

قياس مدى تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية: دراسة عملية

د. محمود مصطفى منصور الشريف*

* د. محمود مصطفى منصور الشريف - مدرس منتدب بمعهد سيناء العالي للدراسات النوعية.

Dr.MahmoudElsherif@gmail.com

المستخلص:

بعد اختبار معنوية واتجاه تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية، الهدف الرئيس لهذه الدراسة، لذا؛ قام الباحث بفحص عينة من المنشآت المدرجة على مؤشر EGX100 في البورصة المصرية، خلال الفترة ٢٠١٦م-٢٠١٩م، واعتمد في قياس القدرة الإدارية على تحليل مغلف البيانات (DNA)(١)، الذي قدّمه Demerjian عام ٢٠١٢م، وفي قياس تكلفة رأس المال المملوك على النموذج الذي قدّمه Omran and Pionton عام ٢٠٠٤م، كما اعتمد في تحليل البيانات على نموذج الانحدار الخطي وفقاً لطريقة المربعات الصغرى (OLS)(٢)، ونموذج الانحدار التفاعلي (MMR)(٣).

وجاءت النتائج لتقدم دليلاً من واقع بيئة الأعمال المصرية، يؤكد على عدم معنوية تأثير القدرة الإدارية في تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، لذا؛ رفض الباحث الفرض الأول (ف١)، في حين ساهم اختبار تأثير حجم المنشأة على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك، في قبول الفرض الثاني جزئياً (ف٢)، نظراً لقدرة حجم المنشأة على تغيير اتجاه العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك، ولكن دون التأثير على معنوية تلك العلاقة، كما ساهم الاختبار الإضافي في توفير دليلاً آخر، يؤكد على قدرة الأداء التشغيلي والمالي والخطر المالي للمنشأة، في التأثير على اتجاه ومعنوية العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، الأمر الذي يتوافق مع نظرية تعظيم المنفعة، ويرى الباحث بأن هذه النتائج تفيد أصحاب المصلحة من مساهمين ومستثمرين وجهات تمويل خارجي ومراجعين خارجيين، بالإضافة للجهات الأكاديمية والتنظيمية والبحثية المهمة بتطوير أداء المهنة في جمهورية مصر العربية.

الكلمات المفتاحية:

القدرة الإدارية، تكلفة رأس المال المملوك، هيكل رأس المال، حجم المنشأة.

Abstract:

Testing the morale and direction of the effect of management ability on the cost of firm's equity capital in the egyptian business environment, is the main objective of this study, so; the researcher examined a sample of the firms listed on the EGX100 index on the egyptian stock exchange, during the period 2016-2019 ad, and relied on measuring the administrative ability to analyze the data envelope

(1) DNA = Data Envelopment Analysis.

(2) OLS = Ordinary Least Square.

(3) MMR = Moderated Multiple Regression.

(DNA), which was presented by demerjian in 2012 ad, and in measuring the cost of equity capital on the model presented by omran and pionton in 2004 ad. It also relied in data analysis on the linear regression model according to the method of least squares (OLS), and the interactive regression model (MMR).

The results came to provide evidence from the reality of the egyptian business environment, confirming the insignificance of the impact of management ability on the cost of firm's equity capital. The researcher rejected the first hypothesis (H1), while testing the effect of the size of the firm on the relationship between management ability and the cost of equity capital contributed to partially accepting the second hypothesis (H2), given the ability of the firm size to change the direction of the relationship between management ability and the cost of equity capital. But without affecting the moral of that relationship, the additional test also contributed to providing another evidence, confirming the ability of the operational and financial performance and the financial risk of the firm, to influence the direction and morale of the relationship between the management ability and the cost of firm's equity capital, which is consistent with the theory of benefit maximization. The researcher believes that these results benefit stakeholders from shareholders, investors, external financing bodies and external auditors, in addition to academic, regulatory and research bodies interested in developing the performance of the profession in the arab republic of egypt.

keywords:

Management Ability, Cost of Equity Capital, Capital Structure, Firm's Size.

١ - الإطار العام للدراسة:

١-١ مقدمة:

تعد الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة حجر الزاوية في أداء المنشآت التي تواجه أزمات دولية، متزايدة ومتنوعة عصفت بالعديد منها في الماضي القريب ولا تزال أخرى تواجه مخاطر تلك الأزمات، الأمر الذي يُعزز من أهمية تلك القدرة كرأس مال بشري، خاصة في الأسواق الناشئة التي تتجاهل تأثير وتطوير القيمة المضافة لهذا المورد، كأصل غير ملموس من أصول المنشأة (Ting et al. 2021; Mishra 2020; Tran and Vo 2020) قادر على الوفاء بالتزام الإدارة تجاه المساهمين، وفقاً لما تفرضه نظرية الوكالة من استغلال أمثل لموارد المنشأة، عبر رفع مستوى العائد من أدائها المرتبط بالنواحي التشغيلية والاستثمارية والتمويلية الحالية والمستقبلية (Abernathy et al. 2018; Gan 2019).

كما تعد القرارات المرتبطة بهيكل رأس المال، من القرارات بالغة التعقيد في ظل متغيرات السوق، مما يتطلب إدارة ذات قدرة إدارية قادرة على تخفيض تكلفة رأس المال، إدارة تمتلك مقومات التأثير على جهات التمويل المرتبطة بسوق الأوراق المالية وجهات التمويل الأخرى، عبر أساليب تعزز مستوى الثقة في أداء المنشأة وقدرتها على تلبية توقعات تلك الجهات (Ziarko 2022; Bertoncelli et al. 2021; Huo et al. 2021; Tran and Vo 2020).

لذا؛ نال تأثير القدرة الإدارية على النواحي المرتبطة بقرارات الإدارة، سواء في الظروف العادية أو الأزمات، اهتمام العديد من الدراسات الحديثة في جمهورية مصر العربية (سليمان، ٢٠٢٢: النجار، ٢٠٢١: عيسى وحشاد، ٢٠٢١: الجبلي، ٢٠٢١: سمعان، ٢٠١٩)، كما نال اهتمام العديد من الدراسات الدولية الحديثة (Kumar and Zbib 2022; Phan 2021; Fernando et al. 2020; Cui and Leung 2020)، وتباينت نتائج تلك الدراسات، فمنها ما جاء ليتوافق مع نظرية الموارد (Eissa and Hashad (2021)، التي تعتبر القدرة الإدارية أحد الموارد الفعالة للمنشأة، لما تمتلك من قدرة على إضافة قيمة لأدائها، على خلاف ما جاءت به نتائج أخرى، تتوافق مع نظرية تعظيم المنفعة، من تعظيم للدور الذي تلعبه خصائص المنشأة والبيئة الاقتصادية المحيطة بها، في التأثير على القرارات التمويلية والاستثمارية، في مقابل التأثير غير الجوهرى للقدرة الإدارية (عبد المجيد، ٢٠٢٠).

١-٢ طبيعة المشكلة:

تعد القدرة الإدارية أحد أهم موارد المنشأة المؤثرة في قدرتها على الاستقرار والاستمرار والتوسع، في سوق يحيطه التقلبات والأزمات المحلية والدولية (Ting et al. (2021)، وعلى الرغم مما جاءت به نتائج العديد من الدراسات الحديثة (Kumar and Zbib 2022; Wang et al. 2021; Latif and Shah 2021; Mishra 2020; Gichaiya et al. 2019; Baik et al. 2017; Arora et al. 2017; Andreou et al. 2017; Bonsall et al. 2018)، من جوهرية تأثير ارتفاع مستوى القدرة الإدارية على الأداء التشغيلي والمالي والاستثماري والتمويلي للمنشأة، وما ورد في دراسات أخرى (Eissa and Hashad 2021; Abernathy et al. 2015; De Franco et al. 2017; Davis et al. 2018)، من أهمية الدور الذي يلعبه ارتفاع مستوى القدرة الإدارية، في التأثير على جودة نظام المعلومات ونظام الرقابة الداخلية المرتبط به، وجودة الإفصاح عن المعلومات التي تعبر عن أداء المنشأة، إلا أن دراسات أخرى (Bhutta et

al. 2021; Ratnawati et al. 2021; Oghani et al. 2020; Hessian 2019; Anom 2018; Romaisyah and Naimah 2018; Gul et al. 2018; Demerjian et al. 2017; Habib and Hasan 2017) تشير ليس فقط لمحدودية تأثير تلك القدرة على الأداء التشغيلي والمالي للمنشأة، ولكن على السلوك الانتهازي لإدارة المنشأة ذات القدرة الإدارية المرتفعة، في التلاعب بالمعلومات عبر أساليب إدارة الأرباح الحقيقية والمستحقة، والتأخير المتعمد في إعداد وإصدار التقارير المالية، تحقيقاً لأهداف شخصية أو مرتبطة بالمنشأة.

وفي ضوء ما سبق؛ من تأثير جوهري للقدرة الإدارية -الإيجابية- كان أو السلبي-، على مستوى جودة نظام المعلومات ونظام الرقابة الداخلية المرتبط به، بالإضافة لجوهرية تأثير تلك القدرة على توقيت اصدار التقارير المالية، وما لذلك من تأثير على ثقة أصحاب المصلحة من محللين ماليين ومستثمرين، في المعلومات المرتبطة بتقييم الأداء الحالي والمستقبلي للمنشأة، وقدرتها على تحقيق أرباح وفق توقعات أصحاب المصلحة، الأمر الذي يعكس على مكونات هيكل تمويل المشروعات الاستثمارية للمنشأة، ومن ثم على تكلفة رأس المال المملوك، أي التأثير ليس فقط على العائد الاستثماري الحالي والمستقبلي، ولكن على قدرة المنشأة على توفير التمويل اللازم في فترات الأزمات بتكلفة منخفضة وبشروط تعاقدية ملائمة، تزيد من قدرة المنشأة على الاستقرار والاستمرار والتوسع، خاصة في ظل الأزمات المالية التي تفرضها الأوبئة والحروب الدولية (Khan et al. 2020; Lee et al. 2018; Ting et al. 2021; Dogan and Acar 2020; Rossoni et al. 2018; Goncalves et al. 2018; Cuomo et al. 2016; Abbdul-Sattar 2015) كما تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية.

وعليه؛ تتبع مشكلة هذه الدراسة من عدم وضوح اتجاه وجوهية تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك اللازم لتمويل أنشطة المنشأة، نتيجة لتباين نتائج الدراسات السابقة من ناحية، والحاجة لدليل من واقع بيئة الأعمال المصرية من ناحية أخرى، كأحد أهم الأسواق الناشئة في المنطقة.

الأمر الذي يزيد من رغبة الباحث، في الحصول على دليل من واقع بيئة الأعمال المصرية، يجيب على التساؤلين التاليين:

- هل للقدرة الإدارية تأثير معنوي على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية؟ وما اتجاه هذا التأثير؟

- هل يؤثر حجم المنشأة في بيئة الأعمال المصرية، على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة؟

١-٣ الهدف من الدراسة:

يعد الهدف الرئيس من الدراسة، اختبار معنوية واتجاه تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية، ويتفرع منه هدفين، الأول يتمثل في اختبار معنوية واتجاه تأثير ارتفاع مستوى القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية، أما الثاني فيتمثل في اختبار معنوية واتجاه تأثير حجم المنشأة على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية.

١-٤ أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من عدة نواحي، أهمها:

١-٤-١ تعد امتداد للدراسات الحديثة، التي استهدفت اختبار معنوية تأثير القدرة الإدارية على قرارات الإدارية، سواء في جمهورية مصر العربية (سليمان، ٢٠٢٢: النجار، ٢٠٢١: عيسى وحشاد، ٢٠٢١: الجبلي، ٢٠٢١: سمعان، ٢٠١٩)، أو في الدول الأجنبية (Bhutta et al. 2021; Ratnawati et al. 2021; Oghani et al. 2020; Hessian 2019; Anom 2018; Romaisyah and Naimah 2018; Gul et al. 2018; Demerjian et al. 2017; Habib and Hasan 2017).

١-٤-٢ تساهم في تقديم دليل من واقع بيئة الأعمال المصرية، عن معنوية واتجاه تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، رغبةً في التعرف على مدى إمكانية التعامل مع هذه القدرة على أنها مورد يجب تطويره، أم أنها ركيزة أساسية تعزز السلوك الإنتهازي للإدارة يجب مواجهته.

١-٤-٣ تعد هذه الدراسة في حدود علم الباحث، أول دراسة تربط بين تأثير القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية، خلال الفترة من عام ٢٠١٦م حتى عام ٢٠١٩م.

١-٤-٤ تقدم نتائج هذه الدراسة، إضافة مهنية لكل من المحللين الماليين والمستثمرين والمراجعين الخارجيين، تعزز قدرتهم على اتخاذ القرار.

١-٤-٥ تعد نتائج هذه الدراسة، إضافة علمية للجهات المهنية والأكاديمية المعنية بتطوير المهنة.

١-٥ منهج الدراسة:

اعتمد الباحث على المنهج الاستنباطي في التحليل النظري للدراسات السابقة وصولاً لفروض الدراسة، وعلى المنهج الاستقرائي في اختبار تلك الفروض معتمداً على بيانات عينة من المنشآت المدرجة على مؤشر EGX100 في البورصة المصرية، خلال الفترة ٢٠١٦م-٢٠١٩م، وصولاً لنتائج تُمكن الباحث من قبول أو رفض تلك فروض تحقيقاً لأهداف الدراسة.

١-٦ خطة الدراسة:

في إطار مشكلة وأهداف وفروض الدراسة، سيتم تنظيم خطة الدراسة لتشمل النقاط التالية:

- تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة؛ تمهيد نظري.

- الدراسات السابقة، وصياغة الفروض.

- الدراسة العملية.

- مناقشة النتائج.

- الخلاصة والنتائج والتوصيات.

- مقترحات لأبحاث مستقبلية.

٢- تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة؛ تمهيد نظري:

تعد القدرة الإدارية جوهر قدرة الإدارة على التخصيص الفعال لموارد المنشأة (Phan 2021)، وتتضمن السمات والخصائص الشخصية للإدارة من ملكات ومعارف وخبرات ومهارات وسمعة ذات تأثير جوهري على جودة قراراتها، المرتبطة بالنواحي التشغيلية والمالية والتمويلية والاستثمارية في الأجلين القصير والطويل، لما لها من تأثير جوهري على مستوى فهم طبيعة المشاكل والمخاطر الداخلية والخارجية المحيطة بالمنشأة، وطبيعة ما تمتلك المنشأة من موارد تؤهلها لاقتناص الفرص الاستثمارية، علاوة على مساهمتها في رفع مستوى كفاءة الإدارة على التفاوض والإقناع، وتعزيز قدرتها على تحفيز فرق العمل داخل المنشأة (Eissa and Hashad 2021; Romaisyah and Naimah 2018; Andreou et al. 2017).

وعليه؛ تعد القدرة الإدارية مفهوم له تأثيرات متعددة، حيث يرتبط بالقدرة التشغيلية والاستراتيجية للمنشأة، إذ تتطلب القدرة التشغيلية الاستغلال الأمثل للموارد المحدودة لتحقيق أعلى عائد ممكن، في

حين تتطلب القدرة الاستراتيجية استكشاف الفرص السوقية واستغلالها (Mishra 2020; De Franco et al. 2017)، إلا أنها ذات طبيعة كامنة غير قابلة للرصد، أي أنها مفهوم معقد يصعب قياسه بدقة (Andreou et al. 2016; Demerjian et al. 2012)، ولكن يُمكن قياس أثرها على أداء المنشأة وربحيتها (Omran and Pointon (2004)، كما يُمكن تطويرها، عبر التعليم والتدريب المستمر لنقل المعارف والخبرات وتنمية المهارات (Wang et al. (2021)، وعبر اسقاط ذوي الكفاءات والخبرات والمهارات الإدارية المرتفعة (Yung and Chen (2018)، هذا ويرى (Dewiruna et al. (2020) إمكانية تطوير القدرة الإدارية كأصل من الأصول غير الملموسة، عبر الاستثمار في برامج البحوث والتطوير، لابتكار أدوات تعزز من تأثير القدرة الإدارية على جودة قرارات الإدارة.

وتشير نظرية المراتب العليا التي طورها كل من Hambrick and Mason عام ١٩٨٤م، ثم طورها Hambrick عام ٢٠٠٧م، إلى قدرة أي منشأة على النجاح إذا كانت تُقاد من إدارة تمتلك خصائص معرفية ومهارية وخبرة مرتفعة، إذ يقع على عاتقها اتخاذ قرارات معقدة لمواجهة العديد من المشاكل والمخاطر ذات التأثير الجوهري على أهداف المنشأة (Phan (2021)، كما تُعتبر نظرية الموارد القدرة الإدارية على أنها مورد فعّال من موارد المنشأة لها القدرة على إضافة قيمة لأداء المنشأة، يُميزها عن غيرها من المنشآت في نفس القطاع الصناعي، نتيجة لامتلاكها مقومات الابتكار في الأداء (Eissa and Hashad (2021).

كما يشير تقرير التنافسية العالمية الصادر عن المعهد الدولي للتنمية الإدارية في عام ١٩٩٥م، لأهمية القدرة الإدارية كأحد العوامل الرئيسية المؤثرة في القدرة التنافسية للمنشأة، ففي ظل حدة المنافسة يساهم ارتفاع مستوى القدرة الإدارية ليس فقط في اجراء تعديلات داخلية، ولكن ابتكار أساليب تعزز القدرة على استغلال الموارد البشرية والمالية والتقنية والبنية التحتية للمنشأة (Bhutta et al. (2021)، ويرى كل من (Tran and Vo (2020) أهمية تلك القدرة كمكون جوهري من مكونات الموارد البشرية للمنشأة، يمتلك معارف ومهارات وخبرات وسمات شخصية قادرة على تحقيق الاستقرار والنمو المستدام للمنشأة، كما يرى (Kim (2020) بأن المنشأة التي تمتلك إدارة تتمتع بذكاء وقدرة معرفية متميزة، تمتلك مقومات التفوق الاستثماري والتنافسي.

حيث يساهم ارتفاع مستوى القدرة الإدارية في تحفيز الإدارة على اتخاذ قرارات مرتبطة بتكوين احتياجات نقدية، قادرة على التحوّط من المخاطر المالية واستغلال الفرص الاستثمارية (Bhutta et

(2021) al.، كما يساهم في التأثير الإيجابي على مستوى جودة القرارات التمويلية المرتبطة بتكوين هيكل رأس المال (Valaskova et al. (2019)، المتمثل في حملة الأسهم العادية والممتازة من مساهمين حاليين ومرتبين -مستثمرين-، وأرباح محتجزة، هذا بالإضافة لجهات التمويل سواء المرتبطة بالبنوك أو السندات (Cuomo et al. 2016; Bertoncelli et al. 2021).

ومن ثم يساهم في تخفيض التكاليف اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية أو ما يُعرف بتخفيض تكلفة رأس المال (٤)، وذلك عن طريق تخفيض تكلفة التمويل من الأسهم والسندات والأرباح المحتجزة والاقتراض من جهات خارجية، لتعظيم العائد من الاستثمار ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين (الجبلي، ٢٠٢١)، كما تعد تكلفة رأس المال من العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للمنشأة، لذا تميل الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة لتكوين مزيج متوازن في هيكل رأس المال، يحقق أعلى عائد بأقل تكلفة، ويجنب المنشأة المخاطر في الأجلين القصير والطويل (Peizhi and Ramzan (2020).

كما في تخفيض خطر علاوة المخاطر كتكلفة تتحملها المنشأة، تعويضاً للمستثمرين عن ارتفاع حالة عدم الثقة في أداء المنشأة وقدرتها على تحقيق الأرباح المستهدفة وتوزيعات الأرباح (Dogan (2021) إلى قدرة المنشآت التي تتبنى تطبيق آليات الحوكمة، وتمتلك مستوى رقابي مرتفع على أداء الإدارة، وتتميز بمستوى مرتفع من الشفافية المالية، على تخفيض تكلفة رأس المال المملوك.

ومن ناحية أخرى، يساهم تكوين مزيج متوازن من هيكل رأس المال في تخفيض خطر الرافعة المالية مع عدم تخفيض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، أي أن المنشأة ستتحمل تكلفة التمويل سواء المرتبط بأصدار أسهم أو الاقتراض، إلا أن الخطر المالي يرتفع في حالة زيادة نسبة القروض في هيكل رأس المال، نظراً لاحتمال تكبد المنشأة خسائر استثمار هذا التمويل (Bae et al. (2018; Nenu et al. 2019).

ومع زيادة حجم هذه المخاطر وانخفاض القدرة الإدارية، يُمكن التنبؤ بارتفاع مستوى حساسية المنشأة للتقلبات والمخاطر الاقتصادية، وانخفاض الثقة في القدرة الإدارية المرتبطة بإدارة المخاطر وتحديد الهيكل الاستثماري، الذي يحقق عائد يتناسب مع توقعات أصحاب المصلحة (Battisti et

(٤) من وجهة نظر المنشأة تُعرّف تكلفة رأس المال من بأنها جميع التكاليف التي تتحملها المنشأة بهدف تمويل استثماراتها، ومن وجهة نظر المستثمرين تُعرّف بأنها الحد الأدنى من

العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه نتيجة قبول الاستثمار في المنشأة (الجبلي، ٢٠٢١).

(al. 2020; Konchitchki et al. 2016)، وانخفاض الثقة في القدرة الإدارية المرتبطة بدقة المعلومات وتمائلها وقيمتها التنبؤية والحيادية واكتمالها، الأمر الذي ينعكس سلباً على قرارات المستثمرين ومن ثم تكلفة رأس المال المملوك (Latif and Shah 2021; Hsieh et al. 2019)، مع توقع تلاعب الإدارة بالمعلومات لتحقيق أهداف إعلامية أو انتهازية، عبر أساليب كإدارة الأرباح (Ilyas et al. 2019; Patro and Kanagaraj 2016)، مما يُحفّزهم المستثمرين لطلب تعويض عن ارتفاع الاستثمار في أسهم المنشأة، الأمر يدفع تكلفة رأس المال للارتفاع (Bertomeu and Cheynel 2016).

كما للقدرة الإدارية المرتفعة تأثير على التصنيف الائتماني للمنشأة، نظراً لاهتمام المشاركين في سوق القروض بتقييم مخاطر عدم التزام المنشأة بالسداد، في الوقت الذي تعزز فيه تلك القدرة حالة الاستقرار، في كل من الأرباح وتوزيعات الأرباح المستقبلية، لذا؛ ترتبط القدرة الإدارية المرتفعة باهتمام المحللين الماليين والمستثمرين وجهات التمويل (Bonsall et al. 2017).

وهو الأمر الذي يتوافق مع ما ورد في العديد من الدراسات (Abernathy et al. 2018; De Franco et al. 2017; Davis et al. 2015)، من تأثير إيجابي معنوي للقدرة الإدارية المرتفعة على تخفيض كل من ممارسات إدارة الأرباح وعدم تماثل المعلومات، ورفع مستوى جودة الإفصاح وعدم التأخير في إعداد وإصدار التقارير المالية، مما ينعكس إيجاباً بشكل معنوي على تخفيض تكلفة التمويل من الأسهم والقروض البنكية، كما تميل الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة للاستثمار في برامج البحوث والتطوير، لابتكار أساليب تُمكنها من اكتشاف الفرص واستغلالها، بما يحقق ميزة تنافسية في ظل تحديات السوق (Mishra 2020; Gan 2019; Baik et al. 2018)، الأمر الذي يساهم في رفع مستوى كفاءة القرارات الاستثمارية (Gan 2019)، مما ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية لأسهم المنشأة (Baik et al. 2018).

كما يساهم ارتفاع القدرة الإدارية في ظل الأزمات المالية التي تتعرض لها الدول، في التأثير الإيجابي الجوهري على أداء المنشأة وقدرتها على تحقيق أرباح من الأنشطة غير العادية (Arora et al. 2017)، ومن ثم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها والمحافظة على سمعتها وقيمتها السوقية، الأمر الذي ينعكس جوهرياً في قدرتها على تشكيل هيكل رأس مال منخفض التكلفة (Gichaiya et al. 2019)، هذا وتشير نتائج دراسة (Andreou et al. 2017) إلى امتلاك المنشآت التي كانت تدار بإدارة ذات قدرة إدارية مرتفعة قبل الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨م، القدرة على تأمين

حجم التمويل اللازم لتنفيذ مشروعات استثمارية طويلة الأجل خلال فترة الأزمة، بشروط تعاقدية ملائمة، حيث ساهم تقييم أداء تلك الإدارة خلال الفترات ما قبل الأزمة، في تعزيز موقفها أمام المحللين الماليين والمستثمرين خلال فترة الأزمة.

كما سجّلت نتائج دراسة (Kumar and Zbib (2022) قدرة الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة على تجاوز مخاطر وباء Covid-19، لما تمتلك من مرونة مالية قبل هذا الوباء وقر لها قدر ملائم من السيولة اللازمة لمواجهة المخاطر المستقبلية غير المتوقعة، ساهمت بشكل مباشر في استقرار المنشأة خلال تلك الأزمة، كما ساهمت القدرة الإدارية في توجيه قرارات الإدارة نحو تغيير بعض الأنشطة الاستثمارية والاستثمار في الأنشطة غير العادية.

وعلى الجانب الآخر، لتكلفة رأس المال المملوك القدرة على إرسال رسائل تُعبر عن جوهرى واتجاه تأثير القدرة الإدارية، فعلى الرغم من التأثير الإيجابى الجوهرى لارتفاع القدرة الإدارية على حجم التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية، وعلى الاستغلال الأمثل للموارد والقدرة على تخفيض المخاطر وتحقيق الاستقرار الاستثمارى للمنشأة، ومن ثم تخفيض تكلفة رأس المال (Cuomo et al. 2016; Abbdul-Sattar 2015)، إلا أن التأثير السلبى لمجلس الإدارة، وانخفاض الأداء الرقابى للجنة المراجعة، يلعب دوراً رئيسياً فى التأثير السلبى على قرارات الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة، مما ينعكس سلباً على مستوى دقة المعلومات وتمائلها، وذلك لتحقيق منافع على حساب أصحاب المصلحة من محللين ماليين ومستثمرين (Goncalves et al. 2018; Rossoni et al. 2018)، الأمر الذى يحفز المساهمين لعدم الاستقرار فى هذا النوع من المنشآت، على الرغم من السمعة الطيبة لإدارتها (Dogan and Acar (2020).

وهو ما يتوافق مع ما تشير إليه نظرية تعظيم المنفعة من محدودية تأثير خصائص وسمات الإدارة على قراراتها التمويلية والاستثمارية، فى مقابل التأثير الجوهرى لخصائص المنشأة والبيئة الاقتصادية المحيطة بها، وذلك نتيجة لارتباط قرارات الإدارة بلوائح وقوانين تحد من التباين الجوهرى فى القرارات من إدارة لأخرى (عبد المجيد، ٢٠٢٠)، كما يتوافق مع ما جاءت به دراسة (Ratnawati et al. (2021) من اختلاف تأثير القدرة الإدارية المرتفعة باختلاف حجم المنشأة، فى المنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم يكون لهذه القدرة تأثير محدود على أداء المنشأة وقدرتها الاستثمارية.

بالإضافة إلى أن زيادة عدد المستثمرين المؤسسين في هيكل ملكية المنشأة، القدرة على الحد من التأثير الإيجابي للقدرة الإدارية رغبةً منهم في تحقيق مصالح شخصية، الأمر الذي ينعكس سلباً على مستوى الثقة في نظام المعلومات ونظام الرقابة الداخلية المرتبط به، مما يتسبب في ارتفاع تكلفة رأس المال المملوك (Ziarko 2022; Huo et al. 2021; Wu et al. 2016).

كما يشير (Oghani et al. 2020; Valaskova et al. 2019)، إلى اختلاف مستوى تأثير القدرة الإدارية باختلاف الدول وذلك لاختلاف مستوى التعليم والتكنولوجيا والدخل، فعلى الرغم من امتلاك دولة باكستان رأس مال بشري كبير من الشباب، إلا أنه تم تصنيفها وفقاً لمؤشر التنافسية العالمية عام ٢٠١٩م، عند مستوى منخفض لقدرة الإدارة على الاستثمار والمنافسة، مقارنةً بدول جنوب آسيا المجاورة لها، كالهند وبنجلادش ونيبال وسريلانكا.

كما يحد اختلاف لغات المستثمرين عن اللغة الأصلية للمنشأة من تأثير انخفاض القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك، حيث تشير نتائج دراسة (Khan et al. 2020)، لعدم معنوية التأثير السلبي لانخفاض القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في ظل زيادة عدد المساهمين من دول تتكلم بلغة غير الباكستانية، بالإضافة إلى التأثير المعنوي لطول فترة ممارسة الإدارة لمهامها على اتجاه ومعنوية تأثير القدرة الإدارية، حيث تشير نتائج دراسة Romaisyah (2018) and Naimah، إلى ارتفاع مستوى التأثير الإيجابي للقدرة الإدارية على الأداء المستقبلي للمنشأة خلال الخمس سنوات المستقبلية الأولى، ثم تميل للانخفاض.

ومن ناحية أخرى، تشير العديد من الدراسات (Eissa and Hashad 2021; Hessian 2017; Demerjian et al. 2017; Anom 2018; Habib and Hasan 2017)، إلى استغلال الإدارة ارتفاع مستوى قدرتها الإدارية في التأثير على نتائج تقييم أصحاب المصلحة من المحللين الماليين ومستثمرين، عبر التلاعب المتعمد في المعلومات المرتبطة بالأداء التشغيلي والمالي والاستثماري وتأخير إصدار التقارير المالية، بهدف تحقيق منافع شخصية أو مرتبطة بأهداف المنشأة، على حساب أصحاب المصلحة، كما تشير دراسة (Gul et al. 2018) إلى أن المنشآت التي تعثرت خلال فترة الأزمة المالية وكانت تُدار من خلال إدارة ذات قدرة إدارية مرتفعة، كانت توجه تلك القدرة نحو التلاعب في التقارير المالية، لتعظيم العائد على حقوق الملكية، ومن ثم التأثير على نتائج تقييم أصحاب المصلحة.

٣- الدراسات السابقة، وصياغة الفروض:

نالت العلاقة بين القدرة الإدارية والعوامل المؤثرة في أداء المنشأة اهتمام العديد من الدراسات الحديثة، حيث تشير نتائج دراسة قام بها (Bhutta et al. (2021) على عينة مكونة من (٢٤٦) منشأة مدرجة في البورصة الباكستانية، خلال الفترة ٢٠٠٩م-٢٠١٧م، إلى التأثير الإيجابي المعنوي لارتفاع القدرة الإدارية على أداء المنشأة وقيمتها السوقية، ويبرز هذا التأثير في ظل حدة المنافسة السوقية، وهو ما أيدته نتائج دراسة قام بها (Wang et al. (2021)، على عينة مكونة من (١٠٣) منشأة كيميائية خلال الفترة ٢٠٠٨م - ٢٠١٠م، إذ جاءت النتائج لتؤكد على أهمية ما تتمتع به الإدارة من خصائص كالخبرة وقوة هيكل فريقها، على فعالية استغلال موارد المنشأة في البيئات عالية المخاطر، مما يؤثر إيجاباً بشكل معنوي على أداء المنشأة وقيمتها السوقية، أما في قطاع النسيج والملابس بدولة فيتنام، قام كل من (Kim (2020 بدراسة تأثير الذكاء العاطفي والقدرة المعرفية للإدارة على أداء المنشأة، عبر فحص عينة مكونة من (٦٢٣) منشأة وأظهرت النتائج ارتباط ارتفاع القدرة الإدارية وحدة واحدة، بارتفاع أداء المنشأة (١٨.٣) وحدة.

كما للقدرة الإدارية تأثير إيجابي معنوي على مستوى جودة القرارات الاستثمارية، وذلك وفقاً لنتائج العديد من الدراسات الحديثة كدراسة (Gan (2019، حيث سجّلت نتائجها تأثير إيجابي معنوي للقدرة الإدارية على حالة التوازن بين الإفراط والتقليل في حجم الاستثمارات -في ضوء التكلفة والعائد-، مما يُعظّم حجم العائد من القرارات الاستثمارية، ولاحظ (عبد المجيد، ٢٠٢٠) من نتائج دراسته لعينة من المنشآت السعودية خلال الفترة ٢٠٠٨م-٢٠١٨م، تأثير إيجابي معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، على كفاءة القرارات الاستثمارية، كما تؤكد نتائج دراسة (Nawaz et al. (2020) لعينة مكونة من (١٩٦) منشأة خلال الفترة ٢٠٠٨م-٢٠١٧م، من التأثير الإيجابي المعنوي للقدرة الإدارية على اقتناص الفرص الاستثمارية وتعظيم العائد من التدفقات النقدية وزيادة حجم توزيعات الأرباح، كما للقدرة الإدارية تأثير إيجابي معنوي على العائد من الاستثمار في الأنشطة غير العادية، وهو الأمر الذي تشير إليه نتائج دراسة قام بها كل من (Arora et al. (2017) على عينة مكونة من (١١٠١) معاملة داخلية لـ (١٩٧) منشأة.

وفي بيئة الأعمال المصرية، قام (النجار، ٢٠٢١) باختبار عينة مكونة من (١١٩) منشأة مسجّلة في البورصة المصرية خلال الفترة ٢٠١٦م-٢٠١٨م، وسجّلت النتائج تأثير إيجابي معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على معدل دوران الأسهم ونسبة السيولة، مما انعكس إيجاباً بشكل

معنوي على معدل التوزيعات النقدية للمساهمين، وهو ما يتوافق مع ما سجّله نتائج دراسة (سليمان، ٢٠٢٢) لعينة مكونة من (٨٠) منشأة، خلال الفترة ٢٠١٦م-٢٠٢٠م، من تأثير إيجابي معنوي للقدرة الإدارية على كل من الأداء المالي المستقبلي للمنشأة، والعلاقة بين التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي، إلا أن هذا التأثير وفقاً لنتائج دراسة (Romaisyah and Naimah (2018) على عينة من بيانات (٢٩١) منشأة صناعية مدرجة في بورصة إندونيسيا، خلال الفترة ٢٠٠٨م-٢٠١٠م، يمتد خلال السنوات الخمس الأولى فقط من عمل الإدارة، ثم يتدرج في الانخفاض، أي أن تلك القدرة ذات تأثير إيجابي معنوي على مستوى جودة قرارات الإدارة، المرتبطة بتقدير حجم المشاكل والفرص المستقبلية -خلال السنوات الخمس الأولى-، ومن ثم فهي قادرة على دعم قدرة الإدارة على التخطيط الاستراتيجي الأمثل لشراء واستغلال الموارد، ليس فقط لتحقيق أهداف المنشأة، ولكن لنمو تلك الأهداف خلال تلك الفترة.

كما لاحظ (Mishra (2020) في نتائج دراسته، ميل الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة لابتكار أساليب تمكنها ليس فقط من استغلال الفرص المتاحة في السوق، ولكن لتحويل التهديدات لفرص، لذا؛ فهي تكون أكثر ميلاً للإنفاق على برامج البحوث والتطوير، وهو الأمر الذي أيدته نتائج دراسة (Dewiruna et al. (2020، على عينة من المنشآت التي تعمل في القطاع الصناعي بدولة ماليزيا، حيث سجّلت النتائج، تأثير إيجابي معنوي لارتفاع القدرة الإدارية، على قرارات الانفاق الاستثماري في برامج البحوث والتطوير، بهدف تطوير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين كأصل من الأصول غير الملموسة للمنشأة، كما سجّلت نتائج دراسة (Yung and Chen (2018، رغبة الإدارة في زيادة حجم الانفاق الاستثماري على تلك البرامج، رغبتها منها في تخفيض التكاليف الرأسمالية، وتعزيز قدرتها على مواجهة المخاطر وزيادة العائد الاستثماري.

كما للقدرة الإدارية تأثير إيجابي معنوي على تكلفة رأس المال، حيث تشير نتائج دراسة (Ting et al. (2021 لعينة مكونة من (٦٣٨٤) منشأة تايبوانية تعمل في قطاع صناعة الإلكترونيات، خلال الفترة ٢٠٠٥م-٢٠١٨م، إلى وجود ارتباط إيجابي معنوي بين القدرة الإدارية، وإعداد هيكل رأس مال يساهم في تخفيض تكلفة التمويل من الأسهم والاقتراض الخارجي، تعزيزاً لقدرة المنشأة على مواجهة المخاطر، مما يساهم في زيادة أهمية تقييم أصحاب المصلحة لتلك القدرة، وتشير نتائج دراسة (Bonsall et al. (2017، لاهتمام المشاركين في سوق التمويل بتقييم القدرة الإدارية، لما لها من تأثير على مخاطر عدم الالتزام بالسداد، حيث تساهم القدرة الإدارية المرتفعة في استقرار

مستوى الأرباح وعدم تذبذبها، واستقرار عائدات الأسهم في المستقبل، لذا؛ ترتبط القدرة الإدارية المرتفعة بمستوى منخفض من مخاطر التمويل، هذا وتشير نتائج فحص عينة مكونة من (٥٠٠٠) منشأة خلال الفترة ٢٠٠٩م-٢٠١٣م، قام بها (Phan (2021)، إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين القدرة الإدارية ومكافآت الإدارة والقرارات المالية المؤثرة على أسعار الأسهم.

أما خلال فترة الأزمات، لاحظ كل من (Andreou et al. (2017) في نتائج دراستهم، بأن المنشآت التي كانت تمتلك إدارة ذات قدرة إدارية مرتفعة قبل الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨م، تمكنت خلال فترة الأزمة من تأمين حجم التمويل اللازم لتنفيذ مشروعات استثمارية طويلة الأجل بشروط تعاقدية ملائمة، حيث ساهم تقييم أداء تلك الإدارة خلال الفترات المالية قبل الأزمة، في تعزيز موقفها أمام جهات التمويل خلال فترة الأزمة، كما استطاعت دراسة كل من (Kumar and Zbib (2022)، تقديم دليلاً يؤكد على قدرة المديرين التنفيذيين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة، قبل انتشار وباء Covid-19، على مواجهة هذا الخطر خلال فترة الوباء، لما ترتب على هذه القدرة، من كفاءة التخطيط الاستراتيجي المسبق لمواجهة المخاطر المستقبلية غير المتوقعة، الأمر الذي ساهم في توفير قدر ملائم من السيولة اللازمة لمواجهة الآثار السلبية لهذا الوباء، أما أثناء الأزمة، فقد ساهمت تلك القدرة على اتخاذ قرارات مرتبطة بتعديل حجم الأنشطة الاستثمارية، والاستثمار في أنشطة أخرى، الأمر الذي عزز من قدرة المنشأة على تحقيق أرباح من الأنشطة العادية وغير العادية.

وعلى خلاف ما سبق، لم تسجل نتائج دراسة (Oghani et al. (2020) على عينة من المنشآت التي تعمل في قطاع الأسمنت تأثيراً للقدرة الإدارية على أداء المنشأة في هذه الصناعة، إلا أنها سجلت تأثيراً محدوداً على القدرة التنافسية للمنشأة خلال فترة انتشار وباء Covid-19، وذلك وفقاً لما ورد في نتائج دراسة قام بها (Ratnawati et al. (2021)، على عينة من المنشآت الصغيرة والمتوسطة، بلغت (١١٣٠) منشأة تعمل في مجالي تصنيع الأغذية والحرف اليدوية.

ومن ناحية أخرى، نال تأثير القدرة الإدارية على مستوى جودة الإفصاح في التقارير المالية للمنشأة، اهتمام العديد من الدراسات الحديثة، حيث قام (Baik et al. (2018) بدراسة عينة مكونة من (١٨٢٥٨) ملاحظة لعدد كبير من المنشآت خلال الفترة ١٩٩٣م-٢٠١٠م، وسجلت النتائج تأثير إيجابي معنوي لارتفاع القدرة الإدارية على جودة البيئة المعلوماتية للمنشأة، إذ تعتمد الإدارة في زيادة القيمة السوقية للمنشأة على زيادة الثقة في البيئة المعلوماتية، خاصة إذا كانت تمتلك حجم

كبير من أسهم المنشأة، كما للقدرة الإدارية تأثير إيجابي معنوي على قيمة المعلومات المرتبطة بربحية الأسهم، وفقاً لما جاءت به نتائج دراسة (سمعان، ٢٠١٩) على عينة مكونة من (٦٠) منشأة خلال الفترة ٢٠٠٩م-٢٠١٧م.

وتشير نتائج دراسة (Abernathy et al. (2018 إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين ارتفاع القدرة الإدارية ودقة مخرجات نظام المعلومات المحاسبي ونظام الرقابة الداخلية المرتبط به، مما يساهم في عدم تأخير اعداد وإصدار التقارير المالية للمنشأة، وهو الأمر الذي أيدته نتائج دراسة (Eissa and Hashad (2021 على عينة مكونة من (٦٢) منشأة مدرجة على مؤشر EGX100 في البورصة المصرية، خلال الفترة ٢٠١٤م-٢٠١٨م، حيث تؤكد على وجود علاقة سلبية بين القدرة الإدارية وتأخر اعداد التقارير المالية، أي أن ارتفاع مستوى القدرة الإدارية يحد من تأخر اصدار التقارير المالية للمنشأة.

وتساهم القدرة الإدارية في الحد من التلاعب في المعلومات عبر أساليب إدارة الأرباح، وذلك ما جاءت به نتائج دراسة (Huang and Sun (2017، نتيجة لما تمتلك من تأثير إيجابي على أداء المنشأة، الأمر الذي يُحفّز الإدارة على رفع مستوى ثقة أصحاب المصلحة في جودة محتوى التقارير المالية، بالإضافة إلى رغبتها على إضفاء الشرعية لدى أصحاب المصلحة عندما ترتبط المعلومات بنفقات رأس المال البيئي للمنشأة، حيث تشير نتائج دراسة (Chen and Chen (2019 إلى ميل الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة والالتزام بالمبادئ والمعايير البيئية، لتجنب الوقوع في أخطاء مرتبطة بإسقاط أو عدم دقة معلومات مرتبطة بتلك النفقات، رغبةً منها في إضفاء الشرعية لدى أصحاب المصلحة، كما لاحظ كل من (Garcia-Meca and García-Sanchez (2018 في دراستهم لعينة من البنوك خلال الفترة ٢٠٠٤م-٢٠١٠م، امتلاك الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة تأهيل علمي وخبرة مهنية تمكنهم من رفع مستوى جودة الأرباح، الأمر الذي يدفعهم لرفع مستوى دقة المعلومات التي تعبر عن تدفقاتها النقدية وأرباحها، ومن ثم رفع مستوى جودة التقارير المالية في البنوك.

إلا أن هناك العديد من الدراسات، تؤكد ارتباط القدرة الإدارية المرتفعة بممارسات انتهازية مرتبطة بالتلاعب في المعلومات، رغبةً من الإدارة في تحقيق أهداف المنشأة على حساب أصحاب المصلحة، أو لتحقيق منافع شخصية، حيث سجّلت نتائج دراسة قام بها كل من (Anom (2018، على عينة مكونة من (٩٩) منشأة مدرجة في بورصة إندونيسيا، تعمل في مجال تصنيع السلع

الاستهلاكية خلال الفترة ٢٠١٤م-٢٠١٦م، وجود علاقة إيجابية معنوية بين القدرة الإدارية وممارسات إدارة الأرباح، وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة (عيسى وحشاد، ٢٠٢١)، على عينة مكونة من (٦٢) منشأة مسجلة في البورصة المصرية، ومدرجة على مؤشر EGX100 خلال الفترة ٢٠١٤م-٢٠١٨م.

كما تؤكد نتائج دراسة (Demerjian et al. (2017)، رغبة الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة للتلاعب في الأرباح بشكل متعمد، بهدف التأثير على المعلومات التي تعبر عن الأداء التشغيلي المستقبلي للمنشأة، لتعظيم العائد على الإدارة أو المساهمين أو كليهما، وهو الأمر الذي تؤكد نتائج دراسة (Luo and Zhou (2017)، من رغبة في التلاعب بالمعلومات لتوجيه نتائج تقييم أصحاب المصلحة، تعزيزاً للقيمة السوقية لأسهم المنشأة، كما تشير نتائج دراسة (Habib and Hasan (2017)، لرغبة الإدارة في التلاعب بالمعلومات عبر أساليب إدارة الاستحقاقات وإدارة الأرباح الحقيقية، عندما تكون أكثر ميلاً للإفراط في حجم الاستثمارات، وهذا وتشير نتائج دراسة (Gul et al. (2018) إلى قدرة الأزمات المالية الدولية التي تتعرض لها المنشأة، على تحفيز الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة على التلاعب في التقارير المالية، بهدف تعظيم العائد على حقوق الملكية، والتأثير على نتائج تقييم أصحاب المصلحة.

وفي ضوء ما سبق؛ لاحظ الباحث اهتمام العديد من الدراسات الحديثة في جمهورية مصر العربية، (سليمان، ٢٠٢٢؛ النجار، ٢٠٢١؛ عيسى وحشاد، ٢٠٢١؛ الجبلي، ٢٠٢١؛ سمعان، ٢٠١٩) بدراسة تأثير القدرة الإدارية على قرارات الإدارة المرتبطة بأداء المنشأة، وجودة المعلومات والإفصاح، الأمر الذي يعزز رغبة الباحث في تناول تأثير هذه القدرة على تكلفة رأس مال المملوك للمنشأة، نظراً لأهمية تلك القدرة كمورد قادر على إضافة قيمة لباقي موارد المنشأة يلزم تطويره، أو التعامل معها كركيزة تعزز السلوك الإيجابي للإدارة، لتحقيق منافع شخصية أو مرتبطة بأهداف المنشأة على حساب أصحاب المصلحة من محللين ماليين ومستثمرين، هذا ويتوقع الباحث أن تتمكن الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة من تخفيض تكلفة رأس المال المملوك، وعليه؛ يمكن صياغة الفروض التالية:

الفرض الأول (ف١): تؤثر القدرة الإدارية سلباً بشكل معنوي على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية.

الفرض الثاني (ف٢): يؤثر حجم المنشأة إيجاباً بشكل معنوي على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية.

٤- الدراسة العملية:

٤-١ عينة الدراسة، ومصادر البيانات:

ارتكز الباحث في اختبار فروض الدراسة على عينة من المنشآت المدرجة على مؤشر EGX100 في بورصة الأوراق المالية المصرية، خلال الفترة ٢٠١٦م-٢٠١٩م، وتم استبعاد المنشآت في قطاع البنوك والخدمات المالية نظراً لطبيعة نشاطها، وبلغت عدد المشاهدات (١٣٦) مشاهدة، واعتمد الباحث في جمع البيانات على عدة مصادر، شملت موقع مباشر مصر وشركة مصر لنشر المعلومات وموقع البورصة المصرية، هذا ويمكن استعراض عينة الدراسة مبوبة قطاعياً من خلال الجدول رقم (١) التالي:

جدول رقم (١): تبويب قطاعي لعينة الدراسة

| م | القطاع | عدد | الن |
|---|----------------------|-----|-----|
| ١ | الأغذية والمشروبات | ٤٠ | ٢٩ |
| ٢ | الإسكان والعقارات | ٣٦ | ٢٦ |
| ٣ | سياحة وترفيه | ٢٠ | ١٤ |
| ٤ | التشييد ومواد البناء | ١٦ | ١١ |
| ٥ | خدمات ومنتجات | ٨ | ٩ |
| ٦ | منتجات منزلية | ١٦ | ١١ |
| | الإجمالي | ١٣٦ | ١٠ |

٤-٢ قياس متغيرات الدراسة:

٤-٢-١ قياس تكلفة رأس المال المملوك:

اعتمد الباحث في قياس تكلفة رأس المال المملوك -كمتغير تابع-، على النموذج الذي قدمه كل من Omran and Pointon عام ٢٠٠٤م، لما يتميز من ملائمة للمعلومات التي توفرها التقارير المالية في الأسواق الناشئة (عيسى، ٢٠١٧: Bertoncelli et al. 2021; Ilyas et al.

Omran and Pointon 2004; 2019، وعليه؛ يمكن قياس تكلفة رأس المال المملوك باستخدام النموذج رقم (١) التالي:

$$K_0 = 1 / (PE \text{ ratio} - (e_0 - d_0) / e_0)$$

Model (1)

حيث تشير (K_0) لتكلفة رأس المال المملوك، أما ($PE \text{ ratio}$) فتشير لنسبة السهم إلى ربحية السهم، كما تشير (e_0) لنصيب السهم من الأرباح المحققة في العام الحالي، في حين تشير (d_0) لنصيب السهم من الأرباح الموزعة في العام الحالي.

٤-٢-٢ قياس القدرة الإدارية:

اعتمد الباحث في قياس القدرة الإدارية على تحليل مغلف البيانات (DNA) الذي قدمه Demerjian وآخرون عام ٢٠١٢م، والذي يعتمد في قياسه للقدرة الإدارية على مرحلتين، الأولى تركز على قياس الكفاءة الكلية للمنشأة، عبر نموذج يقابل بين المخرجات المتمثلة في إيرادات المبيعات، بالمدخلات المتمثلة في سبعة عوامل ساهمت في تكوين تلك المدخلات، أما المرحلة الثانية تركز على استبعاد العوامل المرتبطة بخصائص المنشأة ولها تأثير على كفاءتها الكلية، كالحجم والحصة السوقية، والتدفقات النقدية الحرة الموجبة والعمر، الأمر الذي يساهم في تقدير مقدار تأثير القدرة الإدارية على الكفاءة الكلية للمنشأة، وعليه؛ تعتمد المرحلة الأولى على النموذج رقم (٢) التالي، في قياس الكفاءة الكلية للمنشأة (سليمان، ٢٠٢٢؛ Eissa and Hashad 2021; Wang et al. 2021; Baik et al. 2020; Gan 2019;

$$\text{Max } \theta = \text{Sales} / (v_1 \text{PPE} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{COGS} + v_4 \text{Opslease} + v_5 \text{R\&D} + v_6 \text{Goodwill} + v_7 \text{OtherIntan}) \text{ Model (2)}$$

حيث تشير (Sales) لإيرادات المبيعات، و(PPE) صافي القيمة الدفترية للأصول الثابتة، و(SG&A) المصاريف البيعية والإدارية والعمومية، و(COGS) تكلفة البضاعة المباعة، و(OpsLease) صافي عقود الإيجار التشغيلي، و(R&D) مصاريف البحوث والتطوير، و(Goodwill) الشهرة، و(OtherIntan) أصول غير ملموسة أخرى، ونتيجة لعدم افصاح جميع المنشآت -عينة الدراسة- عن معلومات تغطي بنود الحسابات في النموذج رقم (٢) السابق، سيعتمد الباحث في قياس الكفاءة الكلية للمنشأة على النموذج رقم (٣) التالي: (سليمان، ٢٠٢٢؛ عيسى وحشاد، ٢٠٢١؛ عبد المجيد، ٢٠٢٠؛ سمعان، ٢٠١٩)

$$\text{Max } \theta = \text{Sales} / (v_1\text{PPE} + v_2\text{SG\&A} + v_3\text{COGS})$$

Model (3)

أما في المرحلة الثانية، سيعتمد الباحث في تقدير القدرة الإدارية على نموذج الانحدار رقم (٤) التالي (سليمان، ٢٠٢٢: Demerjian et al. 2012; Baik et al. 2020; Eissa and Hashad 2021):

$$\text{Firm Efficiency} = \alpha + B_1\text{Ln(Total Assets)}_{it} + B_2\text{Market Share}_{it} + B_3\text{FCF Indicator}_{it} + B_4\text{Ln(Age)}_{it} + B_5\text{Ind.Concentration}_{it} + B_6\text{ForeignCurrency}_{it} + B_7\text{Year} + \varepsilon_i$$

Model (4)

حيث إن:

- $\text{Ln(Total Assets)}_{it}$ = حجم المنشأة، وتقاس باللوغاريتم الطبيعية لإجمالي الأصول.
- Market Share_{it} = حصة المنشأة، وتقاس بمبيعات المنشأة على إجمالي مبيعات القطاع.
- $\text{FCF Indicator}_{it}$ = التدفقات النقدية الموجبة الحرة، كمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت قيمة التدفقات موجبة، والقيمة (٠) بخلاف ذلك.
- Ln(Age)_{it} = عمر المنشأة، وتقاس باللوغاريتم الطبيعي لعمرها.
- $\text{Ind.Concentration}_{it}$ = للتركز في القطاع، ويقاس بمبيعات المنشأة إلى مجموع مبيعات مبيعات قطاعها الذي تنتمي إليه.
- $\text{ForeignCurrency}_{it}$ = مؤشر لأرباح المنشأة من العملة الأجنبية، وتقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) عند تحقيق المنشأة أرباح من ترجمة العملة الأجنبية، والقيمة (٠) بخلاف ذلك.
- ε_i = للقدرة الإدارية لإدارة المنشأة، وهي تساوي القيمة المتبقية (Residuals).

٤-٣ صياغة نماذج الدراسة لاختبار الفروض:

اعتمد الباحث في اختبار الفرض الأول (ف١) "تؤثر القدرة الإدارية سلباً بشكل معنوي على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية"، على صياغة النموذج رقم (٥) التالي، معتمداً على ما ورد في العديد من الدراسات (عيسى، ٢٠١٧: Latif and Shah 2021; Bertoncetti et al. 2021; Omran and Pointon 2004):

$$C.Equity_{it} = \alpha + \beta_1(C.Equity_{it-1}) + \beta_2(AM_{it}) + \beta_3(C.Flow_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \beta_5(Growth_{it}) + \beta_6(Tobin'sQ_{it}) + \beta_7(FLev_{it}) + \beta_8(F.Size_{it}) + \beta_9(Big4_{it}) + \beta_{10}(Sec_{it}) + \varepsilon_i$$

Model (5)

حيث إن:

- $C.Equity_{it}$ = تكلفة رأس المال المملوك (i) في الفترة المالية (t)، وتقاس كما سبق الشرح في النقطة رقم (٤-٢-١).

- $C.Equity_{it-1}$ = تكلفة رأس المال للمنشأة (i) في الفترة المالية (t-1)، حيث قام الباحث بإضافة هذا المتغير ضمن المتغيرات المستقلة، لرفع مستوى الثقة في نتائج النماذج، حيث تشير نتائج تحليل جرانجر لفحص العلاقة السببية، إلى ارتباط تأثير المتغير التابع ($C.Equity_{it}$) للفترة الحالية، بتأثير نفس المتغير ($C.Equity_{it-1}$) في الفترة المالية السابقة (Belz et al. 2019; Chang and Zhang 2015; Dezsö and Ross 2012).

- AM_{it} = القدرة الإدارية للمنشأة (i) في الفترة المالية (t)، وتقاس كما سبق الشرح في النقطة رقم (٤-٢-٢).

- $C.Flow_{it}$ = معدل التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للمنشأة (i) في الفترة المالية (t)، وتقاس معدل التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للمنشأة (i)، ويقاس بقسمة التدفقات النقدية التشغيلية للفترة المالية (t)، على اجمالي الأصول في بداية نفس الفترة المالية.

- ROA_{it} = معدل العائد على الأصول، كمقياس لكفاءة الأداء المالي للمنشأة (i) في الفترة المالية (t)، ويقاس بقسمة صافي الربح قبل الضرائب على اجمالي الأصول للمنشأة (i)، في بداية الفترة المالية (t).

- $Growth_{it}$ = معدل نمو مبيعات المنشأة (i) في الفترة المالية (t)، وتقاس بـ (مبيعات الفترة الحالية (i) - مبيعات الفترة السابقة (i-1)) ÷ مبيعات الفترة السابقة (i-1).

- $Tobin'sQ_{it}$ = القيمة السوقية للمنشأة (i) في الفترة المالية (t)، وتقاس بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، وتقاس القيمة السوقية لإجمالي الأصول عبر جمع كل من القيمة السوقية للأسهم العادية في نهاية الفترة المالية، والقيمة الدفترية للأسهم الممتازة، والقيمة الدفترية للالتزامات.

- $F.Lev_{it}$ = متغير يعبر عن الخطر المالي الذي قد تتعرض له المنشأة، ويقاس بقسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول للمنشأة (i)، في الفترة المالية (t).

- $F.Size_{it}$ = حجم المنشأة (i) في الفترة المالية (t)، ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

- $Big4_{it}$ = متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت المنشأة (i) في الفترة المالية (t)، إذا قامت إحدى مكاتب المراجعة الكبرى (Big4) بمراجعتها، والقيمة (0) بخلاف ذلك.

- Sec_{it} = متغير وهمي يعبر عن القطاعات التي تنتمي إليها المنشآت، يأخذ القيم من (1) إلى (6) ليعبر كل منها عن قطاع محدد.

ولاختبار الفرض الثاني (ف2) "يؤثر حجم المنشأة ايجاباً بشكل معنوي على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية"، قام الباحث بصياغة نموذج الانحدار التفاعلي (MMR) رقم (6) التالي (Aguinis 1995; Aguinis 2004):

$$C.Equity_{it} = \alpha + \beta_1(C.Equity_{it-1}) + \beta_2(AM_{it}) + \beta_3(AM_{it} \times F.Size_{it}) + \beta_4(C.Flow_{it}) + \beta_5(ROA_{it}) + \beta_6(Growth_{it}) + \beta_7(Tobin'sQ_{it}) + \beta_8(FLev_{it}) + \beta_9(F.Size_{it}) + \beta_{10}(Big4_{it}) + \beta_{11}(Sec_{it}) + \epsilon_i$$

Model (6)

حيث يشير المتغير $(AM_{it} \times F.Size_{it})$ إلى تفاعل حجم المنشأة مع القدرة الإدارية، بهدف قياس تأثير حجم المنشأة على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال.

٤-٤ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (٢) التالي، الإحصاء الوصفي للمتغيرات الواردة في نماذج الدراسة:

الجدول رقم (٢): الإحصاء الوصفي لمتغيرات نماذج الدراسة

| المتغير | المتوسط | الخطأ المعياري للمتوسط | الوسيط | الانحراف المعياري | أقل قيمة | أعلى قيمة |
|--------------------|---------|------------------------|--------|-------------------|----------|-----------|
| C.Equ | ١.٠٩ | ٠.١٤٤٨ | ٠.١٩٥ | ١.٦٨٩ | ٠.٠٠ | ٧.٤٢ |
| AM _t | ٠.١١ | ٠.٠١٠ | ٠.٠٨٨ | ٠.١١٨ | ٠.٠٠ | ٠.٦٧ |
| C.Flo | ٠.٤٠ | ٠.٠٥٤٢ | ٠.٠٨٥ | ٠.٦٣٢ | ٠.٠١ | ٣.٤٠ |
| ROA _t | ٠.٢٢ | ٠.٠٨٥٠ | ٠.٠٣١ | ٠.٩٩٠ | ٠.٠٠ | ٧.٥٤ |
| Growth | ١.٨١ | ٠.١٥٥ | ١.٠٦٣ | ١.٨٠٨ | ٠.٠٠ | ٩.٧٩ |
| Tobin' | ٠.١٢ | ٠.٠٢٥٣ | ٠.٠٣٧ | ٠.٢٩٦ | ٠.٠٠ | ٣.٠٤ |
| F.Lev _t | ٠.١٩ | ٠.٠٣٧٠ | ٠.٠٥٦ | ٠.٤٣٢ | ٠.٠٠ | ٤.٢١ |

| | | | | | | F.Size |
|------|------|-------|-------|-------|------|--------|
| ٣١.٦ | ١٧.٠ | ٢.٣٥٧ | ٢٣.٥٣ | ٠.٢٠٢ | ٢٣.٤ | |
| ١ | ٠ | ٠.٤٥٧ | ١ | ٠.٠٣٩ | ٠.٧١ | Big4 |
| ٦ | ١ | ٤.٢١٨ | ٣ | ٠.٣٦٢ | ٥.٥٣ | Seq |

لاحظ الباحث في الجدول رقم (٢)، بأن متوسط تكلفة رأس المال بلغت (١.٠٩٩)، بانحراف معياري قدره (١.٦٨٩)، وأقل وأعلى قيمة بلغتا (٠.٠٠٢) و(٧.٤٢٣) على التوالي، مما يشير إلى انخفاض متوسط تكلفة رأس المال في منشآت عينة الدراسة، ومتوسط القدرة الإدارية بلغت (٠.١٩٩)، بانحراف معياري قدره (٠.١١٨)، وأقل وأعلى قيمة بلغتا (٠.٠٠١) و(٠.٦٧٨) على التوالي، مما يشير إلى انخفاض متوسط تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال، وهذا وبلغ متوسط التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (٠.٤٠٩)، بانحراف معياري قدره (٠.٦٣٢)، أما أقل وأعلى قيمة بلغتا (٠.٠١١) و(٣.٤٠٧) على التوالي.

أما معدل العائد على الأصول بلغ (٠.٢٤٤) بانحراف معياري قدرة (٠.٦٣٢)، وأقل وأعلى قيمة بلغتا (٠.٠٠١) و(٧.٥٤٤) على التوالي، مما يشير إلى انخفاض متوسط معدل العائد على الأصول في عينة الدراسة، وسجلت النتائج انخفاض معدل نمو المبيعات في عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط معدل نمو مبيعات المنشأة (١.٨١٨)، بانحراف معياري قدره (١.٨٠٨)، وأقل وأعلى قيمة بلغتا (٠.٠٠٢) و(٩.٧٩٧) على التوالي، وبلغ متوسط القيمة السوقية للمنشأة (٠.١٢١)، بانحراف معياري قدره (٠.٢٩٦)، وأقل قيمة بلغت (٠.٠٠١) وأعلى قيمة بلغت (٣.٠٤٦)، مما يشير لانخفاض متوسط القيمة السوقية للمنشآت عينة الدراسة.

كما سجلت النتائج انخفاض متوسط الرافعة المالية-الخطر المالي-، حيث بلغ (٠.١٩٦) بانحراف معياري قدره (٠.٤٣٢)، وأقل وأعلى قيمة بلغتا (٠.٠٠١) و(٤.٢١٠) على التوالي، مما يشير لانخفاض تمويل الأصول عبر الإقتراض، ومن ناحية أخرى سجلت النتائج ارتفاع في متوسط حجم منشآت عينة الدراسة، حيث بلغت (٢٣.٤٣٥)، بانحراف معياري (٢.٣٥٧)، وأقل وأعلى قيمة (١٧.٠٧٠) و(٣١.٦٢٠) على التوالي، وأخيراً لاحظ الباحث، ارتفاع عدد منشآت المراجعة الكبرى التي تقدم خدمة مراجعة للمنشآت عينة الدراسة، حيث بلغت في المتوسط (٠.٧١٠)، بانحراف معياري قدره (٠.٤٥٧)، وأعلى وأقل قيمة (٠) و(١) على التوالي، وأخيراً لاحظ الباحث النتائج (٧٠.٦%) من عينة الدراسة يتم مراجعتها من قبل منشآت تنتمي للمنشآت الأربع الكبرى.

ويعرض الجدول رقم (٣) التالي، مصفوفة الارتباط بين المتغير تكلفة رأس المال كمتغير تابع، والمتغيرات المستقلة، الواردة في النموذج رقم (٥):

الجدول رقم (٣) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

| المتغير | ١ | ٢ | ٣ | ٤ | ٥ | ٦ | ٧ | ٨ | ٩ | ١٠ |
|-----------------------------|----------|----------|----------|--------|---------|---------|---------|----------|-------|----|
| C.Equity _{it} .١ | | | | | | | | | | |
| C.Equity _{it-1} .٢ | ***.٥٣٠ | | | | | | | | | |
| AM _{it} .٣ | .٠٠٥٣ | .٠٠٣٩ | | | | | | | | |
| C.Flow _{it} .٤ | ***.١٧٩ | .٠٠٨٦ | ** .٠١٤٣ | | | | | | | |
| ROA _{it} .٥ | ***.١٥٦ | ** .٠١٤١ | .٠٠٢٥ | .٠٠٤٤ | | | | | | |
| Growth _{it} .٦ | .٠٠٢٣ | .٠٠٣٩ | .٠٠٩١ | *.٠١٣٦ | .٠١٠٨ | ١ | | | | |
| Tobin'sQ _{it} .٧ | .٠١٠٩ | .٠٠٥٥ | .٠٠٣١ | *.٠١١٥ | .٠٠٦٢ | ***.٢٨٣ | ١ | | | |
| F.Lev _{it} .٨ | ***.٢٢١- | .٠٠٢٠- | ** .٢١٦- | .٠٠٢٩ | .٠٠١١- | .٠١٠٤ | ***.٢١٩ | ١ | | |
| F.Size _{it} .٩ | ***.٣١٩ | .٠٠٥٤ | ** .٢١٤ | .٠٠١٧ | .٠٠٩٣ | .٠٠٩١ | .٠١١٠ | ***.٣١٩- | ١ | |
| Big4 _{it} .١٠ | .٠٠٨٥ | ** .٠١٨٧ | ** .٢١٠ | .٠٠٧٥ | ** .١٦٩ | ** .١٨٢ | .٠٠١٩ | ** .١٧٦- | .٠٠٨١ | ١ |

علماً بأن: * دالة عند مستوى معنوية > ١٠%، و** دالة عند مستوى معنوية > ٥%، و*** دالة عند مستوى معنوية > ١% (Sing. 2-Tailed).

تعليقاً على الجدول رقم (٣)، يلاحظ الباحث وجود علاقة إيجابية بين القدرة الإدارية (AM_{it}) وتكلفة رأس المال ($C.Equity_{it}$)، إلا أن تلك العلاقة غير معنوية، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٠٥٣)، في حين سجلت النتائج تأثير إيجابي معنوي بين تكلفة رأس المال للفترة المالية السابقة ($C.Equity_{it-1}$) وتكلفة رأس المال للفترة المالية الحالية ($C.Equity_{it}$)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٥٣٠)، عند مستوى معنوية أقل من ١%، ويوجد علاقة طردية معنوية بين التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ($C.Flow_{it}$) وتكلفة رأس المال ($C.Equity_{it}$)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.١٧٩)، عند مستوى معنوية أقل من ٥%.

ويمكن ملاحظة التأثير السلبي المعنوي للرافعة المالية ($F.Levit$)، على تكلفة رأس المال ($C.Equity_{it}$)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٢٢١)، عند مستوى معنوية أقل من ٥%، والتأثير الإيجابي المعنوي لمعدل العائد على الأصول (ROA_{it}) على تكلفة رأس المال ($C.Equity_{it}$)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.١٥٦)، عند مستوى معنوية أقل من ٥%، في حين يمكن ملاحظة ارتفاع مستوى معنوية الارتباط الإيجابي، بين حجم المنشأة ($F.Size_{it}$) وتكلفة رأس المال، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٣١٩)، عند مستوى معنوية أقل من ١%، كما سجلت النتائج عدم معنوية العلاقة بين كل من ($Growth_{it}$) و ($Tobin'sQ_{it}$) و ($Big4_{it}$)، وبين تكلفة رأس المال ($C.Equity_{it}$)

٤-٥ اختبارات فروض الدراسة:

٤-٥-١ اختبار تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال:

اعتمد الباحث في اختبار الفرض الأول (ف١) "تؤثر القدرة الإدارية سلباً بشكل معنوي على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية"، على تشغيل نموذج الانحدار رقم (٥)، وفقاً لطريقة المربعات الصغرى (OLS)، واعتمد في اختبار الفرض الثاني (ف٢) "يؤثر حجم المنشأة ايجاباً بشكل معنوي على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية"، على تشغيل نموذج الانحدار التفاعلي (MMR) رقم (٦)، ويوضح الجدول رقم (٤) التالي نتائج تشغيل النموذجين:

جدول رقم (٤) اختبار تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال

تأثير حجم المنشأة على العلاقة بين القدرة
الإدارية وتكلفة رأس المال
نموذج رقم (٦)

القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال
النموذج رقم (٥)

| t-value | Coefficients | t-value | Coefficients | |
|----------|--------------|----------|--------------|--|
| **٢.١٧٧ | ٠.٤١٣ | **٣.٤٢٠ | ٠.٤٧٣ | Constant |
| ***٧.٤٦٧ | ٠.٢٤١ | ***٧.٥٠٦ | ٠.٢٤١ | C.Equity _{it-1} |
| ٠.٢٦٢ | ٠.٩٠٧ | ٠.١٦٨ | ٠.١٧٢ | AM _{it} |
| **١.٢٨٣ | ٠.٢٤٤ | **١.٣٢٤ | ٠.٢٤٩ | C.Flow _{it} |
| **٠.٨٠٨ | ٠.٠٩٧ | **٠.٨٤١ | ٠.١٠٠ | ROA _{it} |
| *٠.٢٩٧ | ٠.٠٢٠ | *٠.٢٩١ | ٠.٠٢٠ | Growth _{it} |
| **٢.٦٧٢ | ٠.٣١٢ | **٢.٦٧٦ | ٠.٤١١ | Tobin'sQ _{it} |
| **٢.٣٥٩ | ٠.٦٩١- | **٢.٤٢٦ | ٠.٧٠١- | F.Lev _{it} |
| **٢.١٠٥ | ٠.١٦٤ | **٣.٤٦٠ | ٠.١٧٩ | F.Size _{it} |
| ٠.٩٧٤ | ٠.٢٦٦ | ٠.٩٥٢ | ٠.٢٥٧ | Big4 _{it} |
| ٠.٢٤٧- | ٠.١٢٠- | | | F.Size _{it} ×AM _{it} |
| | ٠.٦٣٧ | | ٠.٦٣٧ | R2 |
| | ٠.٥٩٢ | | ٠.٥٩٧ | Adjusted R2 |
| | ***١٠.٧٠٣ | | ***١٠.٨٥٦ | F-Test |
| | أقل من ٣ | | أقل من ٢ | VIF |

علماً بأن: * دالة عند مستوى معنوية >١٠%، و** دالة عند مستوى معنوية >٥%، و*** دالة عند مستوى معنوية >١% (Sing. 2-Tailed).

يلاحظ الباحث تعليقاً على ما ورد في الجدول رقم (٤)، بأن معامل التحديد المعدل Adjusted R² للنموذج رقم (٥) بلغ (٠.٥٩٧)، وللنموذج رقم (٦) بلغ (٠.٥٩٢)، مما يشير إلى قدرة المتغيرات المستقلة

الواردة في النموذج الأول على تفسير (٦٠%) تقريباً من المتغير التابع -تكلفة رأس المال-، وتفسير (٥٩.٢%) في النموذج الثاني، هذا وسجلت النتائج معنوية كلا النموذجين عند مستوى أقل من ١%، مع عدم وجود ازدواج خطي في كلا النموذجين، وفقاً لما ورد في نتائج اختبار Variance Inflation Factor (VIF) (Sekaran and Bougie (2016).

وتشير النتائج، إلى التأثير الإيجابي للقدرة الإدارية (AM_{it}) على تكلفة رأس المال ($C.Equity_{it}$) في كلا النموذجين، إلا أن هذا التأثير جاء في كلا النموذجين رقم (٥) و(٦) غير معنوي، على الرغم من ارتفاع معامل الارتباط في النموذج رقم (٦)، أي عدم معنوية تأثير ما تملكه الإدارية من خصائص وسمات على تكلفة رأس المال المملوك.

هذا ويمكن ملاحظة قدرة حجم المنشأة ($F.Size_{it}$) على التأثير في اتجاه العلاقة، بين القدرة الإدارية (AM_{it}) وتكلفة رأس المال المملوك ($C.Equity_{it}$)، مع عدم القدرة على التأثير في معنوية تلك العلاقة، حيث سجلت النتائج، تأثير سلبي لتفاعل حجم المنشأة مع القدرة الإدارية ($AM_{it} \times C.Equity_{it}$) على تكلفة رأس المال المملوك ($C.Equity_{it}$)، ولكن عند مستوى معنوية أكبر من ١٠%، أي أن العلاقة سلبية غير معنوية، ومن ثم قد تساهم الزيادة في حجم المنشأة، في التأثير الإيجابي على القدرة الإدارية، إلا أن هذه القدرة غير قادرة على تخفيض علاوة المخاطر التي تزيد من العائد الاستثماري الذي يحصل عليه المستثمرين، أي عدم معنوية تأثير قدرة الإدارة على تكلفة رأس المال المملوك.

أما المتغيرات الرقابية يلاحظ الباحث، تأثير إيجابي معنوي لمعدل التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ($C.Flow_{it}$)، على تكلفة رأس المال المملوك ($C.Equity_{it}$) في النموذجين عند مستوى معنوية أقل من ٥%، كذلك تأثير إيجابي معنوي لمعدل العائد على الأصول (ROA_{it})، عند مستوى معنوية أقل من ٥% في النموذجين، مما يشير إلى ارتباط إيجابي معنوي بين الأداء التشغيلي والمالي للمنشأة، وعلاوة المخاطر، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المملوك، وقد يرجع السبب في ذلك لإخفاض مستوى الثقة في المعلومات المرتبطة بالأداء التشغيلي والمالي، الأمر الذي ينعكس في صورة ارتفاع تكلفة رأس المال المملوك، هذا كما يمكن ملاحظة تأثير إيجابي معنوي لكل من القيمة السوقية للمنشأة ($Tobin'sQ_{it}$) وحجم المنشأة ($F.Size_{it}$) عندي مستوى معنوية أقل من ٥% في كلا النموذجين، مما يشير إلى ارتباط ارتفاع حجم المنشأة وقيمتها السوقية بارتفاع تكلفة رأس المال المملوك، وقد يرجع السبب في ذلك إلى تلاعب الإدارة في المعلومات بهدف التأثير على نتائج تقييم اجمالي أصول المنشأة، وقيمتها السوقية، الأمر الذي ينعكس سلباً على ثقة

المحللين الماليين والمستثمرين، هذا كما تسجل النتائج علاقة سلبية بين الرافعة المالية ($F.Lev_{it}$) وتكلفة رأس المال ($C.Equity_{it}$)، في حين لم تسجل ($Big4_{it}$) تأثير معنوي في علاقتها بتكلفة رأس المال ($F.Lev_{it}$).
٤-٥-٢ الاختبار الإضافي:

رغبةً من الباحث في التعرف على مدى قدرة الأداء التشغيلي ($C.Flow_{it}$)، والمالي (ROA_{it})، والخطر المالي ($F.Lev_{it}$) في التأثير على العلاقة بين القدرة الإدارية (AM_{it}) وتكلفة رأس المال ($C.Equity_{it}$)، سيقوم الباحث بإدراج متغير ($AM_{it} \times C.Flow_{it} \times ROA_{it} \times F.Lev_{it}$)، وعليه؛ قام الباحث باختبار هذا التأثير عبر صياغة نموذج الانحدار التفاعلي (MMR) رقم (٧) التالي (Aguinis 1995; Aguinis 2004):

$$C.Equity_{it} = \alpha + \beta_1(C.Equity_{it-1}) + \beta_2(AM_{it}) + \beta_3(AM_{it} \times C.Flow_{it} \times ROA_{it} \times F.Lev_{it}) + \beta_4(C.Flow_{it}) + \beta_5(ROA_{it}) + \beta_6(Growth_{it}) + \beta_7(Tobin'sQ_{it}) + \beta_8(FLev_{it}) + \beta_9(F.Size_{it}) + \beta_{10}(Big4_{it}) + \beta_{11}(Sec_{it}) + \varepsilon_{it} \quad \text{Model (6)}$$

ويوضح الجدول التالي رقم (٥)، نتائج تشغيل النموذج رقم (٧):

جدول رقم (٥) اختبار إضافي لتأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال

| t-value | Coefficients | |
|----------|--------------|---|
| **٣.٤٢٠ | ٠.٤٧٣ | Constant |
| ***٧.٦٥٧ | ٠.٢٣٧ | C.Equity _{it-1} |
| ٠.٢٨٤- | ٠.٢٨٣- | AM _{it} |
| **١.٤١٥ | ٠.٢٥٦ | C.Flow _{it} |
| ١.٤٥٥- | ٠.٢١٦- | ROA _{it} |
| ٠.٢٢٧ | ٠.٠١٥ | Growth _{it} |
| **٢.٧٠٠- | ١.٠٨٠- | Tobin'sQ _{it} |
| **٢.٢٨٨ | ٠.٦٣٨ | F.Lev _{it} |
| **٣.٣٨٥- | ٠.١٦٩- | F.Size _{it} |
| ٠.٩١٣ | ٠.٢٣٧ | Biq4 _{it} |
| **٠.٣٣٠- | ٠.٧٥٩- | AM _{it} × C.Flow _{it} × ROA _{it} × F.Lev _{it} |
| | ٠.٦٨٣ | R2 |
| | ٠.٥٤١ | Adjusted R2 |
| | ***١١.٦٦١ | F-Test |
| | أقل من ٢ | VIF |

علماً بأن: * دالة عند مستوى معنوية > ١٠%، و ** دالة عند مستوى معنوية > ٥%، و *** دالة عند مستوى

معنوية > ١% (Sing. 2-Tailed).

توضّح نتائج الجدول رقم (٥)، بأن معامل التحديد المعدل Adjusted R² للنموذج رقم (٧) بلغ (٠.٥٤١)، مما يشير إلى قدرة المتغيرات المستقلة الواردة في النموذج على تفسير (٥٤.١%) من المتغير التابع -تكلفة رأس المال-، هذا وسجّلت النتائج معنوية النموذج عند مستوى أقل من ١%، مع عدم وجود ازدواج خطي في كلا النموذجين، وفقاً لما ورد في نتائج اختبار Variance Inflation Factor (VIF) (Sekaran and Bougie (2016).

ويلاحظ الباحث، التأثير السلبي المعنوي للأداء التشغيلي (C.Flow_{it})، والمالي (ROA_{it})، والخطر المالي (F.Lev_{it})، على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال، حيث سجّلت النتائج تأثير سلبي معنوي للعلاقة بين القدرة الإدارية (AM_{it}) وتكلفة رأس المال (C.Equity_{it})، بلغ فيها معامل الارتباط (-٠.٧٥٩)، عند مستوى معنوية أقل من ٥%، مما يشير لقدرة الأداء التشغيلي والمالي وإدارة الخطر المالي في التأثير المعنوي على العلاقة بين القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال.

٥- مناقشة النتائج:

تحقيقاً للهدف الأول من الدراسة، والمرتبب باختبار معنوية واتجاه تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية، قام الباحث بتشغيل نموذج الانحدار رقم (٥)، وسجّلت النتائج تأثير إيجابي غير معنوي للقدرة الإدارية (AM_{it})، على تكلفة رأس المال المملوك (C.Equity_{it})، الأمر الذي يتعارض مع ما جاءت به نظرية الموارد، من التعامل مع القدرة الإدارية على أنها أحد الموارد الفعّالة للمنشأة، ذات القدرة على إضافة قيمة لأدائها، لذا؛ سيرفض الباحث الفرض الأول (ف١) "تؤثر القدرة الإدارية سلباً بشكل معنوي على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية".

أي لم يثبت صحة فرض التأثير الإيجابي المعنوي للقدرة الإدارية على القرارات المرتبطة بالعائد من التدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح، والتوازن بين الإفراط والتقليل في حجم الاستثمارات -في ضوء التكلفة والعائد-، والقدرة على اقتناص الفرص الاستثمارية، والتأثير الإيجابي على مستوى جودة المعلومات والإفصاح، الأمر الذي يساهم في التأثير الإيجابي المعنوي على نتائج تقييم المحللين الماليين والمستثمرين، المرتبب بالأرباح وتوزيعاتها، والقيمة والسوقية، والمخاطر التي تهدد استقرار واستمرار المنشأة، ومن ثم يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، لذا؛ جاءت نتيجة الفرض الأول (ف١) لتتوافق مع ما جاءت به نتائج دراسة (Ratnawati et al. 2021; Oghani et al. 2020)، من محدودية تأثير تلك القدرة على القرارات المرتبطة بأداء المنشأة.

وتحقيقاً للهدف الثاني، والمرتبب باختيار معنوية واتجاه تأثير حجم المنشأة ($F.Size_{it}$)، في العلاقة بين القدرة الإدارية (AM_{it}) وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة ($C.Equity_{it}$) في بيئة الأعمال المصرية، قام الباحث بتشغيل نموذج الانحدار التفاعلي (MMR) رقم (٦)، وسجلت النتائج قدرة حجم المنشأة ($F.Size_{it}$) على تغيير اتجاه العلاقة، بين القدرة الإدارية (AM_{it}) وتكلفة رأس المال المملوك ($C.Equity_{it}$)، من علاقة ايجابية - كما ورد في نتائج تشغيل النموذج رقم (٥) -، لعلاقة سلبية.

إلا أنها لم تستطع التأثير في معنوية تلك العلاقة، حيث جاءت النتائج لتسجل وجود علاقة سلبية غير معنوية، بين القدرة الإدارية (AM_{it}) وتكلفة رأس المال المملوك ($C.Equity_{it}$)، أي أن اختلاف حجم المنشأة في بيئة الأعمال المصرية غير قادر على التأثير المعنوي، في العلاقة بين ما تملكه الإدارة من خصائص وسمات وتكلفة رأس المال المملوك، الأمر الذي قد يتسبب في عزوف المستثمرين عن الاستثمار في أسهم المنشأة، أو الميل للمطالبة بزيادة علاوة المخاطر، مما قد يدفع الإدارة لزيادة تكلفة رأس المال المملوك، أو الاتجاه لزيادة حجم القروض في هيكل رأس مال المنشأة، وفي ضوء ما سبق؛ سيقبل الباحث الفرض الثاني جزئياً (ف٢) "يؤثر حجم المنشأة ايجاباً بشكل معنوي على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية"، وهو الأمر الذي يتوافق جزئياً مع ما جاءت به نتيجة دراسة (Ratnawati et al. (2021)، من تباين معنوية واتجاه تأثير المنشآت الصغيرة والمتوسطة على العلاقة بين القدرة الإدارية وأداء المنشأة.

هذا وقام الباحث باختيار إضافي رغبة منه في التعرف على معنوية واتجاه تأثير الأداء التشغيلي ($C.Flow_{it}$) والمالي (ROA_{it}) والخطر المالي ($F.Lev_{it}$) للمنشأة، في العلاقة بين القدرة الإدارية (AM_{it}) وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة ($C.Equity_{it}$)، عبر تشغيل نموذج الانحدار التفاعلي (MMR) رقم (٧)، وسجلت النتائج تأثير سلبى معنوي للقدرة الإدارية (AM_{it}) على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة ($C.Equity_{it}$)، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٧٥٩)، عند مستوى معنوية أقل من ٥%، مما يشير إلى قدرة الأداء التشغيلي والمالي والخطر المالي في التأثير المعنوي على السلبية بين القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، وهو ما يتوافق مع ما جاءت به نظرية تعظيم المنفعة، من تعظيم الدور الذي تلعبه خصائص المنشأة والبيئة الاقتصادية المحيطة بها، في التأثير على القرارات التمويلية والاستثمارية، على حساب تأثير القدرة الإدارية لإدارة المنشأة (عبد المجيد، ٢٠٢٠).

وفي ضوء ما سبق؛ يرى الباحث بأنه على الرغم مما قد تتمتع به إدارة المنشأة في بيئة الأعمال المصرية من ارتفاع في التأهيل العلمي والتدريب والخبرة المهنية، إلا أنها قد تفتقر للسمات القيادية القادرة على مقاومة

الضغوط التي يفرضها المساهمين المؤسسين، الأمر الذي يؤثر سلباً على استقلال الإدارة، مما ينعكس سلباً على اتجاه ومعنوية تأثير القدرة الإدارية في القرارات المرتبطة بتخفيض تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، وهو ما يتوافق مع ما ورد في دراسة كل من (Ziarko 2022; Huo et al. 2021; Wu et al. 2016)، وعلى الرغم من ذلك، تتميز الإدارة في المنشآت الكبيرة -عينة الدراسة- بامتلاك قدرة إدارية على اتخاذ قرارات مرتبطة بتخفيض -غير معنوي- لتكلفة رأس المال المملوك.

ومن ناحية أخرى، قد يعتمد المساهمين المؤسسين الاختيار من بين القيادات، تلك التي لا تمتلك التأهيل العلمي، أو الخبرة المهنية أو التدريب أو السمات الشخصية القادرة على مواجهة قراراتهم، مما يؤثر سلباً على اتجاه ومعنوية تأثير القدرة الإدارية في القرارات المرتبطة بتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، إلا أن معنوية واتجاه تأثير ما يملكه المرؤوسين من تأهيل علمي وخبرة وتدريب مهني -القدرة التنفيذية للمرؤوسين-، على الأداء التشغيلي والمالي وإدارة المخاطر المالية التي تواجهها المنشأة، قد يساهم في توجيه قرارات الإدارة، ومن ثم التأثير الإيجابي المعنوي على نتائج تقييم المحللين الماليين والمستثمرين للعلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة.

لذا؛ يرى الباحث أهمية استقطاب ذوي القدرات الإدارية المرتفعة القادرة على إضافة قيمة في أداء المرؤوسين، ومن ثم في أداء المنشأة، والاهتمام ببرامج التقييم والتدريب المستمر، مع توفير الدعم اللازم لاستقلال قراراتهم، والاهتمام ببرامج البحوث والتطوير لتوفير أساليب مبتكرة تساهم في رفع مستوى جودة قراراتهم، الأمر الذي أيده كل من (Mishra 2020; Dewiruna et al. 2020; Yung and Chen 2018)، مع أهمية تفعيل آليات الرقابة على قراراتهم، خاصة عند اقتران مكافآت الإدارة بالقرارات المالية المؤثرة على أسعار الأسهم، وهو ما أشار إليه (Phan 2021) في دراسته، من أهمية تفعيل آليات الحوكمة ولجنة مراجعة، هذا؛ ودون المساس باستقلال الإدارة، رغبةً في حماية الإدارة من التوجيه المتعمد، ومن ثم التأثير السلبي على الثقة في جودة المعلومات وتمثلها، وهو ما أيده كل من (Goncalves et al. 2018; Rossoni et al. 2018) في دراستهم.

٦- الخلاصة والنتائج والتوصيات:

تعد القدرة الإدارية أحد ركائز قدرة المنشأة على تحقيق أهدافها، لذا؛ نالت اهتمام العديد من الدراسات الحديثة في جمهورية مصر العربية (سليمان، ٢٠٢٢: النجار، ٢٠٢١: عيسى وحشاد، ٢٠٢١: الجبلي، ٢٠٢١: سمعان، ٢٠١٩)، كما نالت اهتمام العديد من الدراسات الدولية الحديثة (Kumar and Zbib

(2020; Phan 2021; Fernando et al. 2020; Cui and Leung 2020)، وتباينت النتائج، ما بين تأثير إيجابي معنوي لتلك القدرة على القرارات المرتبطة بأداء المنشأة والالتزام بالمعايير المهنية للمحاسبة، وتأثير سلبي معنوي نتيجة لاستغلال تلك القدرة في ممارسات انتهازية، تؤثر سلباً على مستوى الثقة في جودة المعلومات والتقارير المالية، كما سجلت نتائج أخرى، ما يؤكد على عدم معنوية تأثير تلك القدرة على أداء المنشأة، في مقابل التأثير المعنوي لما تتمتع به المنشأة من خصائص.

هذا وتحققاً للهدف الأول من الدراسة "اختبار معنوية واتجاه تأثير القدرة الإدارية، على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية"، قَمَّ الاختبار الأول عبر تشغيل نموذج الانحدار رقم (٥)، دليلاً من واقع بيئة الأعمال المصرية، يُسجل عدم معنوية التأثير الإيجابي للقدرة الإدارة على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، لذا؛ رفض الباحث الفرض الأول (ف١) "تؤثر القدرة الإدارية سلباً بشكل معنوي على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية".

وتحققاً للهدف الثاني من الدراسة "اختبار معنوية واتجاه تأثير حجم المنشأة، على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية"، قَمَّ الاختبار الثاني عبر تشغيل نموذج الانحدار التفاعلي رقم (٦)، دليلاً من واقع بيئة الأعمال المصرية، يؤكد على قدرة حجم المنشأة في تغيير اتجاه العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، من علاقة إيجابية - كما جاءت في الاختبار الأول - لعلاقة سلبية، إلا أنه غير قادر على التأثير في معنوية هذه العلاقة، حيث سجلت نتائج الاختبار علاقة سلبية غير معنوية، لذا؛ سيقبل الباحث الفرض الثاني جزئياً (ف٢) "يؤثر حجم المنشأة إيجاباً بشكل معنوي، على العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية".

ومع ذلك ساهمت نتائج الاختبار الإضافي في تقديم دليلاً آخر من واقع بيئة الأعمال المصرية، يشير لمعنوية تأثير الأداء التشغيلي والمالي وإدارة المخاطر المالية، في تحديد اتجاه ومعنوية العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة،

وعليه؛ ساهمت نتائج الاختبارات السابقة في تحقيق الهدف الرئيس من الدراسة "اختبار معنوية واتجاه تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية"، حيث قَدَّمت أدلة من واقع بيئة الأعمال المصرية تؤكد على عدم معنوية التأثير السلبي للقدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، إلا عبر تفاعل تلك القدرة مع عوامل أخرى مرتبطة بحجم المنشأة أو أدائها التشغيلي والمالي والخطر المالي، لذا؛ يوصي الباحث بمزيد من الاهتمام في رفع مستوى القدرة الإدارية للمنشآت في بيئة الأعمال

- المصرية، والتعامل معها كأصل من الأصول غير الملموسة ذات التأثير الجوهري على أداء المنشأة، خاصة في ظل الأزمات من أوبئة وحروب، وذلك عبر العديد من الإجراءات، من أهمها:
- اتباع أساليب علمية في استقطاب ذوي القدرات الإدارية المرتفعة، ممن يمتلكون القدرة على إضافة قيمة في أداء مروؤسيهم، ومن ثم قيمة في أداء المنشأة، مع الاهتمام ببرامج التدريب المستمر، رغبةً في تطوير معارفهم وخبراتهم ومهاراتهم.
 - وضع ضوابط لدعم الاستقلال المهني للإدارة، من تأثير نفوذ المساهمين المؤسسين في مجلس الإدارة.
 - التطبيق الفعال لآليات الحوكمة ولجنة المراجعة، للرقابة على قرارات الإدارة ذات التي في أداء المنشأة.
 - تحفيز الاستثمار في برامج البحوث والتطوير، لإبتكار أساليب تساهم في رفع مستوى القدرة الإدارية، خاصة في ظل الإهمال الذي تعاني منه المنشآت، والذي يُمكن ملاحظته من خلال انخفاض حجم الإفصاح عن المعلومات المرتبطة ببرامج البحوث والتطوير في التقارير المالية -لعينة الدراسة-.
 - الاهتمام بتطوير مقاييس موضوعية لقياس أبعاد تأثير القدرة الإدارية على القرارات، تكون أكثر ملائمة لبيئة الأعمال المصرية الحديثة، نظراً لارتباط تحليل مغلف البيانات (DNA) الذي قدمه Demerjian عام ٢٠١٢م، بنود حسابات قد تتأثر بعوامل أخرى، ليس منها قدرة المنشأة أو إدارتها، وهو الأمر الذي يتوافق مع ما ورد في دراسة (Gan (2019)، كما قد يرتبط قياس القدرة الإدارية بعوامل استحدثتها بيئة الأعمال الحديثة في جمهورية مصر العربية.
 - اهتمام الجهات الأكاديمية بتطوير المقررات الدراسية، وفقاً للمتطلبات الحديثة والأدوات الالكترونية التي تعتمد على الخوارزميات، تعزيزاً للقدرة الإدارية على رفع مستوى جودة قرارات الإدارة.
- كما يوصي الباحث، أصحاب المصلحة من محللين ماليين ومستثمرين، بدراسة المؤشرات التي ترسلها تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، عن مستوى القدرة الإدارية، لما له من انعكاس على تقييم الأداء التشغيلي والتمويلي والاستثماري للمنشأة في الحاضر والمستقبل.

٧- مقترحات لدراسات مستقبلية:

- يقترح الباحث عدة دراسات مستقبلية، كإمتداد لهذه الدراسة، من أهمها:
- قياس أثر التغيير الدوري للمديرين التنفيذيين، على العلاقة بين القدرة الإدارية والقيمة السوقية للأسهم.

- قياس أثر خوارزميات الذئاب الرمادية على العلاقة بين القدرة الإدارية وإدارة المخاطر المالية للمنشأة.
- تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مستوى الشك المهني للمراجع الخارجي.
- دراسة مقارنة لتأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس مال المنشأة، في الأجلين القصير والطويل.
- دراسة مقارنة لتأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس مال المنشأة في الدول الناشئة والمتقدمة.
- تأثير العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين والمرؤوسين، على القيمة السوقية للمنشأة.

٨- قائمة المراجع:

٨-١ المراجع باللغة العربية:

- الجبلي، وليد سمير عبد العظيم. (٢٠٢١). العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والإفصاح عن المعلومات المستقبلية على تكلفة راس المال: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة-جامعة دمياط. ٢(١)، ص ص: ٢٣٩-٢٩٨.
- النجار، سامح محمد أمين. (٢٠٢١). قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة - جامعة دمياط. ٢(١). ص ص: ٧٣٠-٧٤٥.
- سليمان، حامد نبيل حامد. (٢٠٢٢). القدرة الإدارية وانعكاساتها على العلاقة بين التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي للمنشأة: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، كلية التجارة - جامعة المنوفية. ٤٤(١). ص ص: ٢٩١-٣٥٠.
- سمعان، أحمد محمد شاكر حسن. (٢٠١٩). أثر المقدرة الإدارية على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية في السوق الأوراق المالية المصرية: منهج إمبريقي. *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة - جامعة طنطا. ٦(٢). ص ص: ٧٢٥-٧٩٩.
- عبد المجيد، حميده محمد. (٢٠٢٠). قياس أثر القدرة الإدارية على الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. *مجلة الإدارة العامة*، ٦١(١). ص ص: ٨٧-١٥٨.
- عيسى، عارف محمود كامل وحشاد، طارق محمد عمر. (٢٠٢١). قياس أثر القدرة الإدارية على المحتوى الإعلامي لممارسات تمهيد الدخل في بيئة الأعمال المصرية: دراسة عملية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة - جامعة دمياط. ٢(٢). ص ص: ٣١٧-٣٧٠.

- عيسى، عارف محمود كامل. (٢٠١٧). قياس تأثير الحمل الزائد للمعلومات في التقارير المالية على تكلفة رأس المال المملوك: دراسة عملية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة-جامعة القاهرة. ٤٧(٤). ص ص: ٨٥٩-٩٢٠.

٨-٢ المراجع باللغة الإنجليزية:

- Abdoul-Sattar, M. S. (2015). Cost of Capital – The Effect to the Firm Value and Profitability; Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 17(1). pp. 24-28.
- Abernathy, J. L., Kubick, T. R., and Masli, A. (2018). Evidence on the Relation between Managerial Ability and Financial Reporting Timeliness. *International Journal of Auditing*, 22(2). pp. 185-196.
- Aguinis, H. (1995). Statistical Power problems with Moderated Multiple Regression in Management Research. *Journal of Management*, 21(6). pp. 1141-1158.
- Aguinis, H. (2004). Regression Analysis for Categorical Moderators. *British Journal of Mathematical & Statistical Psychology* 59(2). pp. 472-473.
- Andreou, P. C., Karasamani, I., Louca, C., and Ehrlich, D. (2017). The impact of managerial ability on crisis-period corporate investment. *Journal of Business Research*, 79(1). pp. 107-122.
- Andreou, P. C., Philip, D., and Robejsek, P. (2016). Bank liquidity creation and risk-taking: Does managerial ability matter?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2). pp. 226-259.
- Anom, A. N. M. (2018). The effect of managerial ability on firm performance with earning management as intervening variable. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 80(8). pp. 149-155.
- Arora, S., Sharma, M., and Vashisht, A. K. (2017). Impact of managerial ability and firm-specific variables on insider's abnormal returns. *Decision*, 44(4). pp. 275-286.
- Bae, K. H., El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., and Zheng, Y. (2019). Does Corporate Social Responsibility Reduce the Costs of High Leverage? Evidence From Capital Structure and Product Market Interactions. *Journal of Banking and Finance*, 33(1). pp. 1-60.
- Baik, B., Brochman, P., Farber, D. B., and Lee, S. (2018). Managerial Ability and the Quality of Firms' Information Environment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 33(4). pp. 506-527.

- Baik, B., Choi, S., and Farber, B. (2020). Managerial Ability and Income Smoothing. *The Accounting Review*, 95(4). pp. 1-22.
- Battisti, E., Bollani, L., Miglietta, N., and Salvi, A. (2020). The impact of leverage on the cost of capital and market value: Evidence from Sharī'ah-compliant firms. *Management Research Review*, 43(9). pp. 1081-1096.
- Belz, T., Hagen, D. V., and Steffens, C. (2019). Taxes and firm size: political cost or political power?. *Journal of Accounting Literature*, 42. pp. 1-28.
- Bertomeu, J. and Cheynel, E. (2016). Disclosure and the Cost of Capital: A Survey of the Theoretical Literature. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 52 (2). pp. 221-258.
- Bertoncelli, F., Fandella, P., and Sironi, E. (2021). The Relationship between Governance Quality and the Cost of Equity Capital in Italian Listed Firms: An Update, *Journal of Risk and Financial Management*, 14(3). pp. 1-16.
- Bhutta, A. I., Sheikh, M. F., Munir, A., Naz, A., and Saif, I. (2021). Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market. *Cogent Business & Management*, 8(1). pp. 1-22.
- Bonsall IV, S. B., Holzman, E. R., and Miller, B. P. (2017). Managerial ability and credit risk assessment. *Management Science*, 63(5). pp. 1425-1449.
- Bravo, F. (2016). Forward-Looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 39(1). pp. 1-10.
- Chang, X., and Zhang, H. F. (2015). Managerial entrenchment and firm value: A dynamic perspective. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5). pp.1083-1103.
- Chen, J., and Chen, J. (2019). Does managerial ability affect the quality of environmental financial disclosure?. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(6). pp.1055-1073.
- Cui, H., and Leung, S. C. (2020). The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1).
- Cuomo, F., Mallin, C., and Zattoni, A. (2016). Corporate governance codes: a review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3). pp. 222-241.

-
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., and Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20(2). pp. 639-673.
 - De Franco, G., Hope, O., and Lu, H. (2017). Managerial ability and bank- loan pricing. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(9-10). pp. 1315-1337.
 - Demerjian, P., Lev, B., and McVay, S. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58(7). pp. 1229-1248.
 - Demerjian, P., Lewis-Western, M., and McVay, S. (2017). How does intentional earnings smoothing vary with managerial ability?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(2). pp. 1-32.
 - Dewiruna, I., Subroto, B., and Subekti, I. (2020). The effect of R&D intensity, intellectual capital and managerial ability on firms performance with political connection as a moderation variable. *The Indonesian Accounting Review*, 10(1). pp. 13-24.
 - Dezsö, C. L., and Ross, D. G., (2012). Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. *Strategic Management Journal*, 33(9). pp. 1072-1089.
 - Dogan, B., and Acar, M. (2020). The impact of corporate governance on cost of capital: an application on the firms in the manufacturing industry in Borsa Istanbul. *CES Working Papers, XII(I)*. pp. 65-88.
 - Eissa, A. M., and Hashad, T. M. (2021). The effect of managerial ability on financial reporting timeliness: Egypt evidence. *Journal of Accounting, Finance and Auditing studies*, 7(3). pp. 86-103.
 - Fernando, G. D., Jain, S. S., and Tripathy, A. (2020). This cloud has a silver lining: Gender diversity, managerial ability, and firm performance. *Journal of Business Research*, 117(C). pp. 484-496.
 - Gan, H. (2019). Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(4). pp. 1085-1118.
 - Garcia-Meca, E., and García-Sánchez, I. (2018). Does managerial ability influence the quality of financial reporting?. *European Management Journal*, 36(4). pp. 544- 557.
 - Gichaiya, M. W., Muchina, S., and Macharia, S. (2019). Cost of Capital, Firm Size and Financial Distress. *Research Journal of Finance and Accounting*, 10(18). pp. 34-47.

- Goncalves, A., Rossoni, L., and Mendes-Da-Silva, W. (2018). Board social capital reduces implied cost of capital for private companies but not of state-owned companies. *Management Decision*, 57(10). pp. 2672-2692.
- Gray, P., Koh, P. S., and Tong, Y. H. (2009). Accruals Quality, Information Risk and Cost of Capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2). pp. 51-72.
- Gul, F. A., Khedmati, M., Lim, E. K., and Navissi, F. (2018). Managerial ability, financial distress, and audit fees. *Accounting Horizons*, 32(1). pp. 29-51.
- Habib, A., and Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42. pp. 262-274.
- Hessian, M. I. M. (2019). The impact of managerial ability on the relation between real earnings management and future firm's performance: applied study. *International Journal of Business Ethics and Governance*, 2(1). pp. 43-80.
- Hsieh, T. Y., Shiu, Y. M., and Chang, A. (2019). Does institutional ownership affect the relationship between accounting quality and cost of capital? A panel smooth transition regression approach. *Asia Pacific Management Review*, 24(4). pp. 327-334.
- Huang, X., and Sun, L. (2017). Managerial ability and real earnings management. *Advances in accounting*, 39. pp. 91-104.
- Huo, X., Lin, H., Meng, Y., and Woods, P. (2021). Institutional investors and cost of capital: The moderating effect of ownership structure. *PLOS ONE*, 16(4). pp. 1-18.
- Ilyas, M., Khan, I., and Urooge, S. (2019). Earnings Manipulation and the Cost of Capital: Empirical Investigation of Non-Financial Listed Firms of Pakistan. *Journal of Management Sciences*, 6(1). pp. 96-104.
- Khan, M. Y., Javed, A., Cuong, L. K., and Pham, H. (2020). Corporate Governance and Cost of Capital: Evidence from Emerging Market. *Risk*, 8(4). pp. 1-29.
- Kim, H. T. (2020). Linking managers' emotional intelligence, cognitive ability and firm performance: Insights from Vietnamese firms. *Cogent Business & Management*, 7(1). pp. 1-22.
- Konchitchki, Y., Lou, Y., Ma, M. L., and Wu, F. (2016). Accounting-based downside risk, cost of capital, and the macroeconomy. *SSRN Electronic Journal*, 21(1). 1-36.

-
- Kumar, S., and Zbib, L. (2022). Firm performance during the Covid-19 crisis: Does managerial ability matter?, *Finance Research Letters*, (1). pp.1-7.
 - Latif, A. S., and Shah, A. (2021). The Impact of Quality of Accounting Information on Cost of Capital: Insight from An Emerging Economy. *Asian Economic and Financial Review*, 11(4). pp. 292-307.
 - Lee, C., Wang, C., Chiu, W., and Tien, T. (2018). Managerial ability and corporate investment opportunity. *International Review of Financial Analysis*, 57. pp. 65-76.
 - Luo, Y., and Zhou, L. (2017). Managerial ability, tone of earnings announcements, and market reaction. *Asian Review of Accounting*, 25(4). pp. 454-471.
 - Mishra, C. S. (2020). Does managerial ability drive firm innovativeness?. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 68(4). pp. 1-38.
 - Naushad, M., Faridi, M. R., and Faisal, S. (2020). Measuring the Managerial Efficiency of Insurance Companies in Saudi Arabia: A Data Envelopment Analysis Approach. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(6). pp. 297-304.
 - Nawaz, K., Jan, F. A., and Shah, S. K. (2020). The Role of Managerial Ability in Firm Investment Opportunities and Performance of Non-Financial Firms, A Mediating Role of Corporate Governance. *Global Economics Review*, V(I). pp. 309-324.
 - Nenu, E. A., Vintila, G., and Gherghina, S. C. (2018). The impact of capital structure on risk and firm performance: Empirical evidence for the Bucharest Stock Exchange listed companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(2). pp. 1-29.
 - Oghani, A. V., Khiyabani, F. M., and Farahmand, N. F. (2020). Data envelopment analysis technique to measure the management ability: Evidence from Iran cement industry. *Cogent Business & Management*, 7(1). pp. 1-12.
 - Omran, M., and Pointon, J. (2004). The Determinants of the Cost of Capital by Industry within an Emerging Economy: Evidence from Egypt. *International Journal of Business*, 9(3). pp. 237-258.
 - Patro, A., and Kanagaraj, A. (2016). Is earnings management a technique to reduce cost of capital? Exploratory study on Indian companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(5). PP. 243-249.

- Peizhi, W., and Ramzan M. (2020). Do corporate governance structure and capital structure matter for the performance of the firms? An empirical testing with the contemplation of outliers. *PLOS ONE*, 15(2). pp. 1-25.
- Phan, N. H. (2021). Managerial Ability, Managerial Incentives and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4). pp. 193-200.
- Ratnawati, R., Rokhman, M. T. N., and Rahayu, Y. N. (2021). Managerial ability as an effort to improve SME Performance Through Competitive Advantage in the pandemic time COVID (19). *Journal of Applied Management*, 19(2). pp. 363-375.
- Romaisyah, L., and Naimah, Z. (2018). The influence of managerial ability on future performance. *Journal of Economics, Business, and Government Challenges*, 1(2), 67-73.
- Rossoni, L., Aranha, C. E. and Mendes-Da-Silva, W. (2018). Does the capital of social capital matter? Relational resources of the board and the performance of Brazilian companies. *Journal of Management & Governance*, 22(1). pp. 153-185.
- Sekaran, U., and Bougie, R. (2016). Research methods for business: a skill building approach. 7th Edition. *John Wiley & Sons*.
- Ting, I. W. K., Tebourbi, I., Lu, W., and Kweh, Q. L. (2021). The effects of managerial ability on firm performance and the mediating role of capital structure: evidence from Taiwan. *Financial Innovation*, 7(89). pp. 1-23.
- Tran, N. P., and Vo, D. H. (2020). Human capital efficiency and firm performance across sectors in an emerging market. *Cogent Business & Management*, 7(1). pp.1-15.
- Valaskova, K., Lazaroiu, G., Olah, J., and Siekelova, A. (2019). How Capital Structure Affects Business Valuation: A Case Study of Slovakia. *Central European Business Review*, 8(3). pp. 1-17.
- Wang, W., Lu, W. M., Kweh, Q. L., and Lee, J. J. (2021). Management characteristics and corporate performance of Chinese chemical companies: the moderating effect of managerial ability. *International Transactions in Operational Research*, 28(2). pp. 976-995.
- Wu, W., Johan, A. J., and Rui, O. M. (2016). Institutional Investors, Political Connections, and The Incidence of Regulatory Enforcement Against Corporate Fraud. *Journal of Business Ethics*, 134(2). pp. 709-726.

-
- Yung, K., and Chen, C. (2018). Managerial ability and firm risk-taking behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4). pp. 1005-1032.
 - Ziarko, A. R. (2022). Market and Accounting Measures of Risk: The Case of the Frankfurt Stock Exchange. *Risks*, 10(1). pp. 1-17.

ملحق رقم (١): المصطلحات المستخدمة في الدراسة

| | | |
|----------|-------------|-----|
| Data | Envelopment | DNA |
| Analysis | | |

| | | |
|--------------------|-----------|-------|
| Ordinary | Least | OLS |
| Square | | |
| Moderated | Multiple | MMR |
| Regression | | |
| Managerial Ability | | AM |
| Cost of Equity | | C.Equ |
| Variance | Inflation | ity |
| Factor | | VIF |

ملحق رقم (٢): المتغيرات البحثية وطرق القياس

| طريقة القياس | المتغير |
|--|----------------|
| تكلفة رأس المال المملوك، وتقاس باستخدام النموذج الذي قدمه Omran and Pointon عام ٢٠٠٤م، أي تقاس باستخدام | K_0 |
| $K_0 = 1 / (PE \text{ ratio} - (e_0 - d_0))$ | |
| نسبة السهم إلى ربحية السهم. | PE ratio |
| نصيب السهم من الأرباح المحققة في العام الحالي. | e_0 |
| نصيب السهم من الأرباح الموزعة في العام الحالي. | d_0 |
| الكفاءة الكلية للمنشأة، وتقاس باستخدام المعادلة التالية: | Max_{θ} |
| $Max_{\theta} = Sales / (v_1 PPE + v_2 SG\&A + v_3 COGS + v_4 OPs\text{lease} + v_5 R\&D +$ إيرادات المبيعات. | Sales |
| صافي القيمة الدفترية للأصول الثابتة. | PPE |
| المصاريف البيعية والإدارية والعمومية. | SG&A |
| تكلفة البضاعة المباعة. | COGS |
| صافي عقود الإيجار التشغيلي. | OpsLease |
| مصاريف البحوث والتطوير. | R&D |
| الشهرة. | Goodwill |

| أصول غير ملموسة أخرى. | OtherIntan | Firm Efficiency |
|---|-----------------------|----------------------------|
| حجم المنشأة، وتقاس باللوغاريتم الطبيعية لإجمالي الأصول. | Ln (Total Assets) | |
| حصة المنشأة، وتقاس بمبيعات المنشأة على إجمالي مبيعات القطاع. | Market Share | |
| التدفقات النقدية الموجبة الحرة، كمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت قيمة التدفقات موجبة، والقيمة (0) بخلاف ذلك. | FCF Indicator | |
| عمر المنشأة، وتقاس باللوغاريتم الطبيعي لعمرها. | Ln (Age) | |
| للتركز في القطاع، ويقاس بمبيعات المنشأة إلى مجموع مبيعات قطاعاتها الذي تنتمي إليه. | Ind.Concentr ation | |
| مؤشر لأرباح المنشأة من العملة الأجنبية، وتقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) عند تحقيق المنشأة أرباح من ترجمة العملة الأجنبية، والقيمة (0) بخلاف ذلك. | ForeignCurre ncy | |
| للقدرة الإدارية لإدارة المنشأة، وهي تساوي القيمة المتبقية (Residuals). | ε_i | C.Equit y _{it} |
| تكلفة رأس المال المملوك (i) في الفترة المالية (t)، حيث تساوي (K_0) كما سبق الشرح. | | C.Flow _{it} |
| معدل التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للمنشأة (i)، ويقاس بقسمة التدفقات النقدية التشغيلية للفترة المالية (t)، على إجمالي الأصول في بداية نفس الفترة المالية. | | ROA _{it} |
| الأداء المالي للمنشأة، ويقاس بقسمة صافي الربح قبل الضرائب على إجمالي الأصول للمنشأة (i)، في بداية الفترة المالية (t). | | Growth _{it} |
| معدل نمو مبيعات المنشأة (t)، وتقاس بـ (مبيعات الفترة الحالية (i) - مبيعات الفترة السابقة (i-1)) ÷ مبيعات الفترة السابقة (i-1). | | Tobin's Q _{it} |
| القيمة السوقية للمنشأة (t)، وتقاس بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، وتقاس القيمة السوقية لإجمالي الأصول عبر جمع كل من القيمة السوقية للأسهم العادية في نهاية الفترة المالية، والقيمة الدفترية للأسهم الممتازة، والقيمة الدفترية للالتزامات. | | F.Lev _{it} |
| متغير يعبر عن الخطر المالي الذي قد تتعرض له المنشأة، ويقاس بقسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول للمنشأة (i)، في الفترة المالية (t). | | |

حجم المنشأة (أ) في الفترة المالية (t)، ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

F.Size_{it}

تغير وهمي يعبر عن جودة عملية المراجعة، حيث يأخذ القيمة "١" إذا كانت المنشأة (أ) تُراجع من قبل احدى فروع في جمهورية مصر العربية- منشآت المراجعة الأربع الكبرى، وبخلاف ذلك يأخذ القيمة "٠".
متغير وهمي يعبر عن القطاعات التي تنتمي إليها المنشآت، يأخذ القيم من (١) إلى (٦) ليعبر كل منها عن قطاع محدد.

Big4_{it}

Sec_{it}