مجلة التجارة والتمويل

https://caf.journals.ekb.eg/

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الاول

مارس 2023

أثر جودة حوكمة الشركات والتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية

د/ محمد صابر حموده السيد

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة المنوفية

Mohamed.elsayed@commerce.menofia.edu.eg

د/ خالد محمد محمد الجندى

مـدرس بقسـم المحـاسبـة

كلية التجارة – جامعة المنوفية

rgendy76@yahoo.com

د/ السيد عيـد مـحمد عيـد

مـدرس بقسـم المحـاسبـة

كلية التجارة – جامعة المنوفية

S_eid85@yahoo.com

أثر جودة حوكمة الشركات والتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية

ملخص الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في إختبار أثر جودة حوكمة الشركات والتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال بإستخدام طريقة العزوم المعممة، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٤٢) شركة غير مالية موزعة على (٤) قطاعات من إجمالي الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢١ بإجمالي (١٦٨) مشاهدة، وتوصلت الدراسة إلى؛ أولًا: تختلف سرعة تعديل هيكل رأس المال بإختلاف البيئة المؤسسية التي تعمل فيها الشركات والتي تعكسها الظروف السائدة على المستوى الكلي أو الخصائص الفريدة لكل شركة، حيث أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي لكلٍ من (الرافعة المالية للسنة السابقة، حجم الشركة، ومعدل نمو الشركة) على سرعة التعديل، ووجود تأثير سلبي لكلٍ من (الربحية، والناتج المحلي الإجمالي) على سرعة التعديل، ووفقًا لذلك قدرت سرعة التعديل (٣٥.٥٪). ثانيًا، تميل الشركات ذات الحجم الأكبر لمجلس الإدارة وإزدواجية الرئيس التنفيذي إلى التكيف بشكل أبطأ مع هيكل رأس المال الأمثل، حيث إنخفضت سرعة التعديل إلى (٣٢٪)، بينما لم يكن لإستقلالية المجلس ونسبة تمثيل المرأة فيه أي تأثير على سرعة التعديل. ثالثًا، تلعب الملكية الأجنبية دورًا رقابيًا لخفض تكاليف الوكالة واتخاذ القرارات المثلى لهيكل رأس المال، وبناءً عليه زادت سرعة التعديل إلى (٤٢٪)، ومع ذلك لم يكن للملكية العائلية والملكية الإدارية أي تأثير على سرعة التعديل. رابعًا، يوجد تأثير سلبي للتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة التعديل، بينما لم يكن لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية أي تأثير على سرعة التعديل، وعليه إنخفضت سرعة تعديل هيكل رأس المال إلى (٢١٪)، ويعني ذلك أن الشركات غالبًا ما تنحرف عن هيكل رأس المال الأمثل عندما لا تكون التدفقات النقدية كافية لتعديل الانحراف الجزئي عن الرافعة المالية المستهدفة.

الكلمات الدالة:

حوكمة الشركات، التدفقات النقدية التشغيلية، هيكل رأس المال الأمثل، سرعة تعديل هيكل رأس المال.

The Impact of Corporate Governance Quality and Operating Cash Flow on Capital Structure Adjustment Speed: An Empirical Study

Abstract:

The main objective of this study is to test the impact of corporate governance quality and operating cash flow on capital structure adjustment speed using the Generalized Method of Moments (GMM). The study was conducted on a sample of 42 non-financial companies listed in the Egyptian Stock Exchange which belong to 4 sectors during the period from 2018 to 2021 with a total of 168 observations. The study concluded with four results, firstly: The speed of adjustment (SOA) to the optimal capital structure varies according to the institutional environment in which the companies operate, which is reflected in the prevailing conditions at the macro level or the unique characteristics of each company. Where the results showed that there was a positive impact for each of the financial leverage of the previous year, firm size, and firm's growth rate on SOA. Additionally, there was a negative impact for each of profitability and GDP on SOA, where SOA was estimated at 35.5%. Secondly, companies with larger board sizes and dual CEO tend to adapt more slowly to the optimal capital structure, as SOA decreased to 32% in those companies, while board independence and the percentage of women represented in it had no impact on SOA. Thirdly, foreign ownership plays a controlling role in reducing agency costs and optimal capital structure decisions, accordingly SOA increased to 42%. However, family ownership and managerial ownership had no impact on SOA. Fourthly, there was a negative impact of the operating cash flow on SOA, while there was an insignificant impact of cash flow volatility on SOA. Accordingly, SOA decreased to 21%, this means that companies often deviate from the optimal capital structure when cash flow is insufficient to adjust the partial deviation from target leverage.

Keywords

Corporate Governance, Operating Cash Flow, Optimal Capital Structure, Capital Structure Adjustment Speed.

أولًا: مقدمة ومشكلة الدراسة

يعكس هيكل رأس المال تركيبة الدين أو الملكية في هيكل تمويل الشركات (Javaid, et al., 2021)، ويؤثر اختيار المزيج التمويلي على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة (Khaw, 2019; Musallam, 2020)، ويعد بمثابة ركائز قوية تمنح الشركات ميزة تنافسية (Kumar, et al., 2017; Zamzamir, et al., 2021)، ويشير إلى الجدوى أو المخاطر المالية لها (Hegde, et al., 2022)، ووفقًا لذلك فإنه يجب على الشركات اختيار المزيج الأمثل الذي من شأنه أن يخفض من تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن ويعظم من ثروة حملة الأسهم ويضمن إستمرارية وإستدامة عملياتها.

ويعد قرار تحديد هيكل رأس المال الأمثل من أعقد القرارات التي تتخذها الإدارة بسبب انعكاساته المباشرة على قيمة الشركة، لا سيما وأن النظريات التي تناولت هذا الموضوع قد تباينت في وجهات نظرها، كما قدمت الأدبيات الحديثة أدلة مهمة حول إرتباطه بالعديد من المحددات والعوامل الديناميكية المنبثقة من خصائص الإقتصاد الكلي أو الأسواق المالية أو الصناعة أو الخصائص الفريدة لكل شركة.

وتشير نظرية المقايضة الديناميكية Dynamic Trade-off Theory (DTOT) إلى أن الشركات تتحمل تكاليف كونها بعيدة عن المستوى المستهدف لهيكل رأس المال، والمعروفة باسم تكاليف الانحراف وتشمل تكاليف الإفلاس أو فقدان المدخرات الضريبية، وبالتالي يكون لديها حافز للاقتراب من هدفها مرة أخرى، غير أن هذا التقارب هو أيضًا دالة في تكاليف التعديل والتي تشمل تكاليف المعاملات الصريحة والضمنية، وتؤثر هاتين الفئتين من التكاليف –تكاليف الانحراف وتكاليف التعديل– على سرعة التكيف مع المستوى الأمثل لهيكل رأس المال، فعندما تكون تكاليف الانحراف أعلى (أدنى) من تكاليف التعديل، فإن الشركات ستزيد (تنقص) سرعات تعديلها نحو نسبة الديون المستهدفة (Fischer, et al., 1989).

وقد قدمت العديد من الدراسات أدلة تدعم نظرية (DTOT). بشكل عام، يتفقون على أن الشركات لديها رافعة مالية مستهدفة، إلا أنها غالبًا ما تنحرف عنها، لكنها تسعى جاهدة للتحرك نحو الهدف وتستمر في تعديل هياكل رأس مالها بشكل جزئي (Zainudin, et al., 2017)، ويفسرون ذلك بأن طبيعة التعديل مدعومة بحجة عيوب السوق وتكاليف التعديل التي قد تمنع أو تعوق عملية التعديل الكامل، وبناءً عليه، تعد تكاليف التعديل هي المفسر الحقيقي لأسباب تعرض الشركات لانحرافات

كبيرة ومستمرة عن المستوى الأمثل للرافعة المالية وتعديلها جزئيًا بمرور الوقت وكذلك عدم التجانس الواضح بشأن سرعة التعديل (Dufour, et al., 2018).

ويصف الأدب المحاسبي العديد من المتغيرات الأخرى التي قد تؤثر على سلوكيات التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل، وفي هذا الشأن تعتمد تكاليف التعديل على العوامل التي تؤثر على التكاليف الصريحة للمعاملات، مثل تكاليف الرقابة وصراعات الوكالة وعدم تماثل المعلومات، إلى جانب العوامل الأخرى التي قد تؤثر على تحفيز وصول الشركات إلى أسواق رأس المال الخارجية، مثل فرص الاستثمار وتحقيق التدفقات النقدية (Zhang, et al., 2020).

وقد تبدو العلاقة بين التدفقات النقدية وتحقيق المستوى المستهدف للرافعة المالية واضحة، فالشركات ذات التدفق النقدي الموجب الذي يتجاوز فرص الإستثمار المربحة، تتمتع بمزيد من المرونة لتعديل هياكل رأس مالها عن طريق سداد الديون أو إعادة شراء الأسهم مقابل دفع توزيعات الأرباح، في حين أن الشركات التي لديها تدفق نقدي سالب لديها حافز أكبر لتغطية عجزها عن طريق إصدار الديون أو حقوق الملكية، باختصار، يتم تقاسم تكاليف المعاملات الصريحة لعملية التعديل مع معالجة اختلالات التدفقات النقدية (Faulkender, et al., 2012). غير أن الدراسات السابقة قدمت أدلة غامضة ومتناقضة في هذا الشأن، ويرجع سبب ذلك إلى العمل المشترك لتأثيري الضغط وفجوة التكلفة، فبالرغم من تعرض الشركات ذات التدفق النقدي السالب لضغوط كبيرة لتمويل عجزها من مصادر خارجية، غير أنها قد تجد صعوبة أكبر من الشركات ذات التدفق النقدي الموجب للتكيف مع أهداف الرافعة المالية، حيث عادةً ما تزيد تكاليف إصدار الأوراق المالية عن تكاليف إعادة شرائها (Dang, et al., 2012)، وفي المقابل، يفترض Byoun (2008) أن الشركات سوف تعدل هياكل رأسمالها بسرعة أكبر عند مواجهة تدفقات نقدية سالبة، حيث عادةً ما تفضل الشركات زيادة ديونها بدلاً من خفض حقوق الملكية لديها.

وإستخلصت دراسة Faulkender, et al. (2012) إستنتاجًا مختلفًا، حيث أشارت إلى أن الشركات ذات التدفق النقدي التشغيلي الكبير (سواء كان موجبًا أو سالبًا) غالباً ما تقوم بإجراء تغييرات أكبر نحو الرافعة المالية المستهدفة، ويرجعون ذلك لإنخفاض التكلفة الهامشية للتعديل حيث يتم مشاركة تكاليف التعديل مع معاملات السوق المتعلقة بالتدفقات النقدية التشغيلية، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحًا بالنسبة للشركات ذات الإستدانة المفرطة، وفي نفس السياق، أكد Zhang, et al. (2020) إلى أن اختلالات التدفق النقدي تسهل تعديلات هيكل رأس المال، وبناءً عليه فإن الشركات ذات القيم المطلقة الأكبر للتدفق النقدي تتكيف بشكل أسرع مع أهداف الرافعة المالية الخاصة بها، كما وثق

Brunaldi, et al. (2015) أنه في الشركات منخفضة المديونية يرتبط التدفق النقدي بشكل إيجابي مع سرعة التعديل بغض النظر عن مستوى تحقيقه (موجب أو سالب).

وعلى النقيض، يرى Pradipta & Chalid (2020) أن سرعة التعديل تكون أكبر في الشركات ذات الرافعة المالية المفرطة ولكن شريطة تحقق تدفق نقدي موجب فقط، ووفقًا لـ Dufour, et al. (2018)، تنطوي التدفقات النقدية الموجبة على تكاليف معاملات منخفضة، لذلك فإن سرعة التعديل تكون أكبر في الشركات ذات التدفق النقدي الموجب والمديونية المفرطة، وأظهرت نتائج دراسة Gan, et al. (2018) أن الشركات دائما ما تنحرف عن هيكل رأس المال المستهدف عندما تواجه قيود تمويل وعندما لا يكون التدفق النقدي كافيًا لتعديل الانحراف الجزئي.

من ناحية أخرى، يتفق تيار أخر من الباحثين مع نظرية الوكالة التي تنص على أن الإنحراف عن هيكل رأس المال المستهدف وسرعة التعديل ترتبط بتكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح، غير أن آليات الحوكمة القوية للشركات والتي تعزز المساءلة والثقة والشفافية وتقلل من تكاليف الوكالة تعد أداة فعالة للتكيف مع المستوى الأمثل للرافعة المالية، ووفقًا لذلك، فإن الشركات ذات الحوكمة الضعيفة (القوية) عادة ما تتحمل تكاليف وكالة أكبر (أقل)، وبالتالي تتكيف بشكل أبطأ (أسرع) نحو هيكل رأس المال الأمثل، ويظهر التحليل الإضافي، الدور الرقابي لخصائص مجلس الإدارة في؛ التخفيف من نزاعات الوكالة (Adams, et al., 2010; Ezeani, et al., 2021)، تعزيز مصالح المساهمين (Morellec, et al., 2012; Liao, et al., 2015; Nguyen, et al., 2020)، الحد من المرونة الإدارية (Endo, 2020)، ومنع السلوك الانتهازي للمديرين (Miloud, 2022)، وبناءً عليه، فإن الجمع بين آليات الحوكمة بما في ذلك حجم وتنوع وإستقلالية مجلس الإدارة وعدم ازدواجية الرئيس التنفيذي من شأنه أن يوفر رؤية أفضل للمراقبة ويقلل من تكاليف الوكالة ويحسن من قدرة الشركات نحو التصحيح المبكر لهياكل رأسمالها.

ومع ذلك، فقد تباينت نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن، حيث أفاد Gyimah, et al. (2021) بأن كبر حجم مجلس الإدارة وإستقلاليته والتنوع بين الجنسين والملكية الإدارية بالإضافة لفصل وظيفتي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة قد أدت إلى زيادة سرعة تعديل هيكل رأس المال بشكل كبير، غير أن Liao, et al. (2015) قد أشار إلى أن سرعة التعديل ترتبط بشكل إيجابي مع إستقلالية مجلس الإدارة المحمي من مشاكل ازدواجية الرئيس التنفيذي فضلاً عن الملكية المؤسسية، لكنها ترتبط سلبًا مع كبر حجم مجلس الإدارة والملكية الإدارية، ووثق Buvanendra, et al. (2017) أن سرعة التعديل قد زادت في الشركات السريلانكية مع كبر حجم مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء غير التنفيذيين

فيه، وإنخفضت عندما كان الشخص نفسه يشغل منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، بينما لم يكن لهذه المتغيرات أي تأثير على سرعة التعديل في الهند، كما كان لتركز الملكية العائلية تأثيرًا إيجابيًا على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الهندية بعكس الشركات في سيريلانكا.

علاوة على ماسبق، إستخلص Ezeani, et al. (2022a) أن وجود المرأة في مجالس الإدارة يساعد الشركات على تجنب خيارات التمويل بالديون المحفوفة بالمخاطر ويزيد من سرعة التعديل، ومع ذلك كان لحجم مجلس الإدارة وإستقلاليته تأثيرًا سلبيًا على سرعة التعديل في المملكة المتحدة بعكس الشركات في فرنسا وألمانيا، وفي نفس السياق، أكد Ezeani, et al. (2022b) على أن وجود النساء في مجالس إدارة الشركات الألمانية والفرنسية يحد من استخدامهن للديون ويزيد من سرعة التعديل، أما فيما يتعلق باليابان ربما أدت المشاركة المنخفضة للمرأة في مجلس الإدارة إلى عدم وجود علاقة بسرعة التعديل، كما يرتبط استقلالية مجلس الإدارة ارتباطًا إيجابيًا بسرعة التعديل في ألمانيا وفرنسا ولكنه يظهر علاقة سلبية مع سرعة التعديل في اليابان، وقد يكون الاختلاف في النتيجة بين الشركات الأوروبية (الألمانية والفرنسية) والشركات اليابانية مرتبطًا بأدوار مختلفة للمديرين المستقلين داخل مجالس إدارة الشركات، أخيرًا، كان لحجم مجلس الإدارة تأثيرًا إيجابيًا على سرعة التعديل في اليابان وألمانيا وفرنسا.

ويرى Haron, et al., (2021) أن المستوى الأعلى من الملكية العائلية يرتبط بشكل سلبي مع تكاليف الوكالة، وبناءً على ذلك ستزيد سرعة التعديل، وبالرغم من أن Burgstaller & Wagner (2015) قد وجد أن الرافعة المالية لا تختلف مع زيادة الملكية العائلية، إلا أن الشركات التي لديها رئيس تنفيذي مؤسس من العائلة قد عدلت انحرافاتها بشكل أسرع، وقدم Do, et al. (2020) دليلاً عن دعم النظرة الإيجابية للملكية الأجنبية في زيادة سرعة التعديل، ومع ذلك يرى أنه قد لا يكون للمستثمرين الأجانب دور واضح في الرقابة على الشركات في الأسواق الناشئة نظرًا لإنخفاض نسب ملكيتهم.

وتؤثر الملكية الإدارية على آراء المديرين وأهدافهم، والتي بدورها تؤثر على قرارات هيكل رأس المال، لذلك جاءت نتائج الأدبيات السابقة متباينة في هذا الشأن، فوفقًا لـ Jensen & Meckling (1976); Mota & Moreira (2017); Taran, (2019) يُعترف بالملكية الإدارية كأداة لمواءمة مصالح المديرين والمساهمين، لذلك سيحاول المدراء الذين لديهم أسهم في الشركة تبني سياسات تعزز من قيمة الشركة (Khafid, et al., 2020; Albart, 2020)، وفي المقابل، يرى Fama & Jensen (1983) أنه نظرًا لمستويات الملكية الإدارية المختلفة قد لا يقوم المديرون الذين يمتلكون جزءًا بسيطًا

من حقوق ملكية الشركات، ويستحوذون على جزء كبير من التدفق النقدي الحر كمزايا خاصة، بالضرورة بتحسين قيمة الشركة مقابل سعيهم لتحقيق أهدافهم الخاصة.

وتوفر هذه الأدبيات نتائج مثيرة للإهتمام ومع ذلك، فإن معظمها يرتبط بالإقتصاديات المتقدمة، وبالتالي فإن نتائجها ليست قابلة للتعميم على الاقتصاديات الناشئة ولا تصلح لتمثيل الفكرة العامة لسلوك هيكل رأس المال في الشركات المصرية، نظرًا لما تتمتع به هذه الاقتصاديات بتكوين مؤسسي مختلف تمامًا مقارنة بالاقتصاد المتقدم (Barroso, et al., 2018)، من حيث الآليات القانونية والمالية والتنظيمية الضعيفة (Nguyen, et al., 2015)، إلى جانب مخاطر الديناميكيات السياسية والاقتصادية التي حدثت في الأونة الأخيرة، وما صاحب ذلك بالعديد من الإختلالات في أسواق رأس المال (مثل: إرتفاع تكاليف المعاملات، ومحدودية توافر الإئتمان، وتراخي الأداء الإداري، وضعف هياكل الحوكمة، والإضطراب المؤسسي، إلى جانب التقلبات المستمرة في التدفقات النقدية).

وبالنظر إلى هذه القضايا، والنتائج غير المتسقة، تجد الدراسة الحالية عدم وجود إتفاق حول مدى سرعة الشركات للتكيف مع المستوى الأمثل لهيكل رأس المال، وربما أصبح هذا التساؤل أهم قضية في الأبحاث ذات الصلة، وبناءً عليه، يصبح من المهم فهم ديناميكية قرارات التمويل في الشركات المصرية، وتساهم هذه الدراسة في سد هذه الفجوة، وبشكل أكثر تحديدًا تركز على إختبار أثر جودة حوكمة الشركات والتدفقات النقدية على سرعة تعديل هيكل رأس المال.

ثانيًا: أهداف الدراسة

ركزت هذه الدراسة على فحص أثر جودة حوكمة الشركات والتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال، من خلال إختبار الأهداف التالية:

١. قياس أثر خصائص الشركة وظروف الإقتصاد الكلي على سرعة تعديل هيكل رأس المال بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.

٢. إختبار أثر خصائص مجلس الإدارة (الحجم والإستقلالية والإزدواجية والتنوع) على سرعة تعديل هيكل رأس المال بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.

٣. فحص تأثير أنماط هياكل الملكية (الملكية الإدارية والعائلية والأجنبية) على سرعة تعديل هيكل رأس المال بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.

٤. تحديد أثر التدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.

ثالثًا: أهمية الدراسة

تقدم الدراسة العديد من المساهمات المهمة في الأدبيات الموجودة، وتعد نتائجها مفيدة للأكاديميين والمساهمين والمستثمرين الحاليين والمرتقبين حيث:

١. تقوم الدراسة بتطوير نهج جديد لإختبار صحة نظرية المقايضة الديناميكية لقرارات هيكل رأس المال في الشركات المصرية المدرجة، وبشكل أكثر تحديدًا تجادل الدراسة بأن سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل الذي يعظم من قيمة الشركات قد تختلف بشكل أساسي إعتمادًا على بعض خصائص الشركة الكامنة والظروف الإقتصادية السائدة، والقيمة المحققة للتدفقات النقدية التشغيلية.

٢. تقدم الدراسة دليل تطبيقي حول صحة إفتراضات نظرية الوكالة في الأسواق الناشئة، بشأن تأثير النزاعات بين المديرين والمساهمين على خيارات هيكل رأس المال في الشركات المصرية المدرجة، من خلال تقييم أثر جودة حوكمة الشركات (الدور الرقابي لمجلس الإدارة وأنماط هياكل الملكية) على سرعة تعديل هيكل رأس المال.

٣. تقوم الدراسة بدمج تأثير الخصائص المالية للشركات، وجودة آليات الحوكمة والتدفقات النقدية في إطار المستوى الأمثل لهيكل رأس المال، وقياس تأثير ذلك على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل.

رابعًا: تنظيم الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة، سوف يتم تنظيم ما تبقى من الدراسة على النحو التالي؛ مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة، منهجية الدراسة التطبيقية، تحليل ومناقشة نتائج الدراسة، نتائج الدراسة، التوصيات المقترحة ذات الصلة، ومجالات الأبحاث المستقبلية.

خامسًا: مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة

(أ) النظريات المفسرة لهيكل رأس المال الأمثل:

ساهمت العديد من النظريات الرئيسية في تفسير هيكل رأس المال وأسباب عدم التجانس بين الشركات للتكيف مع الرافعة المالية المثلى، وفي هذا الصدد، تعد نظرية عدم الملاءمة Irrelevance Theory التي وضع أساسها النظري Modigliani & Miller (1959) الركيزة الأساسية لنظريات هيكل رأس المال، والتي قامت في ظل إفتراضات غير واقعية على، عدم وجود علاقة بين قرارات التمويل وقيمة الشركة ووفقًا لذلك لن يكون هناك أي إنحراف عن المستوى الأمثل للرافعة المالية، وقد إستندت هذه النظرية على فرضية مثالية السوق وغياب القيود أو (المرونة) المالية التي قد تحد (أو تزيد) من قدرات الشركات على توفير التمويل اللازم، وكذلك غياب التكاليف والمنافع التي تؤدي إلى وجود إختلاف في تكاليف مصادر التمويل، ففي حين أن منافع الإفراط في الديون تشمل وفورات ضريبية بجانب المراقبة الخارجية من قبل مانحي الديون بما يحد من تكاليف الوكالة ومخاطر عدم تماثل المعلومات، فإن ذلك قد يكبد الشركة تكاليف ومخاطر أعلى مثل؛ مصروفات فوائد الديون، ومخاطر التخلف عن السداد ونقص الإستثمار والإفلاس والتصفية والعكس بالعكس، وبالتالي فإن غياب تلك القيود والمنافع يؤدي إلى غياب الأفضلية لمصدر تمويل عن الأخر وهو ما يجعلهم بدائل لبعضهما البعض.

وفي عام ١٩٦٣ قام Modigliani & Miller بتعديل نظريتهما لتشمل المظلة الضريبية للدين أو ما يعرف بالدرع الضريبي Tax Shield الناتج عن الدين، كون الفوائد المدفوعة على الديون تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، الأمر الذي ينعكس على زيادة ثروة حملة الأسهم كلما زاد إستخدام الدين في هيكل رأس مال الشركة، ويعطي ذلك أفضلية للديون عن باقي مصادر التمويل. بمعنى أن الشركات ذات المديونية العالية تكون أكثر قيمة بسبب وفورات ضريبة الفائدة (Brigham & Ehrhardt, 2015)، ويشجع الشركات على الاعتماد بشكل كبير على تمويل الديون كإستراتيجية للتخطيط الضريبي Tax Planning Strategy، أو ما يعرف باسم الرسملة Capitalization.

ثم قاما Robichek & Myers (1966) بتوسيع إطار عمل نظرية Modigliani & Miller من خلال إدخال تكاليف الإفلاس الناتجة عن الإفراط في الديون والتي تشمل كل من التكاليف غير المباشرة، مثل المصاريف القانونية والإدارية، والتكاليف المباشرة والتي تقدر من انخفاض قيمة أصول الشركة أثناء إجراءات الإفلاس والتصفية. وفي الواقع، ستصل قيمة الشركة إلى أقصى حد لها والتي تتوافق مع هيكل رأس المال الأمثل الذي يوازن بين القيمة المضافة من وفورات ضريبة الدين والتكلفة

الهامشية للإفلاس، وهذا ما يعرف بإسم نظرية المقايضة الثابتة Static Ttrade-off Theory (STOT). وأضافا Kraus & Litzenberger (1973) أيضًا تكاليف الإفلاس عند تحديد خيارات التمويل المثلى، حيث أشارا إلى أنه، يوجد هيكل رأس مال أمثل لكل شركة، يوازن بين تكاليف الإفلاس والوفورات الضريبية (ولكن من حيث القيمة الحالية)، وبناءً عليه فإن الشركات دائمًا ما تكون عند نسبة الرافعة المالية المثلى لها وتعوض الإنحرافات على الفور.

ومن ناحية أخرى، تشير نظرية الوكالة The Agency Theory التي أسسها Jensen & Meckling (1976) إلى نوعين من صراعات الوكالة، حيث ينشأ الصراع الأول بين حملة الأسهم وحملة السندات ففي حين أن مالكي الشركة يكون لديهم حافز للمجازفة للحصول على عائد أعلى عن طريق إصدار الديون فإن حملة السندات قد يرغبون في تخفيض مخاطر التخلف عن السداد، بينما ينشأ الصراع الثاني بين حملة الأسهم والمديرين بسبب إنفصال الملكية عن الإدارة، الأمر الذي يزيد من صعوبة التحكم الكامل في تصرفات المديرين، ويخلق لديهم حافز لإستغلال موارد الشركة لتحقيق مصالحهم الذاتية، ويحمل الشركات تكاليف إضافية لضبط سلوك الإدارة ومراقبتها بما ينعكس سلبًا على قيمة الشركة. وبناءً عليه، يتم تحديد هيكل رأس المال الأمثل من خلال الموازنة بين تكاليف الوكالة وفوائد الديون، وتعتبر سياسة ديون الشركات آلية حوكمة ومراقبة فعالة للتخفيف من التكلفة الناشئة عن مثل هذه الصراعات وتحقيق هيكل رأس المال الأمثل، فمن خلال إصدار الديون يمكن للشركات تقليص قاعدة أسهمها مما يحد من مصادرة الثروة من قبل المساهم المسيطر على حساب مساهمي الأقلية، وقد تمنع مدفوعات الفائدة المديرين من الاستفادة من التدفق النقدي الحر، فضلًا عن ذلك فإن الشركات المثقلة بالديون تعد أكثر عرضة للإفلاس بشكل عام، وقد تدفع المخاطر الإضافية المديرين إلى الحد من سلوك مصلحتهم الذاتية (Brahmana, et al., 2019).

بينما، تشير نظرية تسلسل مصادر التمويل Pecking Order Theory (POT) التي طورها Myers & Majluf (1984) إلى أن التغييرات في الرافعة المالية تحددها الحاجة إلى أموال خارجية (عجز التمويل) وليس لمحاولة تحقيق هيكل رأس مال مستهدف، وتدعم النظرية الفرضية القائلة بأن الشركات تختار السياسة المالية التي تخفف من عدم الكفاءة في قرارات الاستثمار التي يسببها ظاهرة عدم تماثل المعلومات. وبناءً على ذلك يكون لديها أفضلية في تسلسل مصادر التمويل، ففي الواقع، نظرًا لأن المديرين لديهم معلومات أكثر عن الشركة من المساهمين فإن مصادر التمويل الذاتي (الداخلية) والمتمثلة في الأرباح المحتجزة تمنحهم فرصًا استثمارية أكثر قيمة من المصادر الخارجية (الديون وحقوق الملكية)، إذا كانت هناك حاجة إلى مصادر تمويل إضافية فيمكن استخدام الديون

المحفوفة بالمخاطر، وتعتبر حقوق الملكية الملاذ الأخير بإفتراض أن هياكل الملكية المركزة ترتبط بحماية أقل لمساهمي الأقلية ومشاكل وكالة أكبر (Khaw, 2019).

أخيرًا، تفترض نظرية المقايضة الديناميكية Dynamic Trade-off Theory (DTOT) أن الشركات تتحمل تكاليف كونها بعيدة عن المستوى المستهدف لهيكل رأس المال، والمعروفة باسم تكاليف الانحراف وتشمل تكاليف الضائقة المالية أو فقدان المدخرات الضريبية، وبالتالي يكون لديها حافز للاقتراب من هدفها مرة أخرى، غير أن هذا التقارب هو أيضًا دالة في تكاليف التعديل والتي تشمل تكاليف المعاملات الصريحة والضمنية، وتؤثر هاتين الفئتين من التكاليف (تكاليف الانحراف وتكاليف التعديل) على سرعة تعديل هيكل رأس المال للتكيف مع المستوى الأمثل، فعندما تكون تكاليف الانحراف أعلى (أدنى) من تكاليف التعديل، فإن الشركات ستزيد (تنقص) سرعات تعديلها نحو نسبة الديون المستهدفة (Fischer, et al., 1989) .

(ب) تقييم أثر خصائص البيئة المؤسسية للشركات على سرعة تعديل هيكل رأس المال:

تختلف سلوكيات التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل بإختلاف البيئة المؤسسية التي تعمل فيها الشركات Vallelado & Saona, 2011; Öztekin & Flannery, 2012; Drobetz, et al., 2015) والتي تعكسها الظروف السائدة على المستوى الكلي أو ظروف السوق أو الخصائص الفريدة لكل شركة. وفي هذا الصدد، وثق كل من Liao, et al. (2015); Kieschnick & Moussawi (2018); Touil & Mamoghli (2020) أن البيئة المؤسسية الجيدة تعزز من قيمة الشركة وتساعد في الإغلاق السريع للانحراف عن المستويات المستهدفة للرافعة المالية، وغالبًا ما تكون فترات الأزمات المالية أو الركود الإقتصادي مصحوبة بنقص في المعروض من رأس المال، مما يجعل تكاليف مصادر التمويل الخارجية من خلال إصدار (أو سحب) الأوراق المالية أكبر مقارنة بتكاليف مصادر التمويل الداخلية، وينعكس ذلك في زيادة تكاليف إعادة التوازن ويبطئ من سرعة التعديل، ومع ذلك، وجد Soekarno, et al. (2015); Coldbeck & Ozkan (2018) أن الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ أدت إلى تعديل أسرع للرافعة المالية والذي استمر في فترة ما بعد الأزمة، وكشفت دراسة (Tzang, et al. (2013 أنه خلال الظروف الاقتصادية المعاكسة أظهرت جميع الشركات تعديلًا أسرع غير أن الشركات ذات الرافعة المالية المفرطة كانت أبطأ من الشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة.

وتعد أسواق رأس المال أقل سيولة في الإقتصاديات الناشئة التي لديها نظام مالي موجه نحو البنوك Bank-based Economy، وبالتالي تعاني الشركات في هذه الإقتصاديات من تعديل أبطأ نحو

نسب الرافعة المالية المثلى مقارنة بالدول المتقدمة القائمة على السوق Market-based Economy (Chipeta & Deressa, 2016; Buvanendra, et al., 2017)، وعلى النقيض يرى Ezeani, et al. (2022a) أن خصائص الحوكمة القوية في الإقتصاديات الموجهة بأصحاب المصالح تؤدي إلى العلاقة الوثيقة مع البنوك، وبالتالي فإن سرعة تعديل هيكل رأس المال تكون أكبر بالمقارنة ببيئة الحوكمة الموجهة بالمساهمين (Dang, 2013). ووفقًا لـ Ezeani, et al. (2022b) تم العثور على أسرع تعديل (مع أو بدون خصائص الحوكمة) في الشركات الألمانية تليها الشركات الفرنسية ثم الشركات اليابانية، مما يؤكد على أن التباين في بيئة الحوكمة حتى بين الشركات في الاقتصادات القائمة على البنوك يؤثر على سرعة تعديل هيكل رأس المال، وأفاد Chang, et al. (2015) بأن زيادة القدرة التنافسية للشركات من خلال إتخاذ تدابير مناسبة مثل تحرير التجارة وسن قوانين مكافحة الإحتكار توفر حوافز أكبر للشركات ذات الهياكل الإدارية الضعيفة (الحوكمة الضعيفة) لتقليل التراخي الإداري وزيادة ثروة المساهمين إلى أقصي حد وبالتالي تجعل الشركات تتكيف بسرعة مع الرافعة المالية المستهدفة.

ومن ناحية أخرى، أكد تيار آخر من الباحثين على تأثير العديد من خصائص الشركة على سلوكيات هيكل رأس المال، غير أن نتائج الدراسات السابقة قد جاءت متناقضة في هذا الشأن، ووفقًا لذلك تعد الشركات الأكبر حجمًا أقل عرضة للتخلف عن السداد وأقل تأثرًا بمشكلة عدم تماثل المعلومات (Myers & Majluf, 1984)، لذلك من المتوقع أن تتمتع تلك الشركات بفرص أفضل للوصول الديون (Ramli, et al., 2019; Khaw, 2019)، وبقدرة أكبر على المساومة تجاه المقرضين لتخفيض تكاليف الديون (Haron, et al., 2021)، وبناءً عليه يرتبط حجم الشركة بشكل إيجابي بالرافعة المالية ومع ذلك، كشف Haron (2016) بأن الشركات الكبيرة تفضل إصدار أسهم مقابل الديون.

وأشارت دراسة كل من (Moosa & Li, 2012; Ramli, et al., 2019; Khaw, 2019) إلى وجود تأثير ايجابي للملموسية Tangibility على الرافعة المالية نظراً لإمكانية استخدام الأصول الملموسة كضمان للديون طويلة الأجل بالشكل الذي يخفض من تكاليف الإفلاس، إلا أن نظرية POT قد أشارت إلى أن الشركات ذات الأصول الملموسة العالية تعتمد بشكل أكبر على الأموال الداخلية المتولدة من هذه الأصول وبالتالي ترتبط الملموسية بعلاقة سلبية مع الرافعة المالية (Haron, et al., 2016).

وعادة ما تتمتع الشركات سريعة النمو بقدر كبير من الأرباح المحتجزة، غير أنها قد تحتاج إلى أموال

ضخمة لتمويل عملياتها التوسعية، وتتوقع نظرية POT بأن هذه الشركات ستعتمد على مصادر التمويل الداخلية كمصدر أول للتمويل، وبناءً عليه ستنخفض نسبة ديونها مع زيادة أرباحها المحتجزة مقارنة بنفقات النمو (Khaw, 2019)، إلا أنه من المرجح أن تستنفد الشركات التي لديها فرص استثمارية أعلى الأموال الداخلية لديها، وبالتالي ستتطلب المزيد من مصادر التمويل الخارجي وعادة ما تلجأ للديون بدلاً من الأسهم للإستفادة من الوفورات الضريبية (Haron, et al., 2021). وفي نفس السياق اقترحت نظرية (TOT) وجود تأثير إيجابي للربحية على التمويل بالديون حيث تعتمد الشركات الأكثر ربحية على المزيد من الديون بسبب انخفاض مخاطر الإفلاس وللإستفادة من الدروع الضريبية، وعلى النقيض وفقا لنظرية POT فإن مديري الشركات ذات الربحية العالية والتدفقات النقدية الإيجابية يفضلون الموارد الداخلية لتمويل استثماراتهم بدلاً من استخدام التمويل الخارجي (الديون أو حقوق الملكية) لتخفيف وتجنب مشكلة المعلومات غير المتكافئة، وعليه ترتبط الربحية بعلاقة سلبية مع الرافعة المالية (Serrasqueiro, et al., 2011; Haron, 2016; Khaw, 2019).

ووفقًا لنظرية TOT يرتبط عمر الشركة بقدرة أكبر على الاقتراض بسبب انخفاض مشاكل عدم تماثل المعلومات ومخاطر الإفلاس، غير أنه اتساقًا مع نظرية POT يفترض أن تكون الشركات القديمة قد جمعت أموالاً ضخمة إلى حد كبير من أرباحها المحتجزة على مر السنين وبما يكفي للحد من الحاجة إلى التمويل الخارجي لذلك من المتوقع أن يرتبط العمر بشكل سلبي بالرافعة المالية (Khaw, 2019; Haron, et al., 2021). وأخيرًا، قد يكون لدى الشركات حافز لزيادة الرافعة المالية لاستغلال المزايا الضريبية للديون (Robichek & Myers, 1966). ومع ذلك، قد تستخدم الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون Non-Debt Tax Shield (NDTS) للإستفادة من الوفورات الضريبية لتجنب تعرضها لمخاطر الإفلاس الناجمة عن الإفراط في الديون، وبناءً على ذلك يرتبط (NDTS) سلبًا بالرافعة المالية (Serrasqueiro, et al., 2011; Khaw, 2019).

وفي ضوء العرض السابق، تجد الدراسة الحالية وجود تباين في النتائج فيما يتعلق بتأثير خصائص الإقتصاد الكلي وخصائص الشركات على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل، بالإضافة إلى أن معظم هذه النتائج ترتبط بدول يختلف تكوينها المؤسسي تمامًا مقارنة بالبيئة المصرية. وبناءً عليه، سوف تقوم هذه الدراسة بإختبار الفرض الأول التالي:

"لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص الشركة وظروف الإقتصاد الكلي على سرعة تعديل هيكل رأس المال".

(ج) تقييم أثر جودة حوكمة الشركات على سرعة تعديل هيكل رأس المال:

وفقًا لنظرية المقايضة، فإن أي انحراف عن الرافعة المالية المثلى يمكن أن يقلل من قيمة الشركة. ومع ذلك، فإن الشركات تعيد التوازن إلى أهدافها فقط عندما تفوق فوائد التعديل تكاليفها، وحيث أن تكاليف التعديل تشمل تكاليف الوكالة، لذلك فإن الحوكمة الجيدة للشركات يمكن أن تقلل من تكاليف الوكالة وتحسن من خيارات هيكل رأس المال (Zaid, et al., 2020)، وتسرع عملية التعديل (Nguyen, et al,. 2021)، وفي المقابل، فإن وجود مشاكل كبيرة في الوكالة عادة ما يؤدي إلى تشويه خيارات سياسات التمويل، ومن المحتمل أن يحمل الشركات تكاليف وكالة أعلى (Javaid, et al., 2021).

وقد وثق قدر كبير من الدراسات أهمية علاقات الوكالة في تفسير خيارات تمويل الشركات، وكشفت هذه الدراسات أن خصائص الحوكمة تعد أحد المحددات الهامة لسرعة تعديل هيكل رأس المال. وعلى هذا النحو، أشارت دراسة Morellec, et al., (2012) إلى أنه بسبب تباين تكاليف وكالة الديون فإن الشركات الأمريكية ذات الحوكمة الضعيفة (القوية) عادة ما تتحمل تكاليف وكالة أكبر (أقل) وبالتالي تتكيف بشكل أبطأ (أسرع) مع هيكل رأس المال الأمثل، وبالمثل قدمت دراسة كلٍ من Chang, et al., (2015) & (2014) أدلة تجريبية تفيد بأن الشركات الأمريكية ذات الحوكمة الضعيفة تتكيف بشكل أبطأ مع المستوى الأمثل للرافعة المالية وبصرف النظر عن مستوى مديونيتها، حيث عادةً ما يتردد مديري تلك الشركات في تعديل نسب الرافعة المالية ومن المرجح أن يتم استخدام الدين كأداة لكسب المنافع الشخصية لهم.

وفي نفس السياق، وجدت دراسة Gyimah, et al. (2021) أن الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات التي تتمتع بآليات حوكمة قوية تستخدم التمويل بالديون بشكل أكبر، علاوة على ذلك ترتبط الحوكمة القوية بشكل إيجابي مع سرعة التعديل، وتوصلت دراسة Miloud (2022) إلى أن الشركات الفرنسية التي تمتلك هياكل حوكمة أكثر كفاءة لديها إنحراف أقل عن الرافعة المالية المستهدفة، وكذلك تكاليف تعديل أقل، وبالتالي عادة ما تصحح هذا الإنحراف في مدى زمني قصير (بسرعة تعديل أكبر). هذا ويرى Zheka (2010) أن المديرين أقل رغبة من المساهمين لتحمل مخاطر الديون، لذلك فإنه في ظل ممارسات الحوكمة الضعيفة –حيث تهيمن تفضيلات المديرين على أهداف المساهمين– سيوجد

ديونًا أقل ومعدلات أبطأ لتعديل هيكل رأس المال، وأشارت هذه الدراسة إلى أن الشركات النموذجية في أوكرانيا قد أكملت تعديل نسب الرافعة المالية المستهدفة الخاصة بها في حوالي عامين (سرعة التعديل ٥٠٪)، كما أن الشركات التي لديها ممارسات حوكمة أفضل قامت بتعديل هياكلها المالية بمعدلات أعلى.

وأظهرت نتائج دراسة Kouhbor & Rastgarpour (2015) أن آليات حوكمة الشركات (استقلالية مجلس الإدارة، وحقوق السيطرة، والمراجعة الداخلية) قد ساعدت في إتخاذ قرارات أسرع للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة، كما توصلت دراسة Khalili, et al. (2015) إلى وجود تأثير إيجابي لجودة الحوكمة (الملكية المؤسسية، واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، المراجعة الداخلية) على سرعة التكيف مع الرافعة المالية المثلى، وأفاد Khan & Kouser (2019) بأن سرعة تعديل هيكل رأس المال في الشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة أكبر مقارنة بالشركات ذات الرافعة المالية الزائدة (٦٨٪ مقابل ٥٧٪)، كما أن مؤشر حوكمة الشركات يعد من المحددات الهامة لهيكل رأس المال الأمثل.

وبالرغم من وجود علاقة عكسية بين الأرباح والرافعة المالية، غير أن آليات الحوكمة الجيدة قد عدلت هذه العلاقة، حيث أكدت دراسة Butt (2019) إلى وجود علاقة طردية بين الأرباح والرافعة المالية للشركات ذات الحوكمة الرشيدة، ومن ثم سرعة تحقيق الرافعة المالية المستهدفة، وتدعم هذه النتيجة الفرضية القائلة بأن آليات الحوكمة الجيدة تعمل كحوافز لتشجيع المديرين على التصرف بما يخدم مصالح المساهمين بإصدار الديون عند زيادة أرباح الشركة، في حين أن الأمر نفسه لن ينطبق على الشركات التي لديها هياكل حوكمة غير ملائمة، وحيث أن ممارسات الحوكمة تتضمن العديد من الآليات الداخلية والخارجية، والتي قد يختلف تأثيرها على على قرارات هيكل رأس المال، لذلك سوف تقوم الدراسة الحالية بمناقشة وإختبار الأثر المحتمل لكل من خصائص مجلس الإدارة وأنماط هياكل الملكية على سرعة تعديل الرافعة المالية وبخاصة أن نتائج الدراسات السابقة قد جاءت متباينة في هذا الشأن، وهذا ما تم تناوله في النقاط التالية:

١. تقييم أثر خصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال

قدمت الأدبيات السابقة العديد من الأدلة حول الدور الرقابي لخصائص مجلس الإدارة في؛ التخفيف من نزاعات الوكالة (Adams, et al., 2010; Ezeani, et al., 2022a)، تعزيز مصالح المساهمين (Morellec, et al., 2012; Liao, et al., 2015; Nguyen, et al., 2020)، الحد من المرونة الإدارية (Endo, 2020)، ومنع السلوك الانتهازي للمديرين (Miloud, 2022)، وبناءً على ذلك،

فإن الجمع بين آليات الحوكمة بما في ذلك حجم وتنوع وإستقلالية مجلس الإدارة المحمي من إزدواجية الرئيس التنفيذي من شأنه أن يوفر رؤية أفضل للمراقبة ويقلل من تكاليف الوكالة ويحسن من قدرة الشركات نحو التصحيح المبكر لهياكل رأسمالها.

وفي هذا الصدد، يجادل الباحثون بأن الحجم الأكبر لمجلس الإدارة؛ سيفرض مزيدًا من الضغط على المديرين للحفاظ على نسبة دين منخفضة وتحسين أداء الشركة كما يمكن الشركات من الحصول على تمويل أرخص من خلال علاقات هؤلاء الأعضاء (Mehran, 1992; Berger, et al., 1997). ومع ذلك، يرى Jensen (1986) أنه من المرجح أن تستخدم المجالس الأكبر حجمًا ديونًا أكثر، كما يؤكد كل من Pillai & Al-Malkawi (2018); Kieschnick & Moussawi (2018) على أن المجالس الأصغر حجما تعتبر أكثر تنسيقًا وقدرة على الإتصال وبالتالي تعد أكثر فعالية لأدوار المراقبة.

وغالبا ما يكون هناك توافق في المصالح بين أعضاء مجلس الإدارة المستقلين والمساهمين، لذلك من المتوقع أن يعمل هؤلاء الأعضاء من أجل؛ زيادة ثروة المساهمين (Uribe-Bohorquez, et al., 2018)، والحد من التجاوزات الإدارية وتقليل مشكلة الوكالة (Kieschnick & Moussawi, 2018)، بالإضافة لذلك فإن الشركات التي لديها عدد أكبر من الأعضاء المستقلين لديها عمومًا إفصاح أفضل وتباين أقل في المعلومات (Nguyen, et al., 2021)، وتنخفض فيها تكاليف الوكالة بشكل ملحوظ (Morellec, et al., 2012)، في حين أن تحليلًا أخر يشمل أربع دول (ماليزيا وباكستان وسنغافورة وإندونيسيا) وجد أن استقلالية مجلس الإدارة لا يرتبط بأي شكل بقرارات هيكل رأس المال (Khawaja et al., 2018).

ونظرًا لضعف تمثيل المرأة في المجالس فقد حظيت قضية التنوع بين الجنسين باهتمام كبير وفرضت أربع دول أوروبية –بلجيكا وفرنسا والنرويج وإيطاليا– حصة ملزمة لزيادة تمثيل المرأة في مجالس الإدارة (Nguyen, et al., 2021)، كما تتعرض مجموعة متنوعة من الشركات لضغوط عامة لتحسين تنوع مجالس إدارتها (Sila, et al., 2016)، وتشير الدراسات التجريبية إلى أن مجلس الإدارة الأكثر تنوعًا بين الجنسين يرتبط بقرارات ومراقبة أفضل ويخفض من تكلفة الدين بشكل كبير ويحفز الشركات على استخدام المزيد من الديون للتخفيف من السلوك الانتهازي للمديرين وعدم تماثل المعلومات الذي قد ينجم عن ضعف الحوكمة (Gul, et al., 2011; Brieger, et al., 2019; Kao, et al., 2020; Komal, et al., 2021)، نظرًا لما تتمتع به المرأة من معارف ومهارات وخبرات في مجالات التواصل والعلاقات الخارجية والرقابة والموارد البشرية والإدارة (Simpson, et

al., 2010; Nguyen, et al., 2021)، كما أنهن أكثر حرصًا وعقلانية بشأن إتخاذ القرارات المحفوفة بالمخاطر (Faccio, et al., 2016; Adusei & Obeng, 2019)، ويولين مزيدًا من الاهتمام للمسؤولية الاجتماعية (Post & Byron, 2015)، فضلًا عن أن تفكيرهن أكثر استقلالية (Adams et al., 2011).

وفي ضوء ما سبق، أقرت دراسة Liao, et al. (2015) بأن زيادة الرافعة المالية المقترنة بسرعة تعديل أكبر نحو المستوى الستهدف يرتبط بشكل إيجابي مع إستقلالية مجلس الإدارة والملكية المؤسسية في شركات المملكة المتحدة بعكس التنوع بين الجنسين، وأفادت دراسة Gyimah, et al. (2021) بأن كبر حجم مجلس الإدارة وإستقلاليته والتنوع بين الجنسين في الشركات الفيتنامية قد أدت إلى زيادة سرعة التعديل بشكل كبير، وبالمثل أشارت دراسة Buvanendra, et al. (2017) إلى وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء غير التنفيذيين فيه على سرعة التعديل في سريلانكا بينما لم يكن لهما أي تأثير في الهند. وعلى النقيض، وثقت دراسة Liao, et al. (2013) التأثير السلبي لحجم مجلس الإدارة على سرعة التكيف مع الرافعة المالية المستهدفة.

علاوة على ماسبق، فقد أظهرت دراسة Ezeani, et al. (2022a) نتائج متباينة بشأن تأثير خصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال مع إختلاف خصائص الحوكمة للإقتصاديات التي تعمل فيها الشركات، ووفقًا لذلك، إتفقت النتائج مع الأدبيات السابقة بشأن أن وجود المرأة في مجالس الإدارة يساعد الشركات على تجنب خيارات التمويل بالديون المحفوفة بالمخاطر (Faccio, et al., 2016; Komal, et al., 2021) وبغض النظر عن بيئة الحوكمة التي تعمل فيها، ويزيد من سرعة تعديل الرافعة المالية، غير أنه كان هناك إرتباط إيجابي بين كل من حجم وإستقلالية مجلس الإدارة مع الرافعة المالية في ظل بيئة الحوكمة الموجهة بالمساهمين (المملكة المتحدة) بالشكل الذي يعرقل من سرعة تكيف الشركات نحو الرافعة المالية المستهدفة، وبعكس ذلك توصلت الدراسة إلى وجود تأثيرًا سلبيًا لحجم وإستقلالية مجلس الإدارة وعدد الإجتماعات على الرافعة المالية في بيئة الحوكمة الموجهة بأصحاب المصالح (في فرنسا وألمانيا) مما يزيد من سرعة التعديل.

وعلى الرغم من أوجه التشابه بين اليابان وألمانيا وفرنسا كإقتصاديات قائمة على البنوك (موجهة بأصحاب المصالح)، إلا أن Ezeani, et al. (2022b) قد أكد على أن وجود النساء في مجالس إدارة الشركات الألمانية والفرنسية يحد من استخدامهن للديون ويزيد من سرعة التعديل أما فيما يتعلق باليابان ربما أدت المشاركة المنخفضة للمرأة إلى عدم وجود علاقة بسرعة التعديل، ويرتبط استقلالية مجلس الإدارة سلبيًا بالرافعة المالية في ألمانيا وفرنسا بالشكل الذي يزيد من سرعة التعديل ولكنه يظهر

علاقة إيجابية مع الرافعة المالية وسلبية مع سرعة التعديل في اليابان، وقد يكون الاختلاف في النتيجة بين الشركات الأوروبية (الألمانية والفرنسية) والشركات اليابانية مرتبطًا بأدوار مختلفة للمديرين المستقلين داخل مجالس إدارة الشركات، أخيرًا، كان لحجم مجلس الإدارة تأثيرًا سلبيًا على الرافعة المالية وإيجابيًا على سرعة التعديل في اليابان وألمانيا وفرنسا.

ومن ناحية أخرى، أكد تيار آخر من الدراسات على أن القوة المركزة التي يتمتع بها المديرين عندما يكون رئيس مجلس الإدارة هو أيضًا الرئيس التنفيذي –القيادة المزدوجة تمنح الكثير من سلطة اتخاذ القرار والرقابة لشخص واحد– تجعلهم يخفون المشاكل في عمليات الشركة وتزيد من حدة عدم تماثل المعلومات (Duchin, et al., 2010)، بجانب الإعتماد على التمويل بالديون بشكل أكبر (Alves, et al., 2015) مما يؤدي إلى تفاقم النزاعات بين المديرين والمساهمين، ووفقًا لذلك وثقت دراسة Buvanendra, et al. (2017) بأن إزدواجية الرئيس التنفيذي في الشركات السريلانكية قد أدت إلى زيادة من تكاليف الوكالة وخفضت من سرعة التعديل بينما لم يكن لها أي تأثير على سرعة التعديل في الشركات الهندية. وفي نفس السياق يشير Gyimah, et al. (2021) إلى أن وجود تركز عالٍ للقوة وفرصة أقل للأجانب لمراقبة تصرفات المديرين في الشركات الفيتنامية ذات إزدواجية الرئيس التنفيذي يقيد هذه الشركات من تحقيق الرافعة المالية المثلى ومن ثم فإن سرعة التعديل كانت أبطأ مما هي عليه في الشركات التي يوجد بها فصل بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وخلص Liao, et al. (2015) بأن فصل وظيفتي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة قد أثرت بشكل إيجابي على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل في شركات المملكة المتحدة.

وعلى عكس ما سبق، لاحظ Detthamrong, et al. (2017) أن نسب ديون الشركات تعتمد على تفضيل وحافز الرئيس التنفيذي للمخاطرة وبالتالي من المرجح أن يستخدم الرؤساء التنفيذيون الذين يفضلون تجنب المخاطر التمويل بالأسهم مقابل التمويل بالديون، وجادل Cho, et al. (2021) على أنه بالرغم من أن الإنحراف عن هيكل رأس المال المستهدف يؤدي إلى إنخفاض قيمة الشركة إلا أنه يمكن تخفيف تلك العلاقة السلبية من خلال وجود مديرين ذوي قدرة عالية، حيث يرى أن المديرين ذوي القدرات العالية أقل اهتمامًا بمثل هذه المشاكل وقد يرغب هؤلاء في تجنب تكاليف معاملات التمويل الخارجي حتى لو كان أقل تكلفة، كما أنهم قد يركزون على القرارات التشغيلية الأساسية التي تزيد من قيمة الشركة بدلاً من تضييع الوقت والجهد في قرارات هيكل رأس المال، وبناءً عليه توصلت الدراسة بإستخدام بيانات الشركات الكورية أن القدرة الإدارية ترتبط سلبًا بسرعة التعديل، وبتقسيم العينة إلى شركات ذات رافعة مالية أقل أو أكثر وجدوا أن الشركات ذات الرافعة المالية المفرطة تتحرك

بسرعة أقل نحو المستوى المستهدف عندما يديرها مدراء أكثر قدرة ومع ذلك فإن العلاقة بين القدرة الإدارية وسرعة تعديل هيكل رأس المال ليست معنوية بالنسبة للشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة.

ويتبين مما سبق وجود نتائج غير متسقة فيما يتعلق بتأثير خصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال، بالإضافة إلى أن معظم هذه النتائج ترتبط بدول يختلف تكوينها المؤسسي تمامًا مقارنة بالبيئة المصرية من حيث الآليات القانونية والمالية والتنظيمية. وبناءً عليه، سوف تقوم هذه الدراسة بإختبار الفرض الثاني التالي:

"لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال".

٢. تقييم أثر أنماط هياكل الملكية على سرعة تعديل هيكل رأس المال

يعد اختيار المزيج التمويلي أحد أهم القرارات التي تتخذها الشركات لذلك من المتوقع أن يؤثر هوية هياكل الملكية المختلفة على صنع القرار المالي، كما قد يلعب دورًا هامًا في تقدير سرعة التعديل. علاوة على ذلك، يجادل الأدب بأنه غالبًا ما تنخفض تكاليف الوكالة مع زيادة الملكية العائلية بالشركات بسبب؛ الفصل الأقل بين الملكية والسيطرة، المراقبة الفعالة من خلال التحكم العائلي، وتوافق مصالح الشركات العائلية وأصحاب الديون إلى حد كبير (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983; Anderson, et al., 2003; Schmid, 2013). ومع ذلك يفترض Molly, et al., (2012) زيادة تكاليف الوكالة مع زيادة تشتت الملكية العائلية بسبب إختلاف دوافعهم (البعض لديه خوف أكبر من فقدان السيطرة والبعض الأخر أقل استعدادًا لمخاطرة التمويل بالديون). بالإضافة إلى ذلك فإن الخصائص النموذجية للشركات العائلية مثل، النفور من المخاطرة وتجنب الإفلاس وفقدان السيطرة وزيادة الاهتمام بالبقاء على المدى الطويل تجعلهم يتبنون استراتيجيات مالية أكثر تحفظًا وأقل خطورة –تفضيل الأموال الداخلية مقابل التمويل الخارجي– وربما إلى إهدار فرص النمو (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007)، غير أن سمعة العائلة لها أهمية كبيرة في خلق القيمة على المدى الطويل (Ampenberger, et al., 2013).

وفي حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية، فإن الشركات ذات الملكية العائلية الكبيرة سوف تقايض بين الرغبة في السيطرة والسعي وراء الاستثمارات المعززة للقيمة والنمو (التمويل الديون) مقابل إمكانية فقدان السيطرة أو إضعافها (التمويل بالأسهم)، وتعد الرغبة في الحفاظ على السيطرة مؤشرا على زيادة الرافعة المالية والتي تستخدم كأداة للرقابة على المديرين (Croci, et al., 2011)، ولكنها تؤدي بعد ذلك إلى مخاطر مالية أعلى (Wu, et al., 2007; Ellul, 2009). ومع ذلك، يجادل Ampenberger, et al. (2013); Schmid (2013) إلى أنه مع وجود مراقبة صارمة للدائنين

وفي ظل إطار العلاقات الضيقة بين البنك والعميل فإن ملكية العائلة قد تتجنب مخاطر التمويل بالديون.

وتعكس الحجج السابقة تفضيلات ودوافع مختلفة للملكية العائلية بشأن أولويات مصادر التمويل وبالتالي من المتوقع أن يكون لها تأثيرات مختلفة على سرعة تعديل هيكل رأس المال، ووفقًا لذلك وجدت دراسة Buvanendra, et al. (2017) أن تركز الملكية العائلية قد أثرت بشكل إيجابي على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الهندية ويفسرون ذلك بأن الملكية العائلية الأكثر تركيزًا تجعلهم يهيمنون على إدارة الشركة بالشكل الذي يزيد من الملكية الداخلية والتي بدورها تحد من نفوذ الإدارة ومشاكل المخاطر الأخلاقية لهم والمعلومات غير المتكافئة، بينما كان لها تأثيرًا سلبيًا على سرعة التعديل في الشركات السيرلانكية. كما وثقت دراسة Haron, et al. (2021) أن المستوى الأعلى من الملكية العائلية يرتبط بشكل إيجابي بالرافعة المالية وبشكل سلبي مع تكاليف الوكالة مما يزيد سرعة التعديل، وتتفق هذه الدراسة مع الحجج المدفوعة بالسيطرة (رغبة ملاك العائلة في تجنب إضعاف الملكية عن طريق إصدار المزيد من الأسهم)، ومع ذلك تتعارض مع فرضية نفور أصحاب الحصص من تجنب مخاطر التمويل بالديون، كما توضح العلاقة الإيجابية إمكانية استخدام الدين كآلية مراقبة للأنشطة الإدارية، ويمكن أن يكون مفهوم التخطيط الضريبي أحد مبررات هذه العلاقة حتى يستفيد المساهمون المسيطرون من درع ضريبة فائدة الديون، وبالرغم من أن Burgstaller & Wagner (2015) قد وجدا أن الرافعة المالية لا تختلف مع زيادة الملكية العائلية في الشركات المدرجة بالنمسا، إلا أن الشركات التي لديها رئيس تنفيذي مؤسس من العائلة تعدل الانحرافات بشكل أسرع، ويرجع ذلك إلى خصائص الجدارة الائتمانية الشخصية للمدير التنفيذي وانخفاض تكاليف المراقبة للمقرضين.

وتؤثر الملكية الإدارية على آراء المديرين وأهدافهم ورغباتهم، والتي بدورها تؤثر على قرارات هيكل رأس المال، لذلك أظهرت الدراسات التجريبية نتائج متباينة حول طبيعة العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية للشركات، فوفقًا لـ Jensen & Meckling (1976); Mota & Moreira (2017); Taran (2019) يُعترف بالملكية الإدارية كأداة لمواءمة مصالح المديرين والمساهمين، لذلك سيحاول المدراء الذين لديهم أسهم في الشركة تبني سياسات تعزز من قيمة الشركة (Khafid, et al., 2020; Albart, 2020)، وعليه، فإن الملكية الإدارية العالية يمكن أن تقلل من تكاليف الوكالة وتزيد من سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل (Gyimah, et al., 2021).

وفي المقابل، يرى Demsetz (1983 Fama & Jensen (1983); (أنه نظرًا لمستويات الملكية الإدارية المختلفة قد لا يقوم المديرون الذين يمتلكون جزءًا بسيطًا من حقوق الملكية ويستحوذون على قدر كبير من التدفق النقدي الحر كمزايا خاصة، بالضرورة بتحسين قيمة الشركة مقابل سعيهم لتحقيق أهدافهم الخاصة حيث تفوق مزاياهم بشكل كبير الخسارة التي يتحملونها من انخفاض تلك القيمة، وحيث أن الدين ممكن أن يقيد المرونة الإدارية لذلك عادة ما يرتبط المستوى الأقل من الملكية الإدارية بإستخدام أقل للديون ويبطئ من سرعة التعديل .(Liao, et al., 2015)

أخيرًا، اتبعت العديد من البلدان الناشئة تدابير مختلفة لجذب الاستثمارات الأجنبية مثل منح الحوافز الضريبية والإعفاءات الجمركية والقروض منخفضة الفائدة، ومع ذلك قدمت الأدبيات السابقة أدلة متناقضة بشأن تأثير الملكية الأجنبية على قرارات هيكل رأس المال الأمثل. فمن ناحية، قد يشارك المستثمرون الأجانب عبر الشركات التي يحتمل أن يكون لديها علاقات تجارية أقل مع المقرضين في تحسين الحوكمة، وبناءً عليه يفترض أن يكون الدور الرقابي للملكية الأجنبية بديلًا للديون لأن كلاهما آليات لخفض تكاليف الوكالة (Aggarwal, et al., 2011). ومن ناحية أخرى، يشير Elsas & Florysiak (2015) إلى أن الدور الحوكمي للملكية الأجنبية أكثر (أقل) وضوحا للشركات ذات الحوكمة الضعيفة (القوية). وسلطت دراسة Do, et al. (2020) الضوء على الدور المهم الذي قد يلعبه المستثمرون الأجانب في تشكيل القرارات المثلى لهيكل رأس المال للشركات المدرجة في تايوان وبالتالي فإنها تقدم دليلاً في دعم النظرة الإيجابية للملكية الأجنبية في الأسواق الناشئة لتعزيز حوكمة الشركات، حيث كشفت نتائجها أن الشركات ذات الملكية الأجنبية الأعلى والمديونية المفرطة أقل عرضة لإصدار الديون، علاوة على ذلك، يساعد المستثمرون الأجانب في خفض تكاليف الوكالة والتي بدورها تزيد من سرعة التعديل، وبالرغم من ذلك قد لا يكون للمستثمرين الأجانب دور واضح في الرقابة على الشركات في الأسواق الناشئة نظرًا لإنخفاض نسب ملكيتهم.

وفي ضوء العرض السابق، تستنتج الدراسة الحالية أن تباين النتائج إنما يرجع إلى؛ تباين ملكيات الهويات المختلفة لأصحاب الحصص، بجانب التفضيلات والدوافع المختلفة لهم والتي قد تكون ما بين النفور من مخاطرة التمويل بالديون أو رغبتهم في الحفاظ على السيطرة. وبناءً عليه، سوف تقوم هذه الدراسة بإختبار الفرض الثالث التالي:

"لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأنماط هياكل الملكية على سرعة تعديل هيكل رأس المال".

(د) تقييم أثر التدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال:

تعد قرارات توزيع الأرباح والاستثمارات وتعديل هيكل رأس المال مترابطة ومن المحتمل أن تتأثر جميعها بالتدفقات النقدية (Fliers, 2019)، فالشركات ذات التدفق النقدي الموجب والذي يتجاوز فرص الإستثمار المربحة تتمتع بمزيد من المرونة لتعديل هياكل رأس المال الخاصة بها عن طريق سداد الديون أو إعادة شراء الأسهم مقابل دفع توزيعات الأرباح، في حين أن الشركات التي لديها تدفق نقدي سالب لديها حافز أكبر لتغطية عجزها عن طريق إصدار الديون أو حقوق الملكية، باختصار، يتم تقاسم تكاليف المعاملات الصريحة لعملية التعديل مع معالجة اختلالات التدفقات النقدية (Faulkender, et al., 2012).

علاوة على ما سبق، قد تبدو العلاقة بين التدفق النقدي وتحقيق المستوى الأمثل لهيكل رأس المال واضحة، غير أن الدراسات السابقة قدمت أدلة غامضة ومتناقضة في هذا الشأن، ويرجع سبب ذلك إلى العمل المشترك لتأثيري الضغط وفجوة التكلفة، فبالرغم من تعرض الشركات ذات التدفق النقدي السالب لضغوط كبيرة لتمويل عجزها من مصادر خارجية غير أنها قد تجد صعوبة أكبر من الشركات ذات التدفق النقدي الموجب للتكيف مع أهداف الرافعة المالية، حيث عادةً ما تزيد تكاليف إصدار الأوراق المالية عن تكاليف إعادة شرائها (Dang, et al., 2012)، وفي المقابل يفترض Byoun (2008)أن الشركات سوف تعدل الرافعة المالية الخاصة بها بسرعة أكبر عند مواجهة تدفق نقدي سالب حيث عادةً ما تفضل الشركات زيادة ديونها بدلاً من خفض حقوق الملكية لديها.

وإستخلصت دراسة Faulkender, et al. (2012) إستنتاجًا مختلفًا، حيث أشارت إلى أن إختلالات التدفق النقدي لها تأثيرًا كبيرًا على تقارب الشركات الأمريكية نحو هيكل رأس المال الأمثل وعادةً ما تقوم الشركات ذات التدفق النقدي التشغيلي الكبير (سواء كان موجبًا أو سالبًا) بإجراء تغييرات أكبر نحو نسب الرافعة المالية المستهدفة الخاصة بها، ويرجعون ذلك لإنخفاض التكلفة الهامشية للتعديل –تكاليف التعديل "تتم مشاركتها" مع معاملات السوق المتعلقة بالتدفقات النقدية التشغيلية–، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحًا بالنسبة للشركات ذات الإستدانة المفرطة مقارنة بالشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة، وبناءً عليه، قدرت سرعة تعديل الفجوة بين نسب الرافعة المالية الفعلية والمستهدفة نحو ٢٣–٢٦٪ للشركات التي حققت تدفقات نقدية قريبة من الصفر، ومع ذلك، فإن الشركات ذات التدفقات النقدية التي تتجاوز بشكل كبير انحراف الرافعة المالية لديها سرعات تعديل تزيد عن ٥٠٪، وترتفع

هذه النسبة إلى أكثر من ٧٠٪ إذا كانت الشركة مبالغة في الرافعة المالية (لديها رافعة مالية مفرطة جدا).

وفي نفس السياق، أكدت دراسة Pradipta & Chalid (2020) بإستخدام بيانات الشركات الأندونيسية المدرجة على أن سرعة التعديل تكون أكبر في الشركات ذات الرافعة المالية المفرطة والتدفق النقدي الموجب فقط بعكس الشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة. بينما يرى Brunaldi, et al. (2015) أنه في الشركات البرازيلية منخفضة المديونية يرتبط التدفق النقدي بشكل إيجابي مع سرعة التعديل بغض النظر عن مستوى تحقيقه، ومع ذلك، فإن سرعة التعديل في الشركات ذات المديونية العالية تتأثر بشكل كبير بالتدفق النقدي فقط عندما يكون تحقيقه مرتفعًا. وتوصلت دراسة Dufour, et al. (2018) إلى أن؛ الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم في فرنسا لديها سلوك مستهدف نحو الرافعة المالية المثلى، غير أن سرعة التعديل كانت أبطأ مقارنة بالشركات المدرجة نظرًا لإرتفاع تكاليف المعاملات في هذه الشركات، وترتبط الديون قصيرة الأجل بتكاليف معاملات أقل مقارنة بالديون طويلة الأجل، علاوة على ذلك فإن الشركات ذات الرافعة المالية المفرطة تتكيف بسرعة أكبر من الشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة بالنسبة للديون قصيرة الأجل بينما لم تجد فرقًا بين سرعات التعديل مع الرافعة المالية طويلة الأجل، فضلًا عن ذلك، ترتبط التدفقات النقدية الموجبة على تكاليف معاملات منخفضة ولذلك فإن سرعة التعديل في الشركات ذات التدفق النقدي الموجب والمديونية المفرطة أعلى من سرعة الشركات ذات التدفق النقدي السالب.

وأظهرت نتائج دراسة Gan, et al. (2018) أن الشركات الصينية تميل لإستهداف تعديل هيكل رأس المال إذا كانت تكلفة المعاملة أقل من تكاليف الإنحراف، غير أنها دائما ما تنحرف عن هيكل رأس المال الأمثل عند مواجهة قيوداً للتمويل وعندما لا يكون التدفق النقدي كافيًا لتعديل الانحراف الجزئي، ومع ذلك، فإن الشركات المملوكة للدولة وغير المملوكة تظهر على حد سواء اتجاهه للتعديل بشكل أكبر في حالة الإنحراف المفرط عن الرافعة المالية المستهدفة (سواء كان ديونًا مفرطة أو غير كافية). وأخيرًا، وثقت نتائج دراسة Zhang, et al. (2020) أن الشركات الصينية المدرجة لديها أهداف نحو الرافعة المالية المثلى والتي يتم تعديلها بمتوسط معدل سرعة يبلغ ٢٥.٩٪. علاوة على ذلك، فإن اختلالات التدفق النقدي تسهل تعديلات هيكل رأس المال عن طريق تخفيض تكاليف التعديل، وبناءً عليه فإن الشركات ذات القيم المطلقة الأكبر للتدفق النقدي (التي تزيد عن ٠.٠٢١٩) تتكيف بشكل أسرع مع أهداف الرافعة المالية الخاصة بها (سرعة التعديل ٣٢.٤٪) مقابل (١٤.٣٪) للشركات ذات القيم المطلقة الأقل، وتعد هذه النتيجة قوية بالنسبة لفترة عينة ما بعد الأزمة المالية.

ويظهر العرض السابق نتائج متباينة بشأن تأثير التدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال، كما أن جميعها لا يتعلق بالبيئة المصرية، لذلك سوف تقوم الدراسة الحالية بإختبار الفرض الرابع التالي:

"لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال"

سادسًا: منهجية الدراسة التطبيقية

تعرض منهجية الدراسة التطبيقية كل من مجتمع وعينة الدراسة، نماذج الدراسة، متغيرات الدراسة وطرق قياسها، فضلاً عن مصادر جمع البيانات.

(أ) مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري لقطاعات (الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات، الرعاية الصحية والأدوية، العقارات، والموارد الأساسية) خلال الفترة ٢٠١٨م- ٢٠٢١م والبالغ عددها (٧٥) شركة وفقاً للبيانات المعلنة من جانب البورصة المصرية فى فبراير ٢٠٢٢م (البورصة المصرية، ٢٠٢٢)، وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

١. استمرار قيد وتداول أسهم الشركات فى سوق الأوراق المالية المصرى خلال فترة الدراسة لامكانية الحصول على البيانات السوقية الخاصة بمتغيرات الدراسة.
٢. توافر التقارير المالية وغير المالية للشركات خلال الفترة من عام ٢٠١٨م إلى عام ٢٠٢١م.
٣. الشركات التى تعد تقاريرها المالية بتاريخ ١٢/٣١ لامكانية مقارنة نتائج الدراسة.
٤. الشركات التى تعرض تقاريرها المالية بالجنية المصرى.

وبتطبيق الشروط السابقة بلغ عدد شركات العينة (٤٢) شركة غير مالية مقسمة على (٤) قطاعات بما يعادل (٥٦٪) من إجمالي شركات المجتمع وبالتالي بلغ عدد المشاهدات (١٦٨) مشاهدة، ويوضح الجدول رقم (١) مجتمع وعينة الدراسة وفقًا للتصنيف القطاعي:

جدول رقم (١)

مجتمع وعينة الدراسة وفقًا للتصنيف القطاعي

م	اسم القطاع	الشركات المقيدة	الشركات المستبعدة	شركات العينة	نسبة المساهمة[١] (%)
١	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	٧	٣	٤	٩.٥٢
٢	الرعاية الصحية والأدوية	١٨	١٢	٦	١٤.٢٩
٣	العقارات	٣٤	١٢	٢٢	٥٢.٣٨
٤	الموارد الأساسية	١٦	٦	١٠	٢٣.٨١
الإجمالى		٧٥	٣٣	٤٢	٪١٠٠

المصدر: (البورصة المصرية، ٢٠٢٢)

(ب) نماذج الدراسة

إعتمدت الدراسة على نموذج التعديل الجزئي لتقدير سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل (Ezeani, et al., 2022a & 2022b)، والذي يفترض أن:

لكل شركة رافعة مالية مثلى (Lev^*_{It}) ترتبط بالعديد من المتغيرات (X_{jit}) المنبثقة من عوامل الإقتصاد الكلي أو الخصائص الفريدة لكل شركة، وقد إختلفت الدراسات السابقة في تحديد تلك المتغيرات غير أن أكثرها شيوعًا مايلي: (حجم الشركة، عمر الشركة، معدل النمو، الملموسية، الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون، الربحية، الناتج المحلى الإجمالى، ومعدل التضخم) وبناءً على ذلك فإن

$$Lev^*_{It} = \alpha_1 SIZE + \alpha_2 Age + \alpha_3 GR + \alpha_4 TANG + \alpha_5 NDTS + \alpha_6 PROF + \alpha_7 GDP + \alpha_8 INF + e_{it} \quad (A)$$

وغالبًا ما تنحرف هذه الشركات عن هيكل رأس المال الأمثل، ويقاس هذا الإنحراف بالفرق بين الرافعة المالية المثلى والرافعة المالية الفعلية ($Lev^*_{it} - Lev_{it-1}$)، وتتحمل الشركات تكاليف كونها بعيدة عن المستوى المستهدف لهيكل رأس المال والمعروفة باسم تكاليف الانحراف، وبالتالي يكون لديها حافز للاقتراب من هدفها مرة أخرى، غير أن هذا التقارب هو أيضًا دالة في تكاليف التعديل، ولذلك فإنها تعدل الرافعة المالية لديها (تصحح الإنحراف) بشكل جزئي، ويقاس مقدار التعديل بالتغير في الرافعة المالية من عام لأخر ($Lev_{it} - Lev_{it-1}$). ووفقًا لذلك تقدر سرعة تكيف الشركات مع هيكل

[١] نسبة المساهمة = عدد شركات العينة داخل كل قطاع ÷ إجمالى عدد شركات العينة

رأس المال الأمثل (λ_{it})، بمقدار ما يعوضه التعديل الجزئي للرافعة المالية كل عام ($Lev_{it} - Lev_{it-1}$) من قيمة الإنحراف الكلي عن الرافعة المالية المثلى ($Lev^*_{it} - Lev_{it-1}$) وبالتالي فإن:

$$\lambda_{it} = [(Lev_{it} - Lev_{it-1}) / (Lev^*_{it} - Lev_{it-1})] \quad (B)$$

ويمكن إعادة صياغة المعادلة (B) كما يلي:

$$Lev_{it} - Lev_{it-1} = \lambda_{it} (Lev^*_{it} - Lev_{it-1}) \quad (C)$$

$$Lev_{it} = Lev_{it-1} + \lambda_{it} (Lev^*_{it} - Lev_{it-1}) \quad (D)$$

$$Lev_{it} = Lev_{it-1} + \lambda_{it} Lev^*_{it} - \lambda_{it} Lev_{it-1} \quad (E)$$

$$Lev_{it} = (1- \lambda_{it}) Lev_{it-1} + \lambda_{it} Lev^*_{it} \quad (F)$$

ومن المعادلتين (A) و (F) يمكن إشتقاق المعادلة التالية:

$$Lev_{it} = (1- \lambda_{it}) Lev_{it-1} + \lambda_{it} \alpha_1 SIZE + \lambda_{it} \alpha_2 Age + \lambda_{it} \alpha_3 GR + \lambda_{it} \alpha_4 TANG + \lambda_{it} \alpha_5 NDTS + \lambda_{it} \alpha_6 PROF + \lambda_{it} \alpha_7 GDP + \lambda_{it} \alpha_8 INF + \lambda_{it} e_{it} \quad (1)$$

وبناءً عليه يتم تقدير سرعة تعديل هيكل رأس المال (λ) في ضوء العوامل المتعلقة بخصائص الشركة وظروف الإقتصاد الكلي والمؤثرة على مستوى الرافعة المالية، بإستخدام معادلة النموذج السابق رقم (1) والتي تساوي [(1- Coef) Lev_{t-1}].

ولتحديد تأثير المتغيرات المستقلة للدراسة (حوكمة الشركات والتدفقات النقدية التشغيلية) على سرعة تعديل هيكل رأس المال:

- تم تقييم تأثير خصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال بإعادة النموذج (1) بحيث تتضمن المتغيرات المستقلة له (خصائص الشركة والإقتصاد الكلي والمتغيرات المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة)، وإعادة تقدير سرعة التعديل مرة أخرى في ضوء النموذج الجديد رقم (2)، وبناءً عليه يقاس مقدار التأثير بالفرق (زيادة أو نقص) في سرعة التعديل وفقًا للنموذج الحالي عن المقدرة وفقًا للنموذج (1).

$$Lev_{it} = (1- \lambda_{it}) Lev_{it-1} + \lambda_{it} \alpha_1 SIZE + \lambda_{it} \alpha_2 Age + \lambda_{it} \alpha_3 GR + \lambda_{it} \alpha_4 TANG + \lambda_{it} \alpha_5 NDTS + \lambda_{it} \alpha_6 PROF + \lambda_{it} \alpha_7 GDP + \lambda_{it} \alpha_8 INF + \lambda_{it} \alpha_9 BZ + \lambda_{it} \alpha_{10} IND + \lambda_{it} \alpha_{11} DU + \lambda_{it} \alpha_{12} GD + \lambda_{it} e_{it} \quad (2)$$

- تم تقييم تأثير أنماط هياكل الملكية على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل بإعادة النموذج (1) بحيث تتضمن المتغيرات المستقلة له (خصائص الشركة والإقتصاد الكلي والمتغيرات المتعلقة بأنماط هياكل الملكية)، وإعادة تقدير سرعة التعديل مرة أخرى في ضوء النموذج الجديد رقم (3)، وبناءً عليه يقاس هذا التأثير بمقدار الزيادة أو النقص في سرعة التعديل وفقًا لهذا النموذج عن المقدرة وفقًا للنموذج (1).

$$Lev_{it} = (1-\lambda_{it})\, Lev_{it-1} + \lambda_{it}\,\alpha_1\, SIZE + \lambda_{it}\,\alpha_2\, Age + \lambda_{it}\,\alpha_3\, GR + \lambda_{it}\,\alpha_4\, TANG + \lambda_{it}\,\alpha_5\, NDTS + \lambda_{it}\,\alpha_6\, PROF + \lambda_{it}\,\alpha_7\, GDP + \lambda_{it}\,\alpha_8\, INF + \lambda_{it}\,\alpha_9\, FA + \lambda_{it}\,\alpha_{10}\, MA + \lambda_{it}\,\alpha_{11}\, FO + \lambda_{it}\, e_{it} \quad (3)$$

- تم تقييم تأثير التدفقات النقدية التشغيلية على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل بإعادة النموذج (1) بحيث تتضمن المتغيرات المستقلة له (خصائص الشركة والإقتصاد الكلي والمتغيرات المتعلقة بالتدفقات النقدية التشغيلية)، وإعادة تقدير سرعة التعديل مرة أخرى في ضوء النموذج الجديد رقم (4)، وبناءً عليه يقاس هذا التأثير بمقدار الزيادة أو النقص في سرعة التعديل وفقًا للنموذج الحالي عن المقدرة وفقًا للنموذج (1).

$$Lev_{it} = (1-\lambda_{it})\, Lev_{it-1} + \lambda_{it}\,\alpha_1\, SIZE + \lambda_{it}\,\alpha_2\, Age + \lambda_{it}\,\alpha_3\, GR + \lambda_{it}\,\alpha_4\, TANG + \lambda_{it}\,\alpha_5\, NDTS + \lambda_{it}\,\alpha_6\, PROF + \lambda_{it}\,\alpha_7\, GDP + \lambda_{it}\,\alpha_8\, INF + \lambda_{it}\,\alpha_9\, CF + \lambda_{it}\,\alpha_{10}\, CFV + \lambda_{it}\, e_{it} \quad (4)$$

(ج) متغيرات الدراسة وطرق قياسها

يوضح الجدول رقم (٢) طرق قياس متغيرات الدراسة كما يلي:

جدول رقم (٢)

طرق قياس متغيرات الدراسة

الرمز	المتغير	طريقة القياس	المرجع
المتغير التابع			
λ	سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل	[(1- Coef) Lev_{t-1}] في ضوء كل نموذج	(Ezeani, et al., 2022a & 2022b)
المتغيرات المستقلة			
BZ	حجم مجلس الإدارة	عدد اعضاء مجلس الإدارة	
IND	استقلالية مجلس الإدارة	عدد الأعضاء المستقلين/ حجم مجلس الإدارة	
GD	تنوع مجلس الإدارة	عدد الأعضاء من السيدات/ إجمالى عدد أعضاء مجلس الإدارة	
DU	ازدواجية المدير التنفيذى	متغير وهمى يعادل (واحد) إذا كان المدير التنفيذى يشغل منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) خلاف ذلك	(Gyima, et al., 2021)
FA	الملكية العائلية	نسبة الملكية العائلية	(Haron, et al., 2021)
MA	الملكية الإدارية	نسبة الملكية الإدارية	(Liao, et al., 2015)
FO	الملكية الأجنبية	نسبة الملكية الأجنبية	(Do, et al., 2020)
CF	التدفقات النقدية التشغيلية	صافى التدفقات النقدية التشغيلية/ إجمالى الأصول	(Dufour, et al., 2018)
CFV	تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية	الإنحراف المعيارى لمدة خمس سنوات (لصافى التدفقات النقدية التشغيلية/ إجمالى الأصول)	
Lev	الرافعة المالية	إجمالي الإلتزامات/ إجمالي الأصول	(Ezeani, et al., 2022a & 2022b)
SIZE	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعى لإجمالى الأصول	
Age	عمر الشركة	اللوغاريتم الطبيعى لعدد سنوات العمل منذ تاريخ التأسيس	
GR	معدل نمو الشركة	(إجمالى الأصول فى السنة الحالية – إجمالى الأصول فى السنة السابقة)/ إجمالى الأصول فى السنة السابقة	
TANG	الملموسية	الأصول الثابتة/ إجمالى الأصول	
NDTS	الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون	الإهلاك/ إجمالى الأصول	
PROF	الربحية	صافى الدخل/ إجمالى الأصول	
GDP	الناتج المحلى الإجمالى	اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي	
INF	معدل التضخم	معدل التضخم السنوي	

(د) مصادر جمع البيانات

اعتمدت الدراسة فى الحصول على البيانات اللازمة لاختبار فرضياتها على البيانات المالية وغير المالية للشركات محل الدراسة والمفصح عنها على موقع البورصة المصرية وموقع مباشر وتشمل التقارير المالية السنوية، بالإضافة إلى تقارير الحوكمة وتقارير مجلس الإدارة ونماذج تقارير الإفصاح،

كما تم الحصول على قيم الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم من قاعدة بيانات البنك الدولي.

سابعًا: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

(أ) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول التالي رقم (٣) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (٣)

نتائج الإحصاء الوصفى لمتغيرات الدراسة

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
LEV	168	.503	.26	.009	1.21[2]
SIZE	168	21.35	2.21	17.23	26.12
Age	168	3.36	.56	2.079	4.736
GR	168	.112	.238	-.659	1.582
TANG	168	.199	.374	0	4.156
NDTS	168	.014	.022	0	.152
PROF	168	.041	.063	-.155	.229
GDP	168	26.51	.185	26.244	26.73
INF	168	8.595	3.76	5.06	14.4
BZ	168	8.167	2.48	3	15
IND	168	.194	.18	0	.571
DU[3]	168	.5	-	-	-
GD	168	.076	.095	0	.5
FA	168	.075	.141	0	.677
MA	168	.157	.233	0	.98
FO	168	.168	.226	0	.855
CF	168	.03	.093	-.203	.44
CFV	168	.079	.07	.001	.526

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى

[2] يوجد شركتين تزيد فيهم الإلتزامات عن أصول الشركة (حقوق الملكية بالسالب)، ولذلك فنسبة الرافعة المالية تزيد عن الواحد الصحيح.

[3] متغير الإزدواجية هو متغير منفصل، حيث تم التعبير عنه بمتغير وهمى يعادل (واحد) إذا كان المدير التنفيذى يشغل منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك

وتظهر نتائج الإحصاء الوصفي كما هو موضح بالجدول رقم (٣) ما يلي:

- بلغ متوسط الرافعة المالية مقاسة بنسبة إجمالي الديون مقسومة على إجمالي الأصول أخر الفترة (0.503)، وبمدى يتراوح بين (0.009) و (1.21)، وإنحراف معياري (0.26)، وتشير الرافعة المالية الزائدة إلى أن شركات العينة تعتمد على الديون بنسبة كبيرة نسبيًا في التمويل وبالتالي إرتفاع تكلفة التمويل في هذه الشركات، كما أن هناك تباين كبير بين شركات العينة فيما يتعلق بالرافعة المالية وهذا ما يظهره الحد الأدنى والأعلى للرافعة المالية، هذا ويشير إرتفاع الحد الأعلى للرافعة المالية عن الواحد الصحيح أن بعض الشركات لديها حقوق ملكية بالسالب.

- الضعف النسبي لدور أعضاء مجالس الإدارة كأحد آليات الحوكمة الداخلية في شركات العينة، كما أن هناك تباين كبير لجودة خصائص أعضاء مجلس الإدارة بين تلك الشركات، حيث بلغ متوسط نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (0.194) وبمدى يتراوح بين (0) و (0.571) وإنحراف معياري (0.18) ويشير ذلك إلى إنخفاض عدد الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات محل الدراسة ووجود تباين كبير بين هذه الشركات فيما يتعلق بالإستقلالية، بالإضافة إلى انخفاض متوسط تنوع مجلس الإدارة حيث بلغ (0.076) وبمدى يتراوح بين (0) و (0.50) وانحراف معيارى (0.095) مما يشير إلى انخفاض نسبى فى مشاركة المرأة فى مجلس الإدارة ووجود تباين كبير فى تنوع مجلس الإدارة بين هذه الشركات، وقد بلغ متوسط حجم مجلس الإدارة (8.167) وبمدى يتراوح بين (3) و (15) وانحراف معيارى (2.48)، ويشير ذلك إلى وجود تباين كبير فى عدد اعضاء مجلس الإدارة بين الشركات محل الدراسة، هذا وقد بلغ متوسط إزدواجية المدير التنفيذي في شركات العينة (0.50) بمعني أن ضمن الـ (168) مشاهدة يوجد (84) مشاهدة يشغل المدير التنفيذي منصب رئيس مجلس الإدارة أيضاً ويمنح ذلك الكثير من سلطة اتخاذ القرار والرقابة لشخص واحد.

- أما بالنسبة لأنماط هياكل الملكية، فقد بلغ متوسط نسبة الملكية العائلية (0.075) وبمدى يتراوح بين (0) و (0.677) وانحراف معيارى (0.141)، ويشير إنخفاض متوسط الملكية العائلية إلى ضعف الدور الحوكمي للملكية العائلية في الشركات محل الدراسة، كما أن هناك تباين كبير في الملكية العائلية بين شركات العينة وهذا ما أظهره قيم الحد الأدنى والأعلى، كما لوحظ تقارب متوسط نسبة الملكية الإدارية والملكية الأجنبية بين شركات العينة حيث بلغ

(0.157، 0.168) على الترتيب، بالإضافة إلى اتساع المدى بين الحد الأدنى والحد الأعلى مما يشير إلى وجود تباين كبير فى نسبة الملكية الإدارية والملكية الأجنبية بين الشركات محل الدراسة.

- بلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية (0.030) بحد أدنى وحد أعلى (0.44 , 0.203-) على الترتيب، بينما بلغ متوسط تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية (0.079) بحد أدنى وحد أعلى (0.526 , 0.001) على الترتيب، مما يشير إلى وجود تباين كبير بين شركات العينة حول التدفقات النقدية التشغيلية وتقلباتها.

(ب) التحليل الإحصائي لإختبار فروض الدراسة

إعتمدت الدراسة في إختبار فروضها على طريقة العزوم المعممة Generalized Method of Moments (GMM) بإستخدام البرنامج الإحصائي Stata/IC 15، وتعد (GMM) من أهم أساليب التحليل الإحصائي القياسي الملاءمة لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، عندما يكون نموذج الدراسة ديناميكي بمعنى أن يكون (Y_{t-1}) أحد المتغيرات المستقلة (Anderson & Hsiao, 1982) وهذا ما يتوافر في نماذج الدراسة، وتتميز طريقة العزوم المعممة عن الطرق التقليدية في التقدير مثل طريقة المربعات الصغرى Ordinary least squares وطريقة الإمكان الأكبر maximum liklehood method في أنها لا تستلزم تبعية البيانات للتوزيع الطبيعي (Gourieroux, et al., 1999)، كما أنها تستخدم أيضاً لزيادة كفاءة مقدرات طريقة المربعات الصغرى في حالة عدم تساوي التباين Heteroskedasticity أو في حالة وجود ارتباط ذاتى للأخطاء searial correlation (Wooldridge, 2001). وتتصف مقدرات النموذج وفقًا لـ (GMM) بعدم التحيز Unbiasedness والإتساق consistency والكفاءة Efficiency (Arellano & Bond, 1991; Blundell & Bond, 1998).

ولتحديد مدى جودة النموذج المقدر؛ يتم إجراء العديد من اختبارات الصلاحية للتأكد من موثوقية النتائج. (١) يتم إستخدام إختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للتأكد من أن المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعانى من مشكلة الإزدواج الخطى المتعدد Multicollinearity، بحيث إذا زادت VIF لمتغير مستقل معين عن القيمة (10) يعني ذلك تسبب هذا المتغير في مشكلة إزدواج خطي. (٢) يتم أخذ العوامل المؤثرة الأخرى في الاعتبار التي قد تؤثر على النتائج (المتغيرات الحاكمة). (٣) يتم إجراء إختبار Arellano-Bond test Ar (1) &

(2)للتأكد من عدم وجود مشكلة الإرتباط الذاتى للبواقي Autocorrelation، حيث لا توجد مشكلة إرتباط ذاتي إذا كانت قيمة P-value للإختبار أكبر من (0.05). وفيما يلي التحليلات الإحصائية لإختبارات فروض الدراسة:

١. إختبار أثر خصائص الشركة وظروف الإقتصاد الكلي على سرعة تعديل هيكل رأس المال:

لإختبار مدى صحة الفرض الأول القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص الشركة وظروف الإقتصاد الكلي على سرعة تعديل هيكل رأس المال"، تم إجراء تحليل الإنحدار المتعدد بإستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) لتحديد أهم العوامل المتعلقة بخصائص الشركة وظروف الإقتصاد الكلي والمؤثرة على مستوى الرافعة المالية، كما تم تقدير سرعة تعديل هيكل رأس المال بالشركات محل الدراسة في ضوء النموذج المقترح والتي تساوي [(1- Coef) Lev_{t-1}]، ولتحديد جودة وصلاحية النموذج المقدر: تم إجراء إختبار معامل تضخم التباين (VIF)، كما تم إجراء إختبار Arellano-Bond، كما هو موضح في الجدول التالي رقم (٤):

جدول رقم (٤)

نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لأثر خصائص الشركة والإقتصاد الكلي على سرعة تعديل هيكل رأس المال

LEV	Coef.	t-value	p-value	VIF	1/VIF
LEV_{t-1}	.645***	9.28	0.000	1.876	0.533
SIZE	.039***	4.56	0.000	1.965	0.509
Age	.002	0.07	.943	1.189	0.841
GR	.155***	4.21	0.000	1.195	0.837
TANG	-.003	-0.16	.869	1.143	0.875
NDTS	.65	0.84	.401	1.159	0.863
PROF	-.908***	-5.32	0.000	1.287	0.777
GDP	-.197*	-1.92	.057	2.132	0.469
INF	-.006	-1.24	.216	2.321	0.431
Constant	4.623*	1.67	.098		
SOA%	35.5				

Test	test- statstic	p-value
F-test	1383.511	0.000
Arellano-Bond test Ar (1)	-0.10	0.921
Arellano-Bond test Ar (2)	-1.36	0.172

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

ويتضح من الجدول رقم (٤) ما يلي:

- معنوية النموذج المستخدم ككل، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (1383.5) عند مستوى معنوية (P-value = 0.000) وهذا يعنى أن نموذج الانحدار الخاص بهذا الفرض يتمتع بملاءمة عالية، كما أن المتغيرات المستقلة للنموذج لا تعانى من مشكلة الإزدواج الخطى المتعدد، حيث أن قيمة (VIF) لكل متغير من هذه المتغيرات أقل من (10). ولا يوجد إرتباط ذاتي للبواقي من الدرجة الأولى والثانية التى تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة، وفقًا لإختبار Arellano-Bond test Ar (1) & (2) حيث أن قيمة P-value للإختبار أكبر من (0.05).
- وجود تأثير إيجابي (مستوى المعنوية 0.01) لكلٍ من (الرافعة المالية للسنة السابقة LEV_{t-1}، وحجم الشركة SIZE، معدل نمو الشركة GR) على مستوى الرافعة المالية، بينما يوجد تأثير سلبي (مستوى معنوية 0.10 فأقل) لكلٍ من (الربحية PROF، الناتج المحلي الإجمالي GDP) على مستوى الرافعة المالية، هذا ولا يوجد تأثير لكلٍ من (عمر الشركة Age، الملموسية TANG، الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون NDTS، معدل التضخم INF) على مستوى الرافعة المالية للشركة وعليه تكون معادلة خط الإنحدار وفقا للنموذج كما يلي:

$$LEV = \mathbf{(0.645)\ LEV_{t-1} + (0.039)\ SIZE} + (0.002)\ Age + \mathbf{(0.155)\ GR} - (0.003)\ TANG + (0.65)\ NDTS - \mathbf{(0.908)\ PROF - (0.197)\ GDP} - (0.006)\ INF + \mathbf{4.623}$$

ويشير التأثير الإيجابي للرافعة المالية للعام السابق على الرافعة المالية للعام الحالي إلى ديناميكية النموذج المقترح، كما يعكس التأثير الإيجابي لحجم الشركة على الرافعة المالية أن الشركات الأكبر حجما تتمتع بفرص أفضل للوصول الديون (Ramli, et al., 2019; Khaw, 2019)، وبقدرة أكبر على المساومة تجاه المقرضين لتخفيض تكاليف الدين (Haron, et al., 2021)، ويتعارض ذلك مع دراسة Haron (2016) التي توصلت إلى أن الشركات الكبيرة تفضل إصدار الأسهم مقابل الديون، أما التأثير الإيجابي لنمو الشركة على الرافعة المالية فيشير إلى أنه من المرجح أن تستنفد الشركات التي لديها فرص استثمارية كبيرة الأموال الداخلية لديها وبالتالي ستتطلب المزيد من مصادر التمويل الخارجي وعادة ما تلجأ للديون بدلاً من الأسهم للإستفادة من الوفورات الضريبية (Haron, et al., 2021)، ويتعارض ذلك مع نظرية تسلسل مصادر التمويل (POT) التي تنص على الشركات سريعة النمو غالبًا ما تمتلك قدر كبير من الأرباح المحتجزة وبناءً عليه ستنخفض نسبة ديونها مع زيادة أرباحها المحتجزة مقارنة بنفقات النمو (Khaw, 2019). بينما يتفق التأثير السلبي للربحية على الرافعة المالية مع نظرية POT حيث يفضل مديري الشركات ذات الربحية العالية الموارد الداخلية

لتمويل استثماراتهم بدلاً من استخدام التمويل الخارجي (الديون أو حقوق الملكية) لتخفيف وتجنب مشكلة المعلومات غير المتكافئة (Serrasqueiro, et al., 2011; Haron, 2016; Khaw, 2019)، إلا أنه يتعارض مع نظرية المقايضة (TOT) حيث تعتمد الشركات الأكثر ربحية على المزيد من الديون بسبب انخفاض مخاطر الإفلاس وللإستفادة من الدروع الضريبية.

ويتفق التأثير السلبي للناتج المحلي الإجمالي على الرافعة المالية مع دراسة كلٍ من Liao, et al. (2015); Kieschnick & Moussawi (2018); Touil & Mamoghli (2020) التي أشارت إلى أنه غالبًا ما تكون فترات الأزمات المالية أو الركود الإقتصادي مصحوبة بنقص في المعروض من رأس المال، مما يجعل تكاليف مصادر التمويل الخارجية من خلال إصدار (أو سحب) الأوراق المالية أكبر مقارنة بتكاليف مصادر التمويل الداخلية، وينعكس ذلك في زيادة تكاليف إعادة التوازن ويبطئ من سرعة التعديل، بينما يتعارض مع Soekarno, et al. (2015); Coldbeck & Ozkan (2018) التي وجدت أن الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ أدت إلى تعديل أسرع للرافعة المالية والذي استمر في فترة ما بعد الأزمة.

ووفقًا لذلك، يتم رفض الفرض الأول وهو "**لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص الشركة وظروف الإقتصاد الكلي على سرعة تعديل هيكل رأس المال**، وتدعم الأدلة التطبيقية نظرية المقايضة الديناميكية (DTOT). حيث أظهرت النتائج أن الشركات المصرية تواصل في تعديل الرافعة المالية لديها للتكيف مع هيكل رأس المال الأمثل، ووفقًا لذلك قدرت سرعة التعديل (SOA) في ضوء النموذج المقترح (35.5%)، مما يعني أن سلوكيات التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل قد تختلف بإختلاف البيئة المؤسسية التي تعمل فيها الشركات والتي تعكسها الظروف السائدة على المستوى الكلي أو الخصائص الفريدة لكل شركة، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كلٍ من (Vallelado & Saona, 2011; Öztekin & Flannery, 2012; Drobetz et al., 2015).

٢. إختبار أثر خصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال:

لإختبار مدى صحة الفرض الثاني القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال"، تم إجراء تحليل الإنحدار المتعدد بإستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM)، ولتحديد جودة وصلاحية النموذج المقدر: تم إجراء إختبار معامل تضخم التباين (VIF)، كما تم إجراء إختبار Arellano-Bond، كما هو موضح في الجدول رقم (٥).

ويتضح من الجدول رقم (٥) ما يلي:

- معنوية النموذج المستخدم ككل، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (774.228) عند مستوى معنوية P-value = 0.000) وهذا يعنى أن نموذج الانحدار الخاص بهذا الفرض يتمتع بملاءمة عالية، كما أن المتغيرات المستقلة للنموذج لا تعانى من مشكلة الإزدواج الخطى المتعدد، حيث أن قيمة (VIF)

لكل متغير من هذه المتغيرات أقل من (10). ولا يوجد إرتباط ذاتي للبواقي من الدرجة الأولى والثانية، وفقًا لإختبار Arellano-Bond test Ar (1) & (2) حيث أن قيمة P-value للإختبار أكبر من (0.05).

- وجود تأثير إيجابي (مستوى معنوية 0.05 فأقل) لكلٍ من (الرافعة المالية للسنة السابقة LEV_{t-1}، وحجم الشركة SIZE، عمر الشركة Age، معدل نمو الشركة GR) على مستوى الرافعة المالية، بينما يوجد تأثير سلبي (مستوى معنوية 0.10 فأقل) لكلٍ من (الربحية PROF، حجم مجلس الإدارة BZ، الإزدواجية DU) على مستوى الرافعة المالية، هذا ولا يوجد تأثير لكل من (الملموسية TANG، الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون NDTS، الناتج المحلي الإجمالي GDP، معدل التضخم INF، الإستقلالية IND، تمثيل المرأة في مجلس الإدارة GD) على مستوى الرافعة المالية، وعليه تكون معادلة خط الإنحدار وفقا للنموذج كما يلي:

LEV = **(0.679) LEV_{t-1} + (0.04) SIZE + (0.053) Age + (0.182) GR** + (0.027) TANG – (0.467) NDTS – (1.313) PROF – (0.107) GDP – (0.002) INF **- (0.009) BZ** + (0.018) IND **- (0.046) DU** - (0.029) GD + **2.129**

جدول رقم (٥)

نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لأثر خصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال

LEV	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	VIF	1/VIF
LEV_{t-1}	.679***	.059	11.45	0.000	1.991	0.502
SIZE	.04***	.009	4.65	0.000	2.82	0.355
Age	.053**	.025	2.13	.035	1.261	0.793
GR	.182***	.035	5.20	0.000	1.207	0.828
TANG	.027	.03	0.89	.376	1.25	0.8
NDTS	-.467	.523	-0.89	.373	1.188	0.842
PROF	-1.31***	.184	-7.14	0.000	1.394	0.717
GDP	-.107	.119	-0.90	.371	2.832	0.353
INF	-.002	.006	-0.32	.748	2.924	0.342
BZ	-.009*	.005	-1.74	.085	1.526	0.655
IND	.018	.052	0.34	.733	1.412	0.708
DU	-.046**	.02	-2.31	.022	1.263	0.792
GD	-.029	.093	-0.31	.759	1.34	0.746
Constant	4.623*	2.773	1.67	.098		
SOA%	32					

Test	test- statstic	p-value
F-test	774.228	0.000
Arellano-Bond test Ar (1)	-0.24	0.808
Arellano-Bond test Ar (2)	-01.26	0.206

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

ووفقًا لذلك، يتم رفض الفرض الثاني وهو "**لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على سرعة تعديل هيكل رأس المال**"، حيث إنخفضت سرعة التعديل في ضوء النموذج المقترح من (35.5%) إلى (32%) أي بما يعادل (3.5%) بسبب التأثير السلبي لحجم مجلس الإدارة وإزدواجية المدير التنفيذي على سرعة تعديل هيكل رأس المال، وتدعم الأدلة التطبيقية نظرية الوكالة The Agency Theory والتي تشير إلى أن الشركات ذات الحوكمة الضعيفة (القوية) عادة ما تتحمل تكاليف وكالة أكبر (أقل)، وبالتالي تتكيف بشكل أبطأ (أسرع) مع هيكل رأس المال الأمثل (Morellec, et al., 2012; Chang, et al., 2014 & 2015; Nguyen, et al., 2021).

ويعكس التأثير السلبي لحجم المجلس على الرافعة المالية أن الحجم الأكبر لمجلس الإدارة سيفرض مزيدًا من الضغط على المديرين للحفاظ على نسبة دين منخفضة (Mehran, 1992; Berger, et al., 1997)، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة Liao, et al. (2013) التي أكدت على وجود تأثير سلبي لحجم مجلس الإدارة على سرعة التكيف مع الرافعة المالية المستهدفة، بينما يتعارض مع نتائج دراسة Gyimah, et al. (2021) التي أفادت بأن كبر حجم مجلس الإدارة وإستقلاليته والتنوع بين الجنسين في الشركات الفيتنامية قد أدت إلى زيادة سرعة التعديل بشكل كبير، وكذلك دراسة Buvanendra, et al. (2017) التي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء غير التنفيذيين فيه على سرعة التعديل في سريلانكا بينما لم يكن لهما أي تأثير في الهند، وتؤكد النتائج على أن المجالس الأصغر حجما تعتبر أكثر تنسيقًا وقدرة على الإتصال وبالتالي تعد أكثر فعالية لأدوار المراقبة(Pillai & Al-Malkawi, 2018; Kieschnick & Moussawi, 2018) .

هذا ويتفق التأثير السلبي لإزدواجية الرئيس التنفيذي على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل مع دراسة Buvanendra, et al. (2017) التي وثقت بأن إزدواجية الرئيس التنفيذي في الشركات السريلانكية قد أدت إلى زيادة تكاليف الوكالة وخفضت من سرعة التعديل، وكذلك دراسة Gyimah, et al. (2021) التي أكدت على أن وجود تركز عالٍ للقوة وفرصة أقل للأجانب لمراقبة تصرفات المديرين في الشركات الفيتنامية ذات إزدواجية الرئيس التنفيذي يقيد هذه الشركات من تحقيق الرافعة المالية المثلى ومن ثم فإن سرعة التعديل كانت أبطأ مما هي عليه في الشركات التي يوجد بها فصل بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وأيضًا دراسة Liao, et al. (2015) التي خلصت بأن فصل وظيفتي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة قد أثرت بشكل إيجابي على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل في شركات المملكة المتحدة.

٣. إختبار أثر أنماط هياكل الملكية على سرعة تعديل هيكل رأس المال:

لإختبار مدى صحة الفرض الثالث القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأنماط هياكل الملكية على سرعة تعديل هيكل رأس المال"، تم إجراء تحليل الإنحدار المتعدد بإستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM)، ولتحديد جودة وصلاحية النموذج المقدر: تم إجراء إختبار معامل تضخم التباين (VIF)كما تم إجراء إختبار Arellano-Bond، كما هو موضح في الجدول التالي رقم (٦):

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لأثر أنماط هياكل الملكية على سرعة تعديل هيكل رأس المال

LEV	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	VIF	1/VIF
LEV_{t-1}	.578***	.103	5.62	0.00	2.00	0.50
SIZE	.019**	.009	1.99	.048	1.988	0.503
Age	.037	.06	0.62	.538	1.311	0.763
GR	.175***	.043	4.09	0.00	1.216	0.822
TANG	.108	.066	1.63	.105	1.157	0.864
NDTS	-.987	.647	-1.53	.129	1.212	0.825
PROF	-.563**	.274	-2.06	.041	1.319	0.758
GDP	-.135	.132	-1.02	.308	2.42	0.413
INF	-.004	.007	-0.65	.518	2.521	0.397
FA	.147	.148	1.00	.321	1.487	0.673
MA	-.052	.089	-0.59	.558	1.297	0.771
FO	.224**	.097	2.31	.022	1.185	0.844
Constant	3.262	3.585	0.91	.364		
SOA%	42					

Test	test- statstic	p-value
F-test	721.314	0.000
Arellano-Bond test Ar (1)	-1.58	0.115
Arellano-Bond test Ar (2)	-1.27	0.205

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

ويتضح من الجدول رقم (٦) ما يلي:

- معنوية النموذج المستخدم ككل، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (721.3) عند مستوى معنوية (P-value = 0.000) وهذا يعنى أن نموذج الانحدار الخاص بهذا الفرض يتمتع بملاءمة عالية، كما أن المتغيرات المستقلة للنموذج لا تعانى من مشكلة الإزدواج الخطى المتعدد حيث أن قيمة (VIF) لكل متغير من هذه المتغيرات أقل من (10). ولا يوجد إرتباط ذاتي للبواقي من الدرجة الأولى والثانية وفقًا لإختبار Arellano-Bond test Ar (1) & (2) حيث أن قيمة P-value للإختبار أكبر من (0.05).
- وجود تأثير إيجابي (مستوى معنوية 0.05 فأقل) لكلٍ من (الرافعة المالية للسنة السابقة LEV_{t-1}، وحجم الشركة SIZE، معدل نمو الشركة GR، الملكية الأجنبية FO) على مستوى الرافعة

المالية، بينما يوجد تأثير سلبي (مستوى معنوية 0.05) للربحية PROF على مستوى الرافعة المالية، هذا ولا يوجد تأثير لكل من (عمر الشركة Age، الملموسية TANG، الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون NDTS، الناتج المحلي الإجمالي GDP، معدل التضخم INF، الملكية العائلية FA، الملكية الإدارية MA) على مستوى الرافعة المالية، وعليه تكون معادلة خط الإنحدار وفقا للنموذج كما يلي:

$$LEV = \mathbf{(0.578)\ LEV_{t-1} + (0.019)\ SIZE} + (0.037)\ Age + \mathbf{(0.175)\ GR} + (0.108)\ TANG - (0.987)\ NDTS - \mathbf{(0.563)\ PROF} - (0.135)\ GDP - (0.004)\ INF + (0.147)\ FA - (0.052)\ MA + \mathbf{(0.224)\ FO + (3.262)}$$

ووفقًا لذلك، يتم رفض الفرض الثالث وهو "**لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأنماط هياكل الملكية على سرعة تعديل هيكل رأس المال**"، حيث زادت سرعة التعديل في ضوء النموذج المقترح من (35.5%) إلى (42%) أي بما يعادل (6.5%) بسبب التأثير الإيجابي للملكية الأجنبية على سرعة تعديل هيكل رأس المال، ويعكس ذلك الدور الرقابي للملكية الأجنبية لخفض تكاليف الوكالة وتشكيل القرارات المثلى لهيكل رأس المال (Aggarwal, et al., 2011)في ظل آليات الحوكمة الضعيفة (Elsas & Florysiak, 2015)، وتتفق النتائج مع دراسة Do, et al. (2020). وبالرغم من ذلك كشف نتائج الدراسة عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للملكية العائلية على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال وتتفق النتائج مع دراسة Burgstaller & Wagner (2015) التي توصلت إلى أن الرافعة المالية لا تختلف مع زيادة الملكية العائلية في الشركات المدرجة بالنمسا، لكنها تتعارض مع دراسة Haron, et al. (2021) التي وثقت أن المستوى الأعلى من الملكية العائلية يرتبط بشكل إيجابي بالرافعة المالية وبشكل سلبي مع تكاليف الوكالة مما يزيد سرعة التعديل. كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل، وتتعارض النتائج مع دراسة Gyimah, et al., (2021) التي أشارت إلى أن الملكية الإدارية الكبيرة يمكن أن تقلل من تكاليف الوكالة وتزيد من سرعة تعديل هيكل رأس المال الى المستوى الأمثل، وكذلك دراسة Liao, et al., (2015) التي وجدت أن المستوى الأقل من الملكية الإدارية يرتبط بإستخدام أقل للديون ويبطئ من سرعة التعديل.

٤. إختبار أثر التدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال:

لإختبار مدى صحة الفرض الرابع القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال"، تم إجراء تحليل الإنحدار المتعدد بإستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM)، ولتحديد جودة وصلاحية النموذج المقدر: تم إجراء إختبار معامل تضخم التباين (VIF) كما تم إجراء إختبار Arellano-Bond، كما هو موضح في الجدول التالي رقم (٧):

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لأثر التدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال

LEV	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	VIF	1/VIF
LEV_{t-1}	.786***	0.062	12.7	0.000	1.854	0.539
SIZE	.022***	0.007	2.96	0.004	1.968	0.508
Age	-0.012	0.027	-0.44	0.657	1.205	0.83
GR	.192***	0.035	5.5	0.000	1.223	0.818
TANG	0.007	0.017	0.41	0.68	1.062	0.941
NDTS	1.467 *	0.882	1.66	0.098	1.536	0.651
PROF	-.662***	0.169	-3.91	0.000	1.614	0.62
GDP	-.22**	0.109	-2.03	0.044	2.019	0.495
INF	-0.008	0.005	-1.48	0.14	2.182	0.458
CF	-.154*	0.079	-1.95	0.053	1.42	0.704
CFV	0.007	0.11	0.06	0.95	1.108	0.902
Constant	5.606*	2.935	1.91	0.058		
SOA%	21.4					

Test	test- statstic	p-value
F-test	1105.759	0.000
Arellano-Bond test Ar (1)	-0.14	0.893
Arellano-Bond test Ar (2)	-1.01	0.315

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

يتضح من الجدول رقم (٧) ما يلي:

- معنوية النموذج المستخدم ككل، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (1105.759) عند مستوى معنوية (P-value = 0.000) وهذا يعنى أن نموذج الانحدار الخاص بهذا الفرض يتمتع بملاءمة عالية، كما أن المتغيرات المستقلة للنموذج لا تعانى من مشكلة

الإزدواج الخطى المتعدد حيث أن قيمة (VIF) لكل متغير من هذه المتغيرات أقل من (10). ولا يوجد إرتباط ذاتي للبواقي من الدرجة الأولى والثانية، وفقًا لإختبار Arellano-Bond test Ar (1) & (2) حيث أن قيمة P-value للإختبار أكبر من (0.05).

- يوجد تأثير إيجابي (مستوى المعنوية 0.01) لكلٍ من (الرافعة المالية للسنة السابقة LEV_{t-1}، وحجم الشركة SIZE، معدل نمو الشركة GR) على مستوى الرافعة المالية للشركة، بينما يوجد تأثير سلبي (مستوى معنوية 0.10 فأقل) لكلٍ من (الربحية PROF، الناتج المحلي الإجمالي GDP، التدفقات النقدية CF) على مستوى الرافعة المالية للشركة، هذا ولا يوجد تأثير لكل من (عمر الشركة Age، الملموسية TANG، الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون NDTS، معدل التضخم INF، تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية CFV) على مستوى الرافعة المالية للشركة، وعليه تكون معادلة خط الإنحدار وفقا للنموذج كما يلي:

$$LEV = \mathbf{(0.786)\ LEV_{t-1}} + \mathbf{(0.022)\ SIZE} - (0.012)\ Age + \mathbf{(0.192)\ GR} + (0.007)\ TANG - \mathbf{(0.662)\ PROF} - \mathbf{(0.22)\ GDP} - (0.008)\ INF - \mathbf{(0.154)\ CF} + (0.007)\ CFV + \mathbf{(5.606)}$$

ووفقًا لذلك، يتم رفض الفرض الرابع وهو "**لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية على سرعة تعديل هيكل رأس المال**"، حيث إنخفضت سرعة التعديل في ضوء النموذج المقترح من (35.5%) إلى (21%) أي بما يعادل (14.5%)، ومعنى ذلك أن الشركات دائما ما تنحرف عن هيكل رأس المال الأمثل عندما لا يكون التدفق النقدي كافيًا لتعديل الانحراف الجزئي عن الرافعة المالية المستهدفة (Gan, et al., 2018)، ويتعارض ذلك مع نتائج دراسة Faulkender, et al. (2012) والتي أشارت إلى أن الشركات ذات التدفق النقدي التشغيلي الكبير (سواء كان موجبًا أو سالبًا) تقوم بإجراء تغييرات أكبر نحو نسب الرافعة المالية المستهدفة الخاصة بها، وكذلك دراسة Brunaldi, et al. (2015) التي توصلت إلى أن التدفق النقدي يؤثر إيجابيًا على سرعة التعديل بغض النظر عن مستوى تحقيقه.

ثامنًا: نتائج الدراسة

أ. تختلف سلوكيات التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل بإختلاف البيئة المؤسسية التي تعمل فيها الشركات والتي تعكسها الظروف السائدة على المستوى الكلي أو الخصائص الفريدة لكل شركة، حيث أظهرت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكلٍ من (الرافعة المالية للسنة السابقة، وحجم الشركة، معدل نمو الشركة) على سرعة تعديل هيكل رأس المال، ووجود تأثير سلبي لكلٍ من (الربحية، الناتج المحلي الإجمالي) على سرعة تعديل هيكل رأس المال، هذا ولا يوجد تأثير لكلٍ من (عمر الشركة، الملموسية، الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون، معدل التضخم) على سرعة تعديل هيكل رأس المال، ووفقًا لذلك قدرت سرعة التعديل (SOA) في ضوء النموذج المقترح (35.5%).

ب. تميل الشركات ذات الحوكمة الضعيفة لخصائص مجلس الإدارة على التكيف بشكل أبطأ مع هيكل رأس المال الأمثل، حيث إنخفضت سرعة التعديل من (35.5%) إلى (32%) أي بما يعادل (3.5%) بسبب التأثير السلبي لحجم مجلس الإدارة وإزدواجية المدير التنفيذي، بينما لم يكن هناك أي تأثير لكل من (الإستقلالية، تمثيل المرأة في مجلس الإدارة) على سرعة تعديل هيكل رأس المال.

ج. يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأنماط هياكل الملكية على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل"، حيث زادت سرعة التعديل من (35.5%) إلى (42%) أي بما يعادل (6.5%) بسبب التأثير الإيجابي للملكية الأجنبية، ويعكس ذلك الدور الرقابي للملكية الأجنبية لخفض تكاليف الوكالة وتشكيل القرارات المثلى لهيكل رأس المال في ظل آليات الحوكمة الضعيفة. وبالرغم من ذلك كشفت نتائج الدراسة عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للملكية العائلية والملكية الإدارية على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال.

د. وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل"، وبالرغم من ذلك لم يكن لتقلبات التدفق النقدي أي تأثير على سرعة التعديل، وعليه إنخفضت سرعة تعديل هيكل رأس المال من (35.5%) إلى (21%) أي بما يعادل (14.5%)، ويشير ذلك إلى أن الشركات غالبًا ما تنحرف عن هيكل رأس المال الأمثل عندما لا يكون التدفق النقدي كافيًا لتعديل الانحراف الجزئي عن الرافعة المالية المستهدفة.

تاسعًا: التوصيات المقترحة للدراسة

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج فإنها توصي بما يلي:

أ. ضرورة ربط معلومات الإقتصاد الكلي وخصائص الشركات ومجالس إدارتها وهيكل الملكية والتدفقات النقدية بعملية صنع القرار الاستثماري، بإعتبار أن هذه المعلومات توفر أدلة مبدئية لتقييم الأداء الحقيقي للشركات، لما لها من تأثير على اختيار مزيج التمويل الأمثل الذي من شأنه أن يخفض من مخاطر تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن ويعظم من ثروة حملة الأسهم ويضمن إستمرارية وإستدامة عمليات المنشأة.

ب. لضمان تعزيز التنمية الصحية لسوق رأس المال، على الجهات الرقابية ضرورة أن تحرص على تبني ومواكبة أفضل الممارسات وفقًا لما هو معمول به في مجالات الحوكمة وتطبيقات الشفافية والإدارة الرشيدة سواء على المستوى الدولي أو الإقليمي، وبما يضمن ذلك؛ الحفاظ على هيكل متوازن لرأس المال، ويحد من قيود التمويل، ويشجع من الإستثمار الأجنبي المباشر.

ج. ضرورة إتخاذ التدابير المناسبة لزيادة تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر مثل تحرير التجارة ومنح الحوافز الضريبية والإعفاءات الجمركية والقروض منخفضة الفائدة لهم، حيث تلعب الملكية الأجنبية دورًا رقابيًا فعالاً لتخفيض تكاليف الوكالة وسرعة تكيف الشركات مع المستوى الأمثل لهيكل رأس المال.

د. يجب على الشركات اختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي من شأنه أن يخفض من تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن ويعظم من ثروة حملة الأسهم ويضمن إستمرارية وإستدامة عملياتها، وتبني كافة الممارسات التجارية التي تؤدي إلى الحفاظ على المستوى الأمثل لهيكل رأس المال.

هـ. ضرورة تشجيع الممارسات التي تنظم وتعزز عملية التطبيق والتقرير والافصاح عن معلومات الحوكمة مع الترويج لنهج متناسق لتحقيق قابلية المقارنة، وجعل الإلتزام بها ضمن متطلبات الإدراج أو إستمرار القيد في البورصة أو توضيح أسباب عدم القيام بذلك، وكذلك استعراض جزاءات عدم الامتثال على أن يراعى في ذلك طبيعة الشركات (حكومي، خاص) وأحجامها المختلفة (كبيرة، متوسطة وصغيرة). باعتبار أن التقرير عن جودة الحوكمة سوف يوضح تطور الدور الرقابي لمجلس الإدارة وهياكل الملكية المختلفة والمديرين التنفيذين عبر الزمن،

ويوفر اللغة المشتركة التي تمكن الجهات المهنية والرقابية وقادة الأعمال وأصحاب المصالح للمشاركة في التحول إلى أسواق أكثر شفافية.

عاشرًا: الدراسات المستقبلية المقترحة

تقترح الدراسة مزيد من البحث التطبيقي في النقاط التالية:

أ. تقييم أثر هيكل رأس المال الأمثل على موضوعات أخرى مثل (تكلفة التمويل، قيمة المنشأة، مخاطر إنهيار أسعار الأسهم).

ب. أثر جودة الحوكمة على العلاقة بين التحصين الإداري وسرعة تعديل هيكل رأس المال.

ج. تقييم الدور الحوكمي المحتمل لجودة المراجعة على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل وإنعكاس ذلك على كفاءة الإستثمار.

د. تقييم أثر التحفظ المحاسبي وتقلبات الأرباح على سرعة التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل.

مراجع الدراسة:

Adams, R. B., Gray, S., & Nowland, J. (2011). Does gender matter in the boardroom? Evidence from the market reaction to mandatory new director announcements. *Evidence from the Market Reaction to Mandatory New Director Announcements (November 2, 2011)*.

Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, *48*(1), 58-107.

Adusei, M., & Obeng, E. Y. T. (2019). Board gender diversity and the capital structure of microfinance institutions: A global analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *71*, 258-269.

Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of financial economics*, *100*(1), 154-181.

Albart, N., Sinaga, B. M., Santosa, P. W., & Andati, T. (2020). The Effect of Corporate Characteristics on Capital Structure in Indonesia. *Journal of Economics, Business, & Accountancy: Ventura*, *23*(1), 46-56.

Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, *35*, 1-32.

Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, *7*(3), 247-275.

Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial economics*, *68*(2), 263-285.

Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of econometrics*, *18*(1), 47-82.

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, *58*(2), 277-297.

Barroso, R., Ben Ali, C., & Lesage, C. (2018). Blockholders' ownership and audit fees: The impact of the corporate governance model. *European Accounting Review*, *27*(1), 149-172.

Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The journal of finance*, *52*(4), 1411-1438.

Brahmana, R. K., Setiawan, D., & Hooy, C. W. (2019). Controlling shareholders and the effect of diversification on firm value: evidence from Indonesian listed firms. *Journal of Asia Business Studies*, *13*(3),.362-383.

Brieger, S. A., Francoeur, C., Welzel, C., & Ben-Amar, W. (2019). Empowering women: The role of emancipative forces in board gender diversity. *Journal of Business Ethics*, *155*(2), 495-511.

Brigham, E.F. and Ehrhardt, M.C. (2015), *Financial Management: Theory and Practice*, 14th ed., CENGAGELearning, SouthWestern, Mason,US.

Brunaldi, E. O., Kayo, E. K., & Securato, J. R. (2015). Influence of cash flow on leverage adjustments: empirical evidence from Brazil. *Revista de Finanças Aplicadas*, *3*, 1-20.

Burgstaller, J., & Wagner, E. (2015). How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? Evidence from a bank-based economy. *The Journal of Risk Finance*.

Butt, U. (2019). Testing the Static Trade-Off Theory of Capital Structure: A Corporate Governance Perspective. *Theoretical Economics Letters*, *9*(7), 2236..

Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiyagarajan, S. (2017). Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: A comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB management review*, *29*(4), 245-258.

Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets?. *The Journal of Finance*, *63*(6), 3069-3096.

Chang, Y. K., Chen, Y. L., Chou, R. K., & Huang, T. H. (2015). Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure. *International Review of Economics & Finance*, *38*, 44-55.

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.

Chipeta, C., & Deressa, C. (2016). Firm and country specific determinants of capital structure in Sub Saharan Africa. *International Journal of Emerging Markets*, *11*(4), 649-673.

Cho, H., Choi, G. Y., & Choi, S. (2021). Is Managerial Ability Associated with Capital Structure Adjustment Speed?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, *50*(3), 308-333.

Coldbeck, B., & Ozkan, A. (2018). Comparison of adjustment speeds in target research and development and capital investment: What did the financial crisis of 2007 change?. *Journal of Business Research*, *84*, 1-10.

Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*, *17*(5), 860-897.

Dang, V. A. (2013). Testing capital structure theories using error correction models: evidence from the UK, France and Germany. *Applied Economics*, *45*(2), 171-190.

Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2012). Asymmetric capital structure adjustments: New evidence from dynamic panel threshold models. *Journal of Empirical Finance*, *19*(4), 465-482.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of law and economics*, *26*(2), 375-390.

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.

Do, T. K., Lai, T. N., & Tran, T. T. (2020). Foreign ownership and capital structure dynamics. *Finance Research Letters*, *36*, 101337.

Drobetz, W., Schilling, D. C., & Schröder, H. (2015). Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle. *European Financial Management*, *21*(5), 936-973.

Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective. *Journal of Financial Economics, 96*(2), 195–214.

Dufour, D., Luu, P., & Teller, P. (2018). The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure. *Research in International Business and Finance*, *45*, 62-71.

Ellul, A. (2008). Control motivations and capital structure decision. *Available at SSRN 1094997*.

Elsas, R., & Florysiak, D. (2015). Dynamic capital structure adjustment and the impact of fractional dependent variables. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *50*(5), 1105-1133.

Endo, K. (2020). Corporate governance beyond the shareholder–stakeholder dichotomy: Lessons from Japanese corporations' environmental performance. *Business Strategy and the Environment*, *29*(4), 1625-1633.

Ezeani, E., Kwabi, F., Salem, R., Usman, M., Alqatamin, R. M. H., & Kostov, P. (2022a). Corporate board and dynamics of capital structure: Evidence from UK, France and Germany. *International Journal of Finance & Economics*.

Ezeani, E., Salem, R., Kwabi, F., Boutaine, K., & Komal, B. (2022b). Board monitoring and capital structure dynamics: evidence from bank-based economies. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *58*(2), 473-498.

Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of corporate finance*, *39*, 193-209.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics, 26*(2), 301–325..

Faulkender, M., Flannery, M. J., Hankins, K. W. & Smith, J. M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial economics*, *103*(3), 632-646.

Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The journal of finance*, *44*(1), 19-40.

Fliers, P. T. (2019). What is the relation between financial flexibility and dividend smoothing?. *Journal of international money and finance*, *92*, 98-111.

Gan, L., Wei, P., Zheng, X., & Wang, J. (2018). The Effect of Cash Flow on the Capital Structure Dynamic Adjustment: Evidence from Chinese Listed Companies. *Transformations in Business & Economics*, *17*(3), 453-468.

Gourieroux, C., Matyas, L., & Phillips, P. C. (Eds.). (1999). *Generalized method of moments estimation* (Vol. 5). Cambridge University Press.

Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?. *Journal of accounting and Economics*, *51*(3), 314-338.

Gyimah, D., Kwansa, N. A., Kyiu, A. K., & Sikochi, A. S. (2021). Multinationality and capital structure dynamics: A corporate governance explanation. *International Review of Financial Analysis*, *76*, 101758.

Haron, R. (2016). Do Indonesian firms practice target capital structure? A dynamic approach. *Journal of Asia Business Studies*, *10* (3), 318-334.

Haron, R., Nomran, N. M., Othman, A. H. A., Husin, M. M., & Sharofiddin, A. (2021). The influence of firm, industry and concentrated ownership on dynamic capital structure decision in emerging market. *Journal of Asia Business Studies, 15* (5), 689-709.

Hegde, A. A., Masuna, V., Panda, A. K., & Kumar, S. (2022). What we know and what we should know about speed of capital structure adjustment: a retrospective using bibliometric and system thinking approach. *Qualitative Research in Financial Markets,* (ahead-of-print).

Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2021). Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review, 76*(2), 323–329.

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.

Kao, E. H., Huang, H. C., Fung, H. G., & Liu, X. (2020). Co-opted directors, gender diversity, and crash risk: evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *55*(2), 461-500.

Khafid, M., Prihatni, R., & Safitri, I. E. (2020). The Effects of Managerial Ownership, Institutional Ownership, and Profitability on Capital Structure: Firm Size as the Moderating Variable. *International Journal of Financial Research*, *11*(4), 493-501.

Khalili, M., Hamidian, M., & Godarzi, A. (2015). Impact of corporate governance index quality on correction speed of capital structure in firms enlisted in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management and Accounting Studies*, *3*(02), 94-101.

Khan, M. I., & Kouser, R. (2019). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)*, *39*(2), 653-663.

Khaw, K. L. H. (2019). Debt financing puzzle and internationalization. *Journal of Asia Business Studies*.

Khawaja, M., Bhatti, I., Ashraf, D., & Henry, D. (2018). The role of ownership and governance structure in raising capital: An international study. In *9th Conference on Financial Markets and Corporate Governance (FMCG)*.1-54

Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, *48*, 597–614.

Komal, B., Ezeani, E., Shahzad, A., Usman, M., & Sun, J. (2021). Age diversity of audit committee financial experts, ownership structure and earnings management: Evidence from China. *International Journal of Finance & Economics*.

Kouhbor, A., & Rastgarpour, T. A. (2015). Study on the Relationship between Corporate Governance and Dynamic capital structure. *Azerbaijan Focus Journal Of International Affairs, 11* (2), 145-156.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, *28*(4), 911-922.

Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*.

Liao, L. K., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: An empirical study. *Journal of Financial Research*, *38*(2), 169-192.

Liao, L., Mukherjee, T., & Wang, W. (2013). *Does corporate governance affect capital structure adjustments*. Working paper, University of New Orleans.

López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, *20*(4), 269-287.

Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27*(4), 539–560...

Miloud, T. (2022). Corporate governance and the capital structure behavior: empirical evidence from France. *Managerial Finance.*

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply. *The American Economic Review*, *49*(4), 655-669.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, *53*(3), 433-443.

Molly, V., Laveren, E., & Jorissen, A. (2012). Intergenerational differences in family firms: Impact on capital structure and growth behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *36*(4), 703-725.

Moosa, I., & Li, L. (2012). Firm-specific factors as determinants of capital structure: evidence from Indonesia. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, *15*(02), 1-17.

Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance*, *67*(3), 803-848.

Mota, J. H., & Moreira, A. C. (2017). Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, *20*(1), 1-11.

Musallam, S. R. (2020). State ownership and firm value: simultaneous analyses approach. *Journal of Asia Business Studies*.

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, N. H., Phan, H. V., & Lee, E. (2020). Shareholder litigation rights and capital structure decisions. *Journal of Corporate Finance*, *62*, 101601.

Nguyen, T., Bai, M., Hou, Y., & Vu, M. C. (2021). Corporate governance and dynamics capital structure: Evidence from Vietnam. *Global Finance Journal*, *48*, 100554.

Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter? *International Review of Financial Analysis, 41*, 148–161.

Öztekin, Ö., & Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of financial economics*, *103*(1), 88-112.

Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, *44*, 394-410.

Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal, 58*(5), 1546–1571..

Pradipta, A. B., & Chalid, D. A. (2020). The impact of cash flow relative position on speed of adjustment of capital structure in Indonesia's manufacturing industry. In *Contemporary Issues in Finance, Accounting, and Consumers' Behavior: Lessons from Indonesia* (pp. 75-88). Nova Science Publishers, Inc.

Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance- APLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *71*, 148-160.

Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1966). Problems in the theory of optimal capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *1*(2), 1-35.

Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking & Finance*, *37*(2), 257-272.

Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Diéguez-Soto, J. (2020). How do Spanish unlisted family firms rebalance their capital structures?. *Journal of Family Business Management*.

Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk?. *Journal of Corporate Finance*, *36*, 26-53.

Simpson, W., Carter, D., & D'Souza, F. (2010). What do we know about women on boards. *Journal of Applied Finance, 20*(2), 27–39

Soekarno, S., Kitri, M. L., & Utomo, S. (2015). The speed of adjustment to capital structure target before and after financial crisis: Evidence from Indonesian state owned enterprises. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, *13*(7), 5377-5389.

Țaran, A. (2019). Corporate ownership and capital structure: Evidence from Romania. *Eastern Journal of European Studies*, *10*(1), 133-150.

Touil, M., & Mamoghli, C. (2020). Institutional environment and determinants of adjustment speed to the target capital structure in the MENA region. *Borsa Istanbul Review*, *20*(2), 121-143.

Tzang, S. W., Wang, K. Y., & Rahim, R. N. (2013, July). Macroeconomic Condition and Capital Structure Adjustment Speed--Evidence from the Indonesian Stock Market. In *2013 Seventh International Conference on Innovative Mobile and Internet Services in Ubiquitous Computing* (pp. 784-789). IEEE.

Uribe-Bohorquez, M. V., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2018). Board independence and firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Research*, *88*, 28-43.

Vallelado, E., & Saona, P. (2011). An integrated model of capital structure to study the differences in the speed of adjustment to target corporate debt maturity among developed countries. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, *3*(4), 258-293.

Wooldridge, J. M. (2001). Applications of generalized method of moments estimation. *Journal of Economic perspectives*, *15*(4), 87-100.

Wu, Z., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of business venturing*, *22*(6), 875-895.

Zaid, M. A., Wang, M., Abuhijleh, S. T., Issa, A., Saleh, M. W., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(5), 939-964.

Zainudin, Z. A. L. I. N. A., Ibrahim, I. Z. A. N. I., Hussain, H. I., & Hadi, A. R. A. (2017). Debt and financial performance of REITs in Malaysia: An optimal debt threshold analysis. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, *51*(2), 73-85.

Zamzamir, Z., Haron, R., & Othman, A. H. A. (2021). Hedging, managerial ownership and firm value. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, *28*(4), 263-280.

Zhang, J., Zhao, Z., & Jian, W. (2020). Do cash flow imbalances facilitate leverage adjustments of Chinese listed firms? Evidence from a dynamic panel threshold model. *Economic Modelling*, *89*, 201-214.

Zheka, V. (2010). *The impact of corporate governance practices on dynamic adjustment of capital structure of companies in Ukraine* (No. 10/07e). EERC Research Network, Russia and CIS.