعتماداً على كيفية ترتيبها. تمثل الحالات مجموعات من الحالات السببية التي يمكن من خلالها تحديد مسار واحد أو أكثر لتفسير نتيجة معينة. من منظور تصميم البحث، يفتح QCA إمكانية السببية الملتمحة والمساواة وتشير السببية الملتمحة إلى الظروف مجتمعة (وليس بشكل فردي) مما يؤدي إلى نتيجة معينة. تشير المساواة إلى نتيجة واحدة تنشأ عن أكثر من مسار سببي واحد (Maalouf & Hoque, 2022; N. Romero-Castro a,*, M.A. López-Cabarcos b, 2023).

وفي ضوء مبادئ نظرية التعقيد والتحليل الوصفي المقارن، فإن تساؤلات البحث تتمثل في أربعة تساؤلات رئيسية وذلك كما يلي:

١- التساؤل الأول: بناءً على اقتراح الترابط أو التعقيد Conjunction or Complexity proposition:

لا توجد خاصية واحدة للرافعة المالية، أو جودة التقارير المالية أو الاحتفاظ بالنقدية أو حوكمة الشركات/خصائص الشركة تعتبر مؤشراً كافياً أو ضرورياً لمستوى معين من الأداء المالي للشركات، ولكن يتم تفسير الأداء المالي من خلال الترابط بين خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة المتعددة.

٢- التساؤل الثاني: بناءً على اقتراح المساواة النهائية Equifinality proposition:

قد تؤدي مجموعات مختلفة من خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة المتعددة إلى نفس المستوى من الأداء المالي للشركات.

٣- التساؤل الثالث: بناءً على اقتراح عدم التماثل Asymmetry proposition:

يمكن لخصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة أن تساهم في كل من المستويات المرتفعة والمنخفضة للأداء المالي للشركات، بل وقد تكون غير مرتبطة بالأداء المالي للشركة.

٤- التساؤل الرابع: بناءً على اقتراح عدم التماثل السببي Causal asymmetry proposition:

مجموعات خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة التي تؤدي إلى مستويات مرتفعة من الأداء المالي للشركات ليست مرآة عاكسة لتلك المجموعات التي تؤدي إلى مستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات الشركة.

٤. منهجية الدراسة:

يتم اتباع مدخل FsQCA الخاص بالتحليل المقارن للمجموعات الضبابية، والتي تركز على التوصل إلى مجموعة من تكوينات خصائص المتغيرات موضع الدراسة والمؤثرة على الأداء المالي كمتغير تابع وذلك من خلال التركيز على التأثير التفاعلي التوافقي بين المتغيرات المستقلة والمعدلة والرقابية والتي تتيح عدد من التكوينات والحالات التي تؤثر على الأداء المالي وتحركه في اتجاه معين نحو الارتفاع أو الانخفاض طبقاً للتفاعل بين متغيرات الدراسة. ويختلف هذا المنهج عن أسلوب الانحدار التقليدي الذي يدرس التأثير السببي المباشر لمتغير مستقل بعينه على المتغير التابع باختبار العلاقة السببية ذات الاتجاه الواحد من المستقل إلى التابع، بافتراض ثبات باقي المتغيرات الأخرى، وهو افتراض غير عملي لأنه يتجاهل التأثير التفاعلي للمتغيرات المستقلة والمعدلة والرقابية معاً وفي نفس الوقت والتي تشكل سلوك المتغير التابع.

ويتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية. بينما تتكون عينة الدراسة من الشركات المكونة لمؤشر EGX 100 في البورصة المصرية، وذلك بعد استبعاد الشركات التي تنتمي لكلاً من قطاعي البنوك والخدمات المالية، وكذلك بعد استبعاد الشركات التي لا تتوافر عنها بيانات. ومن ثم فإن العينة النهائية ٣٩٠ مشاهدة تغطي ٦٥ شركة غير مالية للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. والشركات المتضمنة في العينة من مصر وتعمل في قطاعات مختلفة، ويشمل ذلك على وجه التحديد الشركات العاملة في قطاعات المواد، والتقديرات الاستهلاكية، والسلع الاستهلاكية الأساسية، والرعاية الصحية، والطاقة، والصناعة، وتكنولوجيا المعلومات، والمرافق العامة، من بين أمور أخرى.

وبالنسبة لقياس المتغيرات فيتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للشركات في معدل العائد على الأصول والذي يمكن قياسه من خلال قسمة صافي الأرباح على إجمالي الأصول (Bian et al., 2022; Zheng, 2022). ويتمثل المتغير المستقل، في الرافعة المالية ويقاس من خلال نسبة الديون وهي تساوي إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (Chen et al., 2023; Dat et al., 2023; Hu et al., 2023). ويتمثل المتغير المعدل، في جودة التقارير المالية، وسوف يتم الاعتماد على نموذج (Jones) المعدل والمقدم بواسطة (Dechow et al., 1995) والذي يعتبر أكثر نماذج الاستحقاقات استخداماً في الدراسات السابقة. وفي إطار التحليل الأساسي تم الاعتماد على جودة الاستحقاقات كمقياس لجودة الأرباح المحاسبية باستخدام نموذج جونز المعدل، وذلك على اعتبار أنه مقياس

شائع الاستخدام في العديد من الدراسات السابقة (Bai et al., 2023; Baig et al., 2022; Du & Shen, 2018; Jiang et al., 2020)، عن طريق ثلاث خطوات وهي:

أ- تحديد إجمالي الاستحقاقات (TAC)، وهي عبارة عن الفرق بين صافي الربح قبل البنود غير العادية والاستثنائية مطروحاً منه صافي التدفقات النقدية التشغيلية. ويعبر عنه المعادلة رقم (١):

$$TAC_{it} = Earnings_{it} - CFO_{it}. \quad (1)$$

حيث أن:

TAC_{it} : إجمالي الاستحقاقات للشركة i عن السنة t .

$Earnings_{it}$: صافي الربح قبل البنود غير العادية والاستثنائية للشركة i عن السنة t . CFO_{it} : صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة i عن السنة t

ب- تقدير إجمالي الاستحقاقات في ضوء معادلة الانحدار التالية للتحكم في تأثير التغيرات التي تحدث في الظروف الاقتصادية للشركة. ويعبر عنه المعادلة رقم (٢):

$$TAC_{it}/TA_{it-1} = a_1 (I/TA_{it-1}) + a_2 [(\Delta REV_{it}/TA_{it-1}) - [(\Delta REC_{it}/TA_{it-1})]] + a_3 (PPE_{it}/TA_{it-1}) + E_{it} \quad (2)$$

حيث أن:

TAC_{it}/TA_{it-1} : إجمالي الاستحقاقات للشركة i عن السنة t مقسوماً على إجمالي أصول الشركة i في نهاية السنة $(t-1)$.

$(\Delta REV_{it}/TA_{it-1})$: إيرادات الشركة i عن السنة t مطروحاً منها الإيرادات عن السنة $(t-1)$ مقسوماً على إجمالي أصول الشركة i في نهاية السنة $(t-1)$.

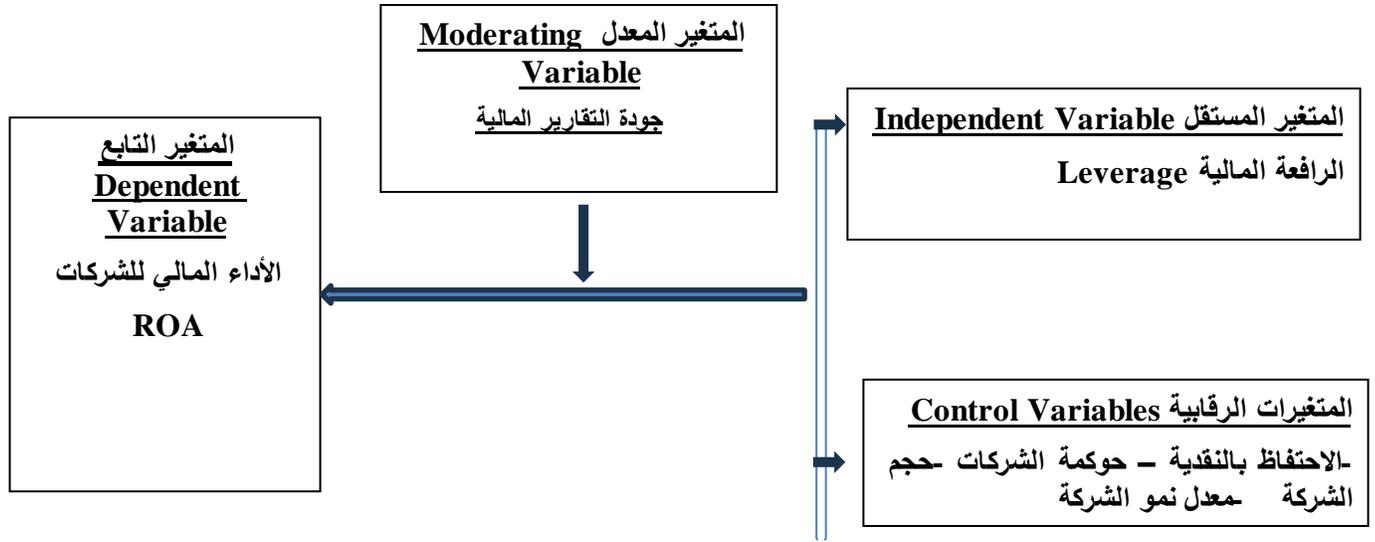
$(\Delta REC_{it}/TA_{it-1})$: إجمالي المتحصلات للشركة i بنهاية السنة t مطروحاً منه إجمالي المتحصلات بنهاية $(t-1)$.

PPE_{it}/TA_{it-1} : إجمالي الأصول الثابتة للشركة i عن السنة t مقسوماً على إجمالي أصول الشركة i في نهاية السنة $(t-1)$.

ج- تحديد قيمة الاستحقاقات الاختيارية (غير العادية) (DAC_{it}) وهي عبارة عن البواقي الإحصائية من تقدير نموذج الانحدار السابق. ومن ثم فإن القيم المطلقة للاستحقاقات الاختيارية تمثل مقياساً عكسياً لجودة الأرباح؛ فكلما زادت قيمة الاستحقاقات الاختيارية انخفضت جودة الأرباح المحاسبية.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، فإن الدراسات التي تتناول أثر الرافعة المالية وجودة التقارير المالية تركز على متغيرات الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات وحجم الشركة وفرص النمو كمتغيرات رقابية (Chen et al., 2023; Dat et al., 2023; Gurdgiev & Ni, 2023; Hsu & Yang, 2022). ويقاس الاحتفاظ بالنقدية من خلال قسمة النقدية وما يكافئها على إجمالي الأصول (Chen et al., 2022; Dat et al., 2023; Zheng, 2022). وبالنسبة لمتغيرات الحوكمة فتم قياس حجم مجلس الإدارة من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة، والاستقلالية عن طريق حساب عدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة، ويتم قياس تنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة عن طريق حساب عدد الأعضاء الإناث في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة. وتقاس ازدواجية دور العضو المنتدب عن طريق استخدام متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حالة قيام شخص واحد بالجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ويأخذ القيمة صفر في حالة عدم الجمع بين الوظيفتين (Chen et al., 2023; Gurdgiev & Ni, 2023; Hu et al., 2023; Jiang et al., 2022; Zhang & Fu, 2023). ويقاس تعدد كبار المساهمين عن طريق متغير وهمي يساوي الواحد الصحيح لسنة الشركة إذا كان لدى الشركة أكثر من مساهم، وكل مساهم له ملكية < 10٪ من الأسهم القائمة) في تلك الشركة. ويساوي الصفر إذا كان بخلاف ذلك (Dat et al., 2023; Jiang et al., 2022; Zhang & Fu, 2023). ويتم قياس فرص النمو من خلال معدل نمو المبيعات للشركة لمدة عام واحد، بينما يقاس حجم الشركة عن طريق لوغاريتم إجمالي الأصول (Chen et al., 2023; Jiang et al., 2022).

وبناء على ما سبق، يوضح الشكل التالي رقم (١) النموذج المقترح للدراسة:



شكل رقم (١): النموذج المقترح للدراسة

المصدر: من إعداد الباحث

يوضح الشكل السابق رقم (١) النموذج المقترح للدراسة حيث تمثل الرافعة المالية المتغير المستقل، بينما يمثل الأداء المالي المتغير التابع. أما جودة التقارير المالية فهي المتغير المعدل Moderator والذي قد يؤدي إلى تغيير العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع سواء من حيث نوعها اتجاهها وقوتها، وكذلك يشمل النموذج المقترح للدراسة على متغيرات رقابية Control Variables وهي الاحتفاظ بالنقدية، حوكمة الشركات (حجم مجلس الإدارة- تنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة- ازدواجية دور العضو المنتدب- استقلالية مجلس الإدارة- تعدد كبار المساهمين)، حجم الشركة ومعدل نمو الشركة للمساعدة في تفسير العلاقة بين المتغير المستقل والتابع.

ولأغراض التحليل الإحصائي والإجابة على تساؤلات البحث، وباستخدام البرامج الإحصائية (SPSS, fsQCA)، سوف يتم اتباع الخطوات التالية لإجراء التحليل النوعي المقارن باستخدام fsQCA، وذلك كما يلي:

(١) معايرة البيانات Data Calibration (أي تحويل المتغيرات إلى مجموعات ضبابية Fuzzy sets): يستخدم FsQCA مقاييس معايرة calibrated measures، حيث يتم تحويل البيانات إلى نطاق [٠، ١]. المعايرة شائعة في العلوم الطبيعية، ولكن ليس بشكل ملحوظ في العلوم الاجتماعية ويمكن استخدامها لإرضاء الباحثين النوعيين في تفسير التباين ذي الصلة وغير ذي الصلة وكذلك الباحثين الكمييين في تحديد الحالات بدقة بالنسبة لبعضها البعض.

(٢) تحديد الحلول المتعددة Obtaining the configurations/solutions: من خلال استخدام التحليل التكويني configurational analysis، لا يهدف FsQCA لقياس المساهمة الفريدة لكل متغير في البيانات الإجمالية المرصودة؛ بدلاً من ذلك، هدفها هو تحديد الحلول المعقدة ومجموعات المتغيرات المستقلة.

(٣) تفسير النتائج.

٥. النتائج:

١-٥ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يعرض الجدول رقم (١) الإحصائيات الوصفية لجميع المتغيرات التي تم تحليلها للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. ومن الجدير بالذكر أن ROA يوضح متوسط قيمة 0.05، بمدى يتراوح من -1.439 إلى 0.483، مع انحراف معياري قدره 0.17. بينما بلغ متوسط معدل الاحتفاظ بالنقدية وما يكافئها 14.4% بانحراف معياري قدره 15.6%. وأن متوسط الرافعة المالية (Lev) 0.257 بانحراف معياري قدره 0.653، وأن متوسط جودة التقارير المالية (FRQ) 0.005 بانحراف معياري قدره 0.113. وتشير القيم المتوسطة لخصائص مجلس الإدارة إلى أن متوسط نسبة تمثيل الإناث في مجالس الإدارة (Gend) يمثل 11.3% بانحراف معياري قدره 12%، وأن متوسط حجم مجلس الإدارة (Bsize) يضم من 8 إلى 9 أعضاء بانحراف معياري قدره 2.675. بالإضافة إلى ذلك، تتكون مجالس

الإدارة من مديرين مستقلين بنسبة 74.3% في المتوسط بانحراف معياري قدره ١٦%، في حين أن إزدواجية دور العضو المنتدب (DuI) موجود في حوالي 46.7% من الحالات في المتوسط بانحراف معياري قدره ٥٠%، بينما يبلغ متوسط وجود تعدد كبار المساهمين في عينة الدراسة 55.6% بانحراف معياري قدره 0.497.

متوسط قيم خصائص الشركة هو كما يلي: معدل نمو الشركة (Growth) تبلغ حوالي 10.3%، ويبلغ متوسط لوغاريتم حجم الشركة (C-size) 9.45. وبلغ الانحراف المعياري لكلا منهما على الترتيب 0.269 و 0.713.

جدول (١): الإحصائيات الوصفية ومصفوفة الارتباط

Descriptive Statistics						Correlation										
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. ROA	390	-1.439	.483	0.050	0.170	1										
2. Cash	390	.000	.757	0.144	0.156	.342**	1									
3. Lev	390	.000	7.919	0.257	0.653	-.817**	-.141**	1								
4. FRQ	390	-.512	.681	0.005	0.113	-.005	-.004	.178**	1							
5. Bsize	390	4	17	8.633	2.675	.138**	.021	-.107*	-.009	1						
6. Gend	390	0.000	.500	0.116	0.120	.048	-.043	-.001	.003	.131**	1					
7. Dul	390	0	1	0.467	0.500	.108*	.153**	.012	.111*	.171**	.091	1				
8. Indep	390	.250	1.000	0.743	0.160	.068	-.055	-.168**	-.043	.347**	.163**	.030	1			
9. Multi	390	0	1	0.556	0.497	.133**	-.064	-.045	.069	.225**	.147**	.183**	.023	1		
10. Growth	390	-1.053	1.912	0.103	0.269	.243**	.031	-.046	.058	.049	.037	-.011	.046	.048	1	
11. C-size	390	7.305	11.143	9.453	0.713	.291**	-.022	-.238**	-.072	.349**	-.092	-.081	.020	.055	.029	1
Valid N (listwise)	390					**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).										
						*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).										

المصدر: من إعداد الباحث

كما يعرض الجدول رقم (١/٥) الارتباطات ثنائية المتغير للمتغيرات قيد التحليل للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. من ناحية، يرتبط ROA بشكل كبير بالمتغيرات الأخرى. ومع ذلك، بما أن تقريباً جميع معاملات الارتباط صغيرة، فقد تم اقتراح علاقات غير متماثلة (Woodside, 2013).

كما تشير نتائج الارتباطات الثنائية بين المتغيرات المعروضة في الجدول رقم (١) إلى علاقات مهمة بين مختلف سمات الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية ومجلس الإدارة وهيكل الملكية وخصائص الشركات. ومع ذلك، فإن هذه الارتباطات أقل من ٤،٠، مما يشير إلى علاقات غير متماثلة (Woodside, 2013). يشير هذا إلى أن كل متغير يقاس سمة فريدة ومستقلة (Wu et al., 2014)، مما يتجنب مشكلات التعددية الخطية في الاختبارات المتماثلة التقليدية.

٢-٥ الحالات المتعارضة contrarian cases

لقد أجرينا تحليل حالة متناقضة لتحديد الحالات التي تظهر علاقات معاكسة لما يوجد عادةً في الدراسات السابقة (Woodside, 2014) وهو شائع في العينات الكبيرة (Hsiao et al., 2015) لاستكشاف العلاقات بين المتغيرات في هذه الدراسة، قمنا بتقسيم العينة إلى شرائح خماسية وقمنا بإجراء جداول منقطة، مما أدى إلى إنشاء جداول ٥ × ٥ الجدول رقم (٢) لكل حالة سابقة (الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وسمات الحوكمة وخصائص الشركات) مع متغير الأداء المالي للشركات، مما يمكننا من قياس ارتباطهم (Pappas & Woodside, 2021).

حيث تم تقسيم الأداء المالي إلى خمس مستويات، كما تم تقسيم باقي متغيرات الدراسة (الرافعة المالية - جودة التقارير المالية - الاحتفاظ بالنقدية - حجم مجلس الإدارة - تنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة - إزدواجية دور العضو المنتدب - استقلالية مجلس الإدارة - تعدد كبار المساهمين - معدل نمو الشركات - حجم الشركة) إلى خمس مستويات، بحيث يكون (1,2) تشير إلى المستوى المنخفض بينما (4,5) تشير إلى المستوى المرتفع، والمستوى (3) يشير إلى المستوى المتوسط سواء للأداء المالي أو مستوى الاحتفاظ بالنقدية أو باقي متغيرات الدراسة.

أكد التحليل وجود حالات متعارضة، كما هو موضح في الجدول رقم (٢). على سبيل المثال، على الرغم من الأدلة السائدة على وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات (Alam et al., 2022; Chang et al., 2017; Wu et al., 2021;)، فقد وجدنا حالات حققت فيها الشركات ذات مستويات رافعة مالية منخفضة أداء مالي مرتفع. على وجه التحديد، من بين

إجمالي ٣٩٠ حالة، أظهرت ٨٤ حالة ذات مستويات رافعة مالية منخفضة (الصف ١ و ٢) مستويات عالية من الأداء المالي للشركات (العمود ٤ و ٥). وعلى النقيض، أظهرت الشركات التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية (الصف ٤ و ٥) مستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات (العمود ١ و ٢) لعدد حالات ٨٠ حالة. يتماشى هذا مع الأدلة غير الحاسمة في الدراسات السابقة الخاصة بتأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات (Choi & Park, 2022; DeAngelo & DeAngelo, 2007; Graham, 2000) وهو ما تم تأكيده عند قياس علاقة باقي المتغيرات مع الأداء المالي.

جدول رقم (٢): العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
1	14	7	8	14	35	78
	17.95%	8.97%	10.26%	17.95%	44.87%	100.00%
2	13	15	15	14	21	78
	16.67%	19.23%	19.23%	17.95%	26.92%	100.00%
3	6	21	17	21	13	78
	7.69%	26.92%	21.79%	26.92%	16.67%	100.00%
4	10	17	26	17	8	78
	12.82%	21.79%	33.33%	21.79%	10.26%	100.00%
5	35	18	12	12	1	78
	44.87%	23.08%	15.38%	15.38%	1.28%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

وفيما يلي الجداول ارقام (٣، ٤، ٥، ٦، ٧، ٨، ٩، ١٠، ١١) التي توضح العلاقة بين باقي متغيرات النموذج المعدلة والرقابية (٩ متغيرات) مع الأداء المالي للشركات.

جدول رقم (٣): العلاقة بين جودة التقارير المالية والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
1	26	10	17	13	12	78
	33.33%	12.82%	21.79%	16.67%	15.38%	100.00%
2	19	20	16	13	10	78
	24.36%	25.64%	20.51%	16.67%	12.82%	100.00%
3	17	23	16	11	11	78
	21.79%	29.49%	20.51%	14.10%	14.10%	100.00%
4	5	18	20	20	15	78
	6.41%	23.08%	25.64%	25.64%	19.23%	100.00%
5	11	7	9	21	30	78
	14.10%	8.97%	11.54%	26.92%	38.46%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم (٤): العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
1	26	14	22	8	8	78
	33.33%	17.95%	28.21%	10.26%	10.26%	100.00%
2	21	29	10	14	4	78
Percentile Group of Cash Observations (Percentage)	26.92%	37.18%	12.82%	17.95%	5.13%	100.00%
3	17	18	19	17	7	78
	21.79%	23.08%	24.36%	21.79%	8.97%	100.00%
4	10	13	16	19	20	78
	12.82%	16.67%	20.51%	24.36%	25.64%	100.00%
5	4	4	11	20	39	78
	5.13%	5.13%	14.10%	25.64%	50.00%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم (٥): العلاقة بين حجم مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
1	26	20	11	7	11	75
Percentile Group of Bsize Observations (Percentage)	34.67%	26.67%	14.67%	9.33%	14.67%	100.00%
2	19	9	19	15	11	73
	26.03%	12.33%	26.03%	20.55%	15.07%	100.00%
3	12	6	9	15	12	54
	22.22%	11.11%	16.67%	27.78%	22.22%	100.00%
4	12	21	22	24	26	105
	11.43%	20.00%	20.95%	22.86%	24.76%	100.00%
5	9	22	17	17	18	83
	10.84%	26.51%	20.48%	20.48%	21.69%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم (٦): العلاقة بين تنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
1	35	41	26	20	29	151
Percentile Group of Gend Observations (Percentage)	23.18%	27.15%	17.22%	13.25%	19.21%	100.00%
3	12	14	16	19	26	87
	13.79%	16.09%	18.39%	21.84%	29.89%	100.00%
4	24	8	18	18	7	75
	32.00%	10.67%	24.00%	24.00%	9.33%	100.00%
5	7	15	18	21	16	77
	9.09%	19.48%	23.38%	27.27%	20.78%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم (٧): العلاقة بين إزدواجية دور العضو المنتدب والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
2	51	47	46	37	27	208
Percentile Group of Dul Observations (Percentage)	24.52%	22.60%	22.12%	17.79%	12.98%	100.00%
4	27	31	32	41	51	182
	14.84%	17.03%	17.58%	22.53%	28.02%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم (٨): العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
1	12	11	18	13	22	76
	15.79%	14.47%	23.68%	17.11%	28.95%	100.00%
2	16	26	17	9	8	76
Percentile Group of Indep Observations (Percentage)	21.05%	34.21%	22.37%	11.84%	10.53%	100.00%
3	22	21	13	16	13	85
	25.88%	24.71%	15.29%	18.82%	15.29%	100.00%
4	18	10	10	14	14	66
	27.27%	15.15%	15.15%	21.21%	21.21%	100.00%
5	10	10	20	26	21	87
	11.49%	11.49%	22.99%	29.89%	24.14%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم (٩): العلاقة بين تعدد كبار المساهمين والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
2	40	36	35	26	36	173
Percentile Group of Multi Observations (Percentage)	23.12%	20.81%	20.23%	15.03%	20.81%	100.00%
4	38	42	43	52	42	217
	17.51%	19.35%	19.82%	23.96%	19.35%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم (١٠): العلاقة بين معدل نمو الشركات والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
1	32	12	16	13	5	78
	41.03%	15.38%	20.51%	16.67%	6.41%	100.00%
2	15	28	14	11	10	78
	19.23%	35.90%	17.95%	14.10%	12.82%	100.00%
3	14	15	18	18	13	78
	17.95%	19.23%	23.08%	23.08%	16.67%	100.00%
4	9	14	17	20	18	78
	11.54%	17.95%	21.79%	25.64%	23.08%	100.00%
5	8	9	13	16	32	78
	10.26%	11.54%	16.67%	20.51%	41.03%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم (١١): العلاقة بين حجم الشركة والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of ROA					Total
	1	2	3	4	5	
1	28	17	9	11	13	78
	35.90%	21.79%	11.54%	14.10%	16.67%	100.00%
2	17	8	13	18	22	78
	21.79%	10.26%	16.67%	23.08%	28.21%	100.00%
3	15	10	23	18	12	78
	19.23%	12.82%	29.49%	23.08%	15.38%	100.00%
4	8	14	14	18	24	78
	10.26%	17.95%	17.95%	23.08%	30.77%	100.00%
5	10	29	19	13	7	78
	12.82%	37.18%	24.36%	16.67%	8.97%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390

المصدر: من إعداد الباحث

أكدت الجداول (من ٣ - ١١) على الحالات المتعارضة بالنسبة لكل متغير من متغيرات الدراسة على النحو التالي:

- (١) بالنسبة لجودة التقارير المالية، وجد عدد حالات (٤٨) ذات جودة تقارير مالية منخفضة مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٤١) ذات جودة تقارير مالية مرتفعة مع أداء منخفض.
- (٢) بالنسبة للاحتفاظ بالنقدية، وجد عدد حالات (٣٤) لديها مستوى احتفاظ بالنقدية منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٣١) ذات مستوى احتفاظ بالنقدية منخفض مرتفع مع أداء منخفض.
- (٣) بالنسبة لحجم مجلس الإدارة، وجد عدد حالات (٤٤) حجم مجلس إدارة منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٦٤) مجلس إدارة مرتفع مع أداء منخفض.
- (٤) بالنسبة لتنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة، وجد عدد حالات (٩٤) لتنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٥٤) لتنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة مرتفع مع أداء منخفض.
- (٥) بالنسبة لإزدواجية دور العضو المنتدب وجد عدد حالات (٦٤) لا يوجد بها إزدواجية دور العضو المنتدب مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٥٨) لإزدواجية دور العضو المنتدب مع أداء منخفض.

- ٦) بالنسبة لاستقلالية مجلس الإدارة، وجد عدد حالات (٥٢) ذات استقلالية مجلس إدارة منخفضة مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٤٨) ذات استقلالية مجلس إدارة مرتفعة مع أداء منخفض.
- ٧) بالنسبة لتعدد كبار المساهمين، وجد عدد حالات (٦٢) لتعدد كبار المساهمين منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٨٠) لتعدد كبار المساهمين مرتفع مع أداء منخفض.
- ٨) بالنسبة لمعدل نمو الشركات، وجد عدد حالات (٣٩) ذات معدلات نمو منخفضة مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٤٠) ذات معدلات نمو منخفضة مرتفعة مع أداء منخفض.
- ٩) بالنسبة لحجم الشركة، وجد عدد حالات (٦٤) تنسم بانخفاض حجم الشركة ولديها أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٦١) حجم شركة مرتفع مع أداء منخفض.

تثبت هذه الحالات المتعارضة قصور المنهجية التقليدية لتحليل الانحدار الذي يحصر العلاقة بين المتغير المستقل والتابع في اتجاه واحد فقط والتعامل مع كل متغير بشكل فردي متجاهلاً باقي المتغيرات، حيث أشارت النتائج السابقة إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل وهو الرافعة المالية تختلف مع المتغير التابع (الأداء المالي) حسب نمط وشكل باقي المتغيرات المعدلة والرقابية، فالمتغير المستقل قد يؤثر إيجابياً على المتغير التابع في ظل مواصفات (خصائص) معينة لباقي المتغيرات المعدلة والرقابية، وهو نفسه يؤثر سلباً على المتغير التابع إذا تغيرت مواصفات المتغيرات المعدلة والرقابية، وبما ينفي الفكرة الأصلية لأسلوب الانحدار الذي يحصر العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع في اتجاه وحيد فقط متجاهلاً دور وأهمية التفاعل التوافقي بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات المعدلة والرقابية والتي تغير شكل ونوع العلاقة بتغير نوع التفاعل فيما بينهما.

ونخلص مما سبق إلى أن هذه الحالات المتعارضة تتحدى جوهر المنهجية التقليدية القائمة على تحليل الانحدار وتسلط الضوء على مدى تعقيد العلاقات بين المتغيرات التي يتم دراستها. تؤكد هذه النتائج على ضرورة النظر في العوامل السياقية المختلفة عند تحليل تأثير الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص حوكمة الشركات (مجلس الإدارة وهيكل الملكية) وخصائص الشركة (حجم الشركة ومعدل النمو) على الأداء المالي للشركات (ROA) في البيئة المصرية.

٣-٥ نتائج الإجابة على تساؤلات البحث

٣-٥-١ اختبار ضرورة المتغيرات

نقوم أولاً بإجراء تحليل الشروط اللازمة لتحقيق النتيجة (الأداء المالي للشركات). يوضح الجدول رقم (١٢) قيم الاتساق والتغطية لجميع الشروط السابقة (الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية وخصائص الشركة) من حيث المساهمة في تحقيق المستويات المرتفعة والمنخفضة من الأداء المالي للشركات.

جدول رقم (١٢): تحليل ضرورية المتغيرات

Outcome variable: ROAZ المستوى المرتفع من الأداء المالي Conditions			Outcome variable: ~ROAZ المستوى المنخفض من الأداء المالي Conditions		
tested:	Consistency	Coverage	tested:	Consistency	Coverage
CashZ	0.724365	0.804226	CashZ	0.553061	0.598
~CashZ	0.637919	0.594416	~CashZ	0.818938	0.743162
LevZ	0.52971	0.609055	LevZ	0.680335	0.761813
~LevZ	0.792844	0.718052	~LevZ	0.650868	0.574074
FRQZ	0.741573	0.75382	FRQZ	0.656013	0.649432
~FRQZ	0.655127	0.661657	~FRQZ	0.751325	0.738997
BsizeZ	0.712623	0.712153	BsizeZ	0.649881	0.632492
~BsizeZ	0.632251	0.649645	~BsizeZ	0.704241	0.704717
GendZ	0.582296	0.70726	GendZ	0.550463	0.651135
~GendZ	0.712775	0.619496	~GendZ	0.75252	0.63696
IndepZ	0.707511	0.667097	IndepZ	0.683713	0.627822
~IndepZ	0.605273	0.662731	~IndepZ	0.63746	0.679744
Dul	0.519739	0.564231	Dul	0.412171	0.435769
~Dul	0.480261	0.456202	~Dul	0.587829	0.543798
Multi	0.573439	0.52212	Multi	0.538925	0.47788
~Multi	0.426561	0.487168	~Multi	0.461075	0.512832
GrowthZ	0.753619	0.794981	GrowthZ	0.620258	0.637213
~GrowthZ	0.656089	0.639517	~GrowthZ	0.800436	0.759842
CsizeZ	0.688734	0.694003	CsizeZ	0.679867	0.667176
~CsizeZ	0.669703	0.682343	~CsizeZ	0.688182	0.682859

المصدر: من إعداد الباحث

من الجدول السابق رقم (١٢) نستنتج أنه لا يعد أي من المتغيرات شرطاً ضرورياً لتحقيق مستويات عالية أو منخفضة من الأداء المالي للشركات، لأن جميع قيم الاتساق Consistency أقل من ٠,٧٤، حيث أشارت الدراسات السابقة إلى أنه حتى يصبح متغير بعينه ضروري لتحقيق مستوى معين من الأداء فلا بد أن يبلغ قيمة الاتساق له ٠,٧٤ فأكثر، وهو ما لم يتحقق لمتغيرات الدراسة حيث أن جميعها أقل من ٠,٧٤، أي أنه لا يوجد أيًا من هذه المتغيرات ضرورياً لتحقيق مستوى معين من الأداء (Ragin, 2008).

٢-٣-٥ تحليل الكفاية

يبين الجدول رقم (١٣) درجات الاتساق Consistency والتغطية Coverage لجميع المتغيرات (الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية وخصائص الشركة) التي تتنبأ بمستويات عالية من الأداء المالي للشركات. وكما تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (١٣)، لا يوجد خاصية بعينها من الرافعة المالية، أو جودة التقارير المالية، أو الاحتفاظ بالنقدية، أو مجلس إدارة، أو هيكل الملكية، أو سمة من سمات الشركات بمفردها تفسر المستويات المرتفعة للأداء المالي للشركة. بل على العكس من ذلك، يمكن تحقيق نفس المستوى من الأداء المالي للشركة من خلال مجموعات مختلفة من المتغيرات والخصائص.

ويوضح الجدول السابق رقم (١٣) أن هناك 35 تكويناً مختلفاً من خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية والحوكمة وخصائص الشركات ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالمستويات المرتفعة من أداء الشركة ولديها صلاحية مناسبة validity حيث بلغت في الجدول رقم (١٣) قيم تغطية الحل solution coverage ٠,٦١، وقيم اتساق الحل هو solution consistency ٠,٨٠٣ لتكون مفيدة (Woodside, 2013). وفي كل تكوين، هناك متغيرات تساهم بشكل إيجابي في مستويات عالية من الأداء المالي للشركة ومتغيرات تساهم بشكل سلبي (~) في مستويات عالية من الأداء المالي للشركة.

جدول رقم (١٣): تكوينات الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات التي تتنبأ بالمستويات المرتفعة من الأداء المالي للشركات (المتغير التابع ROA)

Configuration (ROA)	cash	debit	FRQ	B size	Gend	Indep	Dual	Mult	Growth	Fsize	Raw coverage	Unique coverage	Consistency
1	~	~	~	~	~		~	~	~	~	0.071	0.002	0.723
2	~	~	~	~	~	•		~	~	~	0.092	0.006	0.774
3	~	•	•	~	~	~	~	~		~	0.048	0.005	0.841
4	•	~		~	•	~	~	~	~	~	0.055	0.004	0.959
5	•	~	~	~	•	~	~	~		~	0.054	0.003	0.966
6	~	~	~	~	•	•	~	~		~	0.063	0.008	0.748
7	~	~	~	•	~	•	~	~	~	•	0.079	0.003	0.879
8	•	~	~	~	~	~	•	~		•	0.039	0.016	0.917
9	~	~	~	•	~	~	~		•	•	0.131	0.006	0.964
10	~	•	~	•	~	~	~	•		•	0.077	0.002	0.798
11	•	~	•	•	~	•	•		~	~	0.119	0.010	0.948
12	~	•	•	~	•	~	~	•	•	~	0.058	0.006	0.895
13	•	•	•	•	~	~	~		~	•	0.105	0.006	0.940
14		•	~	•	~	~	~	•	•	•	0.074	0.002	0.862
15	•	~		•	•	•	•	•	~	~	0.097	0.004	0.890
16	~	•	•	~	•	•		•	•	~	0.108	0.009	0.935
17	•	•	•	•	~		~	•	~	•	0.061	0.001	0.926
18	•	~	•	•	~	~	•		•	•	0.097	0.015	0.994
19	•	~	•	•	•	•	•	•		~	0.107	0.006	0.925
20	•	~		•	~	•	•	•	•	•	0.096	0.008	1.000
21	~	•	~	~	•	~	~	•	~	~	0.041	0.002	0.762
22	•	•	~	~	•	~	~	~	~	•	0.043	0.001	0.947
23	~	•	~	~	~	~	•	•	~	•	0.058	0.005	0.847
24	~	•	~	•	~	•	~	•	•	~	0.058	0.003	0.873
25	•	~	•	~	•	•	~	~	~	•	0.063	0.011	0.970
26	~	~	•	•	~	•	~	•	~	•	0.068	0.009	0.974
27	~	•	~	•	•	•	~	•	~	•	0.053	0.004	0.807
28	~	•	~	•	~	•	•	•	~	•	0.065	0.008	0.957
29	~	•	•	•	~	•	~	~	•	•	0.069	0.005	0.962
30	~	•	~	~	•	•	~	•	•	•	0.051	0.004	0.915
31	~	•	•	~	~	~	•	•	•	•	0.061	0.005	0.880
32	•	•	•	~	•	~	•	•	•	~	0.053	0.008	0.978
33	•	•	•	•	•	~	~	•	•	•	0.051	0.004	0.953
34	•	~	•	•	~	•	•	•	~		0.095	0.000	0.942
35	•	~	•	•	~	•	•	•		•	0.098	0.001	0.981

solution coverage: 0.613068

solution consistency: 0.803622

من إعداد الباحث

على سبيل المثال، فيما يتعلق بالتكوين الأول في الجدول رقم (١٣) (-الدين * ~ النقدية * ~ جودة التقارير المالية * ~ حجم مجلس الإدارة * ~ تمثيل الإناث في مجلس الإدارة الإدارة * ~ ازدواجية دور العضو المنتدب * ~ تعدد ملكية كبار المساهمين * ~ معدل النمو * ~ حجم الشركة)، فإنه يشير إلى أن بعض الشركات الصغيرة الحجم ذات معدلات النمو المنخفضة والتي لديها مستويات منخفضة من النقدية ونسبة الديون، وتتسم بانخفاض جودة التقارير المالية وضعف ممارسات حوكمة الشركات بها حيث انخفاض حجم مجلس الإدارة وانخفاض نسب تمثيل الإناث في عضوية مجالس الإدارات فضلاً عن ازدواجية دور العضو المنتدب حيث يكون الرئيس التنفيذي هو أيضاً رئيس مجلس الإدارة، فضلاً عن عدم تعدد كبار المساهمين، سيكون لديها مستوى مرتفع من الأداء المال (ROA). مؤشر الاتساق لهذا التكوين هو ٠,٧٢٣ ومؤشر التغطية الفريد الخاص به هو ٠,٠٠٢.

ووفقاً للنتائج التي تم التوصل إليها، فإن تأثير كلاً من الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة/خصائص الشركة على الأداء المالي للشركات يكون إيجابياً أحياناً، وسلبياً أحياناً، وأحياناً غير موجود. ولذلك، فإن كل صفة فردية في الاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة / الشركة قد يكون لها تأثير إيجابي على الأداء المالي للشركة، أو تأثير سلبي، أو غير مؤثر.

٣-٥ النسب المئوية للحالات

يلخص الجدول رقم (١٤) النسب المئوية للتكوينات التي توجد بها كل خاصية من خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة/ خصائص الشركة.

جدول رقم (١٤): ملخص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية وخصائص الحوكمة والشركات التي تتنبأ بالمستويات المرتفعة من الأداء المالي للشركات (المتغير التابع ROA)

ROA	Positively		Negatively		Total	
Cash	16/35	45.71%	18/35	51.43%	34/35	97.14%
Debit	18/35	51.43%	16/35	45.71%	34/35	97.14%
FRQ	16/35	45.71%	16/35	45.71%	32/35	91.43%
B size	19/35	54.29%	16/35	45.71%	35/35	100.00%
Gend	14/35	40.00%	21/35	60.00%	35/35	100.00%
Indep	17/35	48.57%	15/35	42.86%	32/35	91.43%
Duality	12/35	34.29%	21/35	60.00%	33/35	94.29%
Multi	20/35	57.14%	11/35	31.43%	31/35	88.57%
Growth	12/35	34.29%	16/35	45.71%	28/35	80.00%
Csize	20/35	57.14%	14/35	40.00%	34/35	97.14%

المصدر: من إعداد الباحث

ويوضح الجدول السابق رقم (١٤) أن هناك متغيرات ذات قيم مرتفعة تحقق مستويات مرتفعة من الأداء المالي، ونفس هذه المتغيرات بقيم منخفضة تحقق أيضاً مستوى مرتفع من الأداء. على سبيل المثال إن الرافعة المالية، وهي من السمات التي تظهر في أغلب التكوينات التي تتنبأ بمستويات مرتفعة من الأداء المالي للشركات حيث ظهرت في ٣٤ تكوين من إجمالي ٣٥ تكويناً، فيها ١٦ مرة ظهرت الرافعة المالية بمستوى منخفض مع أداء مرتفع وكذلك ١٨ مرة ظهرت الرافعة المالية بمستوى مرتفع مع أداء مرتفع. إن جودة التقارير المالية، تظهر في أغلب التكوينات التي تتنبأ بمستويات مرتفعة من الأداء المالي للشركات حيث ظهرت في ٣٢ تكوين من إجمالي ٣٥، فيها ١٦ مرة ظهرت بمستوى منخفض مع أداء مرتفع وكذلك ١٦ مرة ظهرت بمستوى مرتفع مع أداء مرتفع. كما أن الاحتفاظ بالنقدية، تظهر أيضاً في أغلب التكوينات التي تتنبأ بمستويات مرتفعة من الأداء المالي للشركات حيث ظهرت في ٣٤ تكوين من إجمالي ٣٥ فيها ١٨ مرة ظهرت النقدية بمستوى منخفض مع أداء مرتفع وكذلك ١٦ مرة ظهرت النقدية بمستوى مرتفع مع أداء مرتفع. يظهر حجم مجلس الإدارة في ٣٥ من أصل ٣٥ تكوين، مع ١٩ مرة من التأثير الإيجابي و ١٦ مرة من التأثير السلبي، في حين يظهر تمثيل الإناث في مجلس الإدارة في ٣٥ من أصل ٣٥ تكوين، مع ١٤ مرة من التأثير الإيجابي و ٢١ مرة من التأثير السلبي. وفي ١٧ تكويناً من أصل ٣٥، يكون تأثير الاستقلالية على أداء الشركة إيجابياً، وفي ١٥ تكويناً يكون تأثيره سلبياً. بينما، يكون تأثير الازدواجية على أداء الشركة إيجابياً في ١٢ تكوين، وفي ٢١ تكويناً يكون تأثيره سلبياً، ويكون تأثير تعدد كبار المساهمين ٢٠ مرة تأثير إيجابي و ١١ مرة تأثير سلبي. من ناحية أخرى، فإن سمة فرص النمو هي الأقل ظهوراً (٢٨ من إجمالي ٣٥ تكويناً). في ١٢ تكويناً يكون تأثيره إيجابياً وفي ١٦ تكويناً يكون تأثيره سلبياً. وحجم الشركة تظهر في ٣٤ تكوين من أصل ٣٥ تكوين، منهم ٢٠ مرة التأثير إيجابي و ١٤ مرة تأثير سلبي.

وللإجابة على التساؤلات ٣ و ٤ (مبادئ عدم التماثل وعدم التماثل السببي)، يتم تطبيق نفس المنهجية باستخدام مستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات كنتيجة كما يوضح الجدولين رقم ١٥ ورقم ١٦.

جدول رقم (١٥): تكوينات الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات التي تتنبأ بالمستويات المنخفضة من الأداء المالي للشركات (المتغير التابع ~ROA)

Configuration (~ROA)	cash	debit	FRQ	B size	Gend	Indep	Dual	Mult	Growth	Fsize	Raw coverage	Unique coverage	Consistency
1	~	~	~	~	~	~	~	~	~	~	0.099	0.008	0.988
2	~	~	~	~	~	•	~	~	~	~	0.120	0.012	0.982
3	~	•	•	~	~	~	~	~	~	~	0.058	0.012	0.991
4	•	~	~	~	•	~	~	~	~	~	0.053	0.003	0.896
5	•	~	~	~	•	~	~	~	~	~	0.050	0.001	0.870
6	~	~	~	~	•	•	~	~	~	~	0.083	0.019	0.953
7	~	~	~	•	~	•	~	~	~	•	0.090	0.010	0.979
8	~	~	~	•	~	~	~	~	•	•	0.135	0.009	0.967
9	~	•	~	•	~	~	~	•	~	•	0.096	0.008	0.964
10	~	•	•	~	•	~	~	•	•	~	0.055	0.005	0.839
11	•	•	•	•	~	~	~	~	~	•	0.110	0.005	0.965
12	~	•	~	•	~	~	~	•	•	•	0.083	0.000	0.934
13	•	~	•	•	~	•	•	•	~	~	0.075	0.005	0.726
14	•	~	~	•	•	•	•	•	~	~	0.094	0.007	0.839
15	~	•	•	~	•	•	~	•	•	~	0.108	0.009	0.914
16	•	•	•	•	~	~	~	•	~	•	0.065	0.001	0.962
17	•	~	•	•	•	•	•	•	~	~	0.092	0.004	0.775
18	~	•	~	~	•	~	~	•	~	~	0.053	0.008	0.973
19	•	~	~	~	~	~	•	~	~	•	0.030	0.007	0.877
20	•	•	~	~	•	~	~	~	~	•	0.046	0.002	0.996
21	~	•	~	~	~	~	•	•	~	•	0.070	0.013	0.985
22	~	•	~	•	~	•	~	•	•	~	0.063	0.003	0.929
23	•	~	•	~	•	•	~	~	~	•	0.061	0.010	0.916
24	~	~	•	•	~	•	~	•	~	•	0.068	0.007	0.956
25	~	•	~	•	•	•	~	•	~	•	0.066	0.011	0.989
26	~	•	~	•	~	•	•	•	~	•	0.067	0.006	0.950
27	~	•	•	•	~	•	~	~	•	•	0.071	0.005	0.974
28	•	~	•	•	~	~	•	~	•	•	0.026	0.008	0.787
29	~	•	~	~	•	•	~	•	•	•	0.055	0.004	0.954
30	~	•	•	~	~	~	•	•	•	•	0.067	0.009	0.952
31	•	•	•	~	•	~	•	•	•	~	0.043	0.001	0.782
32	•	•	•	•	•	~	~	•	•	•	0.051	0.002	0.929

solution coverage: 0.614125
 solution consistency: 0.838382

من إعداد الباحث

وأخيراً، يلخص الجدول رقم (١٦) النسبة المئوية للتكوينات التي تنتبأ بالمستويات المنخفضة من الأداء المالي للشركات والتي تتواجد فيها كل خاصية فردية على حدة.

جدول رقم (١٦): ملخص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات التي تنتبأ بالمستويات المنخفضة من الأداء المالي للشركات (المتغير التابع ROA~)

	Positively		Negatively		Total	
Cash	13/32	40.63%	18/32	56.25%	31/32	96.88%
Debit	18/32	56.25%	13/32	40.63%	31/32	96.88%
FRQ	14/32	43.75%	16/32	50.00%	30/32	93.75%
B size	16/32	50.00%	16/32	50.00%	32/32	100.00%
Gend	14/32	43.75%	18/32	56.25%	32/32	100.00%
Indep	14/32	43.75%	15/32	46.88%	29/32	90.63%
Duality	9/32	28.13%	21/32	65.63%	30/32	93.75%
Multi	18/32	56.25%	12/32	37.50%	30/32	93.75%
Growth	11/32	34.38%	16/32	50.00%	27/32	84.38%
Csize	18/32	56.25%	13/32	40.63%	31/32	96.88%

المصدر: من إعداد الباحث

من الجدول السابق، على سبيل المثال، يتضح أن الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحجم مجلس الإدارة وحجم الشركة من أكثر السمات ظهوراً، وتكون مساهمتها في المستويات المنخفضة من أداء الشركة إيجابية (١٨ ١٤ ١٣ ١٦ من أصل ٣٢ تكويماً، على التوالي)، إلا أنها في نفس الوقت تكون سلبية (١٣ ١٦ ١٨ ١٦ ١٣ من أصل ٣٢ تكويماً على التوالي).

٣-٥-٤- الإجابة على تساؤلات البحث

٣-٥-٤-١- الإجابة على التساؤل الأول

بناءً على اقتراح الترابط أو التعقيد Conjunction or Complexity proposition، فإن التساؤل الأول نص على أنه:

لا توجد خاصية واحدة للرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات / خصائص الشركة تعتبر مؤشراً كافياً أو ضرورياً لمستوى معين من أداء الشركة، ولكن يتم تفسير الأداء من خلال الترابط بين خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة المتعددة.

ووفقاً لنتائج الجدول رقم (١٢)، أشارت الدراسات السابقة إلى أنه حتى يصبح متغير بعينه ضروري لتحقيق مستوى معين من الأداء فلا بد أن يبلغ قيمة الاتساق له ٠,٧٤ فأكثر، وهو ما لم يتحقق لمتغيرات الدراسة حيث ان جميعها أقل من ٠,٧٤، أي أنه لا يوجد أي من هذه المتغيرات ضرورياً لتحقيق مستوى معين من الأداء (Ragin, 2008). وهو ما تم التأكيد عليه من خلال نتائج الجدول رقم (١٣) والجدول رقم (١٥).

وبالتالي فإن النتائج تدعم التساؤل الأول

٣-٥-٤-٢- الإجابة على التساؤل الثاني

الفرض الثاني: بناءً على اقتراح المساواة النهائية Equifinality proposition، فإن التساؤل الثاني نص على أنه:

قد تؤدي مجموعات مختلفة من خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة إلى نفس المستوى من الأداء المالي للشركات.

يتم دعم المساواة النهائية أيضاً من خلال النتائج الموجودة في الجدول رقم (١٣) والجدول رقم (١٤)، حيث تؤدي تكوينات مختلفة من خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات / خصائص الشركة إلى نفس المستوى من الأداء المالي للشركة وتفسر المستويات المرتفعة للأداء المالي للشركة. وعلى وجه الخصوص، هناك ٣٥ تكويماً تنتبأ بمستويات مرتفعة من أداء الشركة.

وبالتالي فإن النتائج تدعم التساؤل الثاني

٣-٥-٤-٣- الإجابة على التساؤل الثالث

بناءً على اقتراح عدم التماثل Asymmetry proposition، فإن التساؤل الثالث نص على أنه:

يمكن لخصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة أن تساهم في كل من المستويات العالية والمنخفضة للأداء المالي للشركات، بل وقد تكون غير مرتبطة بأداء الشركة.

يتم دعم اقتراح عدم التماثل، لأنه إذا قمنا بمقارنة نتائج الجدول رقم (١٣) والجدول رقم (١٤) الخاصة بالمستويات المرتفعة للأداء المالي للشركة، مع نتائج الجدول رقم (١٥) والجدول رقم (١٦)، الخاصة بالمستويات المنخفضة للأداء المالي للشركة، فمن السهل ملاحظة أن نفس مستوى الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات /خصائص الشركة التي تساهم في مستويات عالية من الأداء المالي للشركة تساهم أيضاً في انخفاض مستويات الأداء المالي للشركات.

وبالتالي فإن النتائج تدعم التساؤل الثالث

٥-٣-٤-٤ الإجابة على التساؤل الرابع

بناءً على اقتراح عدم التماثل السببي Causal asymmetry proposition، فإن التساؤل الرابع نص على أنه:

مجموعات خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة التي تؤدي إلى مستويات عالية من أداء الشركة ليست مرآة معاكسة لتلك المجموعات التي تؤدي إلى مستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات.

واستناداً إلى نتائج الجدول رقم (١٣) والجدول رقم (١٥)، فإن الأسباب التي تفسر المستويات المنخفضة للأداء المالي للشركة ليست "عكس المرآة" لتلك التي تفسر المستويات المرتفعة للأداء المالي للشركة، مما يدعم عدم التماثل السببي المقترح.

وبالتالي فإن النتائج تدعم التساؤل الرابع

٦- المناقشة والاستنتاجات الرئيسية

تستكشف هذه الدراسة بشكل تطبيقي تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات في ضوء جودة التقارير المالية مع أخذ متغيرات الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات وخصائص الشركة كمتغيرات رقابية باستخدام fsQCA، لعينة من ٦٥ شركة مصرية غير مالية مدرجة خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١ استناداً إلى نظرية التعقيد، قمنا بتطبيق طريقة البحث هذه بهدف اقتراح نهج أكثر شمولية للتحقيق في الجدول الدائر حول العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات.

وبناءً على ذلك، تتوافق النتائج مع المبادئ الأساسية لنظرية التعقيد، والتي شكلت الأساس لاقتراحاتنا القابلة للاختبار: (١) تحقيق مستوى مرتفع من الأداء المالي للشركة لا يتوقف على أي مستويات الرافعة المالية وحدها؛ وبدلاً من ذلك، فهو ينبثق من التفاعل بينها وبين خصائص جودة التقارير المالية والاحتفاظ بالنقدية وخصائص مجلس الإدارة، هيكل الملكية وخصائص الشركة المتعددة (مبدأ التعقيد)؛ (٢) مجموعات متنوعة من سمات المتغيرات المستقلة والمعدلة والرقابية يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي للشركات (مبدأ المساواة في النهائي)؛ (٣) قد تؤدي ميزة معينة في مستويات الرافعة المالية أو المتغيرات المعدلة Moderator (جودة التقارير المالية) أو الاحتفاظ بالنقدية أو حوكمة الشركات أو خصائص الشركة إلى مستوى مرتفع أو منخفض من الأداء المالي للشركات (مبدأ عدم التماثل)؛ (٤) مجموعات خصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية ومجلس الإدارة وهيكل الملكية وخصائص الشركات التي تؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي للشركات لا تتوافق بالضرورة مع تلك التي تؤدي إلى انخفاض الأداء المالي للشركات (مبدأ عدم التماثل السببي) (Nguyen et al., 2021).

هذه النتائج لها آثار عديدة. أولاً، من وجهة نظر تطبيقية، وفي حدود علم الباحثين، تعد هذه الدراسة من المحاولات الأولى لاستخدام إطار التحليل التكويني Configuration Analysis باستخدام fsQCA لدراسة العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات في ضوء جودة التقارير المالية وخصائص الشركة في سياق الشركات المصرية. وبهذا، يعد هذا البحث هام لتجاوز أساليب تحليل الانحدار المتعدد وتعزيز استخدام الأساليب النوعية في الأبحاث. فباستخدام fsQCA، نلاحظ العلاقات بين الظروف السابقة والنتيجة التي لم يتم توضيحها بواسطة تحليل الانحدار التقليدي. وبهذا، تساهم هذه الدراسة في إثراء المعرفة حيث تستكشف التأثيرات التفاعلية التوافقية المحتملة لخصائص الرافعة المالية وجودة التقارير المالية على الأداء المالي للشركات وفي ضوء خصائص الشركة الأخرى. ومن أصل ١٠٢٤ تكوين محتمل، تم تحليل ٣٢-٣٥ تكويناً متسقاً في عينة الدراسة.

من الناحية النظرية، تمحورت الدراسة حول اعتماد إطار متعدد النظريات لفهم دور الرافعة المالية. وتوضح النتائج التطبيقية صحة جوانب مختلفة من النظريات المختلفة، مثل نظرية المقايضة، ترتيب أولويات مصادر التمويل، الوكالة، عدم تماثل المعلومات، توقيت السوق، مما يشير إلى إمكانية دمج تلك النظريات بدلاً من التعامل معهما على أنهما نظريات فردية. وهو ما قد يكون له آثار اجتماعية واقتصادية وسياسية كبيرة بسبب ترابط الموضوع بالقوانين واللوائح وإصلاحات السياسات، على المستويين الجزئي والاقتصادي الكلي.

ومع ذلك، يجب مراعاة أنه يتم تطبيق هذه الدراسة على دولة واحدة (مصر) مما قد يعيق تعميم النتائج. ثانياً، لدى QCA بعض القيود، حيث أن نتائج التحليل تكون حساسة لمجموعة المتغيرات المختارة، وحساسة للعينة المختارة وللمقاييس المستخدمة. ومع ذلك، يقدم التحليل الوصفي المقارن QCA رؤية مهمة بخلاف تلك التي يتم الحصول عليها من الطرق التقليدية، وخاصة تحليلات الانحدار.

بشكل عام، تساهم الدراسة في فهم العلاقة بين الرافعة المالية والعوامل النظرية المختلفة على الأداء المالي للشركات، وتسلط الضوء على الجوانب المعقدة لهذه العلاقة وتأثيراتها. ومع ذلك، يجب أخذ القيود المذكورة في الاعتبار عند تفسير النتائج وتطبيقها على سياقات أخرى.

واستناداً على كلاً من نتائج وحدود الدراسة الحالية، يقترح الباحث عدد من النقاط البحثية التي يمكن أن تستخدم منهجية FsQCA مثل إعادة تقسيم عينة الدراسة على أساس القطاع أو الصناعة الذي تخضع له الشركات، نظراً لاختلاف السمات الخاصة بكل صناعة على حدة مما يمثل سياق ذو طبيعة خاصة يمكن أن يؤثر على طبيعة النتائج. وتطبيق منهجية FsQCA على البنوك والخدمات المصرفية غير المالية، حيث تعمل هذه الشركات في بيئة مختلفة عن تلك التي تعمل في إطارها الشركات غير المالية. وكذلك دراسة فترات الأزمات المالية وفترات الأزمات السياسية ومقارنة النتائج معاً لمعرفة الاختلاف في النتائج وفقاً لنوع الأزمات.

المراجع

- Alam, M. S., Safiullah, M., & Islam, M. S. (2022). Cash-rich firms and carbon emissions. *International Review of Financial Analysis*, 81(July 2021), 102106.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2011). Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 675–693 .
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421–433 .
- Andjelkovic, A., Boyle, G., & McNoe, W. (2002). Public disclosure of executive compensation: Do shareholders need to know?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(1), pp. 97-117.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211-250.
- Bai, J., Tang, X., & Zheng, Y. (2023). Serving the truth: Do directors with media background improve financial reporting quality? *International Review of Financial Analysis*, 85(October 2022), 102452.
- Baig, A., DeLisle, R. J., & Zaynutdinova, G. R. (2022). Index mutual fund ownership and financial reporting quality. *Research in International Business and Finance*, 62(August), 101755.
- Becher, D., Jensen, T. K., & Liu, T. (2020). Acquisitions and funding conditions. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101760.
- Bian, W., Ren, Y., & Zhang, H. (2022). Do multiple large shareholders matter in financial firms? Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 74(June), 101805.
- Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R., 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *J. Account. Econ.* 48, 112–131
- Boachie, C., & Mensah, E. (2022). The effect of earnings management on firm performance: The moderating role of corporate governance quality. *International Review of Financial Analysis*, 83(June), 102270.
- Cassar, G., Ittner, C.D., Cavalluzzo, K.S., 2015. Alternative information sources and information asymmetry reduction: evidence from small business debt. *J. Acc. Econ.* 59, 242–263.
- Chang, Y. K., Chou, R. K., & Huang, T. H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking & Finance*, 48, 374-385.
- Chang, Y., Benson, K., Faff, R., 2017. Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters. *Pac. Basin Financ. J.* 45, 157–173 .
- Chen, W., Liu, X., & Hong, Y. (2023). Two heads better than one? Strategic alliance and firms excess cash holdings. *Finance Research Letters*, 52(November 2022), 103575.
- Costello, A., & Wittenberg-Moerman, R. (2011). The impact of financial reporting quality on debt contracting: Evidence from internal control weakness reports. *Journal of Accounting Research*, 49,97–136.
- Cutillas Gomariz, M. F., & Sánchez Ballesta, J. P. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 40(1), 494–506.
- Dat, Q., Haddad, C., & Salameh, E. (2023). Financial institutional blockholders and earnings quality : Do blockholders contestability and countries ' institutions matter? *International Review of Financial Analysis*, 87(August 2022), 102612.
- DeAngelo, H. (2021). Corporate financial policy: What really matters? *Journal of Corporate Finance*, 68(March), 101925.

- DeAngelo, H., DeAngelo, L., 2007. Capital structure, payout policy, and financial flexibility. Working Paper, University of Southern California
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193–225.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.
- Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667–674 .
- Denis, D. J., & McKeon, S. B. (2012). Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1897–1929.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- Du, Q., & Shen, R. (2018). Peer performance and earnings management. In *Journal of Banking and Finance* (Vol. 89, pp. 125–137).
- Dumitrescu, A., & Zakriya, M. (2022). Governance, information flow, and stock returns. *Journal of Corporate Finance*, 72(February), 102168.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), pp.35-54.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The journal of finance*, 61(4), 1957-1990.
- Federo, R., & Coutinho, T. (2023). Understanding board designs in Latin American firms : Insights from Brazil. *Journal of Business Research*, 166(June), 114102.
- Fischer, M. O., & Swan, P. L. (2013). Does Board Independence Improve Firm Performance? Outcome of a Quasi-Natural Experiment. *Outcome of a Quasi-Natural Experiment* (August 19, 2013)
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The journal of finance*, 63(5), 2263-2296.
- Gao, W., & Zhu, F. (2015). Information asymmetry and capital structure around the world. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 131-159.
- García-ramos, R., & Díaz, D. (2021). Board of directors structure and firm financial performance : A qualitative comparative analysis. 54(November 2019).
- Graham, J. E., Lassala, C., & Ribeiro-Navarrete, B. (2019). A fuzzy-set analysis of conditions influencing mutual fund performance. *International Review of Economics and Finance*, 61(September 2017), 324–336.
- Graham, J., 2000, “How Big Are the Tax Benefits of Debt *Journal of Finance* 55, 1901-1942.
- Graham, J.R. and C.R. Harvey, 2001, “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field,” *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
- Gurdgiev, C., & Ni, Q. (2023). Board diversity: Moderating effects of CEO overconfidence on firm financing decisions. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 37, 100783.
- Hairston, S. A., & Brooks, M. R. (2019). Derivative accounting and financial reporting quality: A review of the literature. *Advances in Accounting*, 44(May 2018), 81–94.
- Houcine, A. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. *Research in International Business and Finance*, 42, 321-337.
- Hsiao, J.P.-H., Jaw, C., Huan, T.-C.(T).C.). and Woodside, A.G. (2015). Applying complexity theory to solve hospitality contrarian case conundrums. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 27(4): 608–647.

- Hsu, Y. L., & Yang, Y. C. (2022). Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 47(PB), 102778.
- Hu, J., Li, K., Xia, Y., & Zhang, J. (2023). Gender diversity and financial flexibility: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 90(September), 102934.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, 323-339.
- Jiang, F., Shen, Y., & Cai, X. (2022). Can multiple blockholders restrain corporate financialization? *Pacific Basin Finance Journal*, 75(August), 101827.
- Jirapom, P., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 208-221.
- Kariya, A. (2022). Earnings-based borrowing constraints & corporate investments in 2007–2009 financial crisis. In *Journal of Corporate Finance* (Vol. 75).
- Kim, Y. S., Kim, Y., & Yi, H. C. (2021). Vice or virtue? The impact of earnings management on bank loan agreements. *International Review of Economics and Finance*, 73(March 2018), 303–324.
- Maalouf, M. M., & Hoque, I. (2022). Applying fuzzy set qualitative comparative analysis to identify pathways for improving occupational health and safety performance. *Safety Science*, 156(August), 105903.
- Mafrolla, E., & Amico, E. D. (2017). J. Account. Public Policy Borrowing capacity and earnings management: An analysis of private loans in private firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(4), 284–301 .
- Majeed, M. A., & Yan, C. (2021). Financial statement comparability, state ownership, and the cost of debt: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 58, 101497.
- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*, 39(4), 1339-1365.
- Misangyi, V.F., Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P.C., Crilly, D., Aguilera, R., 2017. Embracing causal complexity: the emergence of a neo-configurational perspective. *J. Manag.* 43 (1), 255–282
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance*, 67(3), 803-848.
- Munir, M., Imran, A., & Taskin, D. (2021). Do asymmetric information and leverage affect investment decisions? *Quarterly Review of Economics and Finance*, xxxx..
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221
- Nguyen, B.D. and Nielsen, K.M., 2010. The value of independent directors: Evidence from sudden deaths. *Journal of Financial Economics*, 98(3), pp.550-567.
- Palas, R., Solomon, D., Gafni, D., & Baum, I. (2023). Does wedge size matter? Financial reporting quality and effective regulation of dual-class firms. *Finance Research Letters*, 54(March), 103774.
- Pan, L. H., Lin, C. T., Lee, S. C., & Ho, K. C. (2015). Information ratings and capital structure. *Journal of corporate finance*, 31, 17-32.
- pappas, I. O., & Woodside, A. G. (2021). Fuzzy-set Qualitative Comparative Analysis (fsQCA): Guidelines for research practice in Information Systems and marketing. *International Journal of Information Management*, 58(February), 102310.
- Ragin, C. C. (2008). *Redesigning social inquiry: Fuzzy sets and beyond*. Chicago: University of Chicago Press.
- Rjiba, H., Saadi, S., Boubaker, S., Ding, X.S., 2021. Annual report readability and the cost of equity capital. *J. Corp. Financ.* 67, 101902.

- Romero-Castro, N., López-Cabarcos, M. A., & Piñeiro-Chousa, J. (2023). Finance, technology, and values: A configurational approach to the analysis of rural entrepreneurship. *Technological Forecasting and Social Change*, 190(May 2022).
- Tran, L. T. H. (2022). Reporting quality and financial leverage: Are qualitative characteristics or earnings quality more important? Evidence from an emerging bank-based economy. *Research in International Business and Finance*, 60, 101578.
- Trinh, Q. D., Haddad, C., & Tran, K. T. (2022). Financial reporting quality and dividend policy: New evidence from an international level. *International Review of Financial Analysis*, 80(May 2021), 102026.
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), pp.75-83.
- Woodside, A. G. (2013). Moving beyond multiple regression analysis to algorithms: Calling for adoption of a paradigm shift from symmetric to asymmetric thinking in data analysis and crafting theory. *Journal of Business Research*, 66(4), 463–472.
- Woodside, A.G., 2017. Embracing the complexity turn in management research for modeling multiple realities. In: *The Complexity Turn*. Springer, Cham, pp. 1–19.
- Wu, P.L., Yeh, S.S., Woodside, A.G., 2014. Applying complexity theory to deepen service dominant logic: configural analysis of customer experience-and-outcome assessments of professional services for personal transformations. *J. Bus. Res.* 67 (8), 1647–1670
- Wu, X., Wang, Y., & Tong, X. (2021). Cash holdings and oil price uncertainty exposures. *Energy Economics*, 99 .
- Zhang, R., & Fu, W. (2023). Multiple large shareholders and corporate environmental performance. *Finance Research Letters*, 51(August 2022), 103487.
- Zheng, M. (2022). Is cash the panacea of the COVID-19 pandemic: Evidence from corporate performance. *Finance Research Letters*, 45, 102151.

Studying the interactive impact of financial leverage and financial reporting quality on the companies' financial performance using FsQCA methodology.

Ragab Abdelsattar Mousa Rajeh

Assistant Lecturer of Finance
Faculty of Commerce
Cairo University

Ragab_abdelsattar@foc.cu.edu.eg

Yousry Hussein Khalifa

Professor of Finance
Business Administration Department
Faculty Commerce
Cairo University

Mohamed Antar Ahmed

Associate Professor of Finance
Business Administration Department
Faculty of Commerce
Cairo University

Abstract

This study examines the combinatorial interactive impact of financial leverage and financial reporting quality on the companies' financial performance, taking the variables of cash holding, corporate governance, company's growth rate and company size as control variables. 390 observations were collected covering 65 Egyptian listed companies during the period 2016-2021. The debt ratio was used to measure financial leverage and earning management through the modified Jones' 1990 model to proxy financial reporting quality. The dependent variable is the financial performance (ROA). The results show the importance of FsQCA as a methodology and analytical tool to fill the literature gap resulting from mixed results regarding the impact of financial leverage on financial performance considering financial reporting quality by overcoming the regression methods shortcomings that assume only one optimal solution that fit all companies, as the FsQCA method is based on many solutions that suit different companies according to their own condition and characteristics. This entails a set of theoretical and practical implications and recommendations for academics, corporate management and regulators to make appropriate decisions.

Keywords

Financial Leverage; Financial Reporting Quality; Corporate Financial Performance; FsQCA