

العنوان:	أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية
المصدر:	مجلة الدراسات التجارية المعاصرة
الناشر:	جامعة كفر الشيخ - كلية التجارة
المؤلف الرئيسي:	أبو بكر، أحمد فتوح محمد
مؤلفين آخرين:	صالح، رضا إبراهيم عبدالقادر، علي، إبراهيم زكريا عرفات(م. مشارك)
المجلد/العدد:	ع23
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2026
الشهر:	يناير
الصفحات:	1094 - 1053
رقم MD:	1673291
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
اللغة:	Arabic
قواعد المعلومات:	EcoLink
مواضيع:	القرارات الاستراتيجية، حقوق الملكية، حوكمة الشركات، البيئة المصرية
رابط:	http://search.mandumah.com/Record/1673291

للاستشهاد بهذا البحث قم بنسخ البيانات التالية حسب أسلوب الاستشهاد المطلوب:

إسلوب APA

أبو بكر، أحمد فتوح محمد، صالح، رضا إبراهيم عبدالقادر، و علي، إبراهيم زكريا عرفات. (2026). أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية. مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، 23، 1053 - 1094. مسترجع من <http://1673291/Record/com.mandumah.search/>

إسلوب MLA

أبو بكر، أحمد فتوح محمد، رضا إبراهيم عبدالقادر صالح، و إبراهيم زكريا عرفات علي. "أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية." مجلة الدراسات التجارية المعاصرة 23 (2026): 1053 - 1094. مسترجع من <http://1673291/Record/com.mandumah.search/>



أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال: دراسة تطبيقية

The Impact of Ownership Structure Patterns on the Relationship Between Managerial Ability and Capital Structure: An Applied Study

أ/ أحمد فتوح محمد أبوبكر

مدرس مساعد بالمعهد العالي للعلوم الإدارية
بجانكليس- البحيرة

ahmedabubakr679@gmail.com

أ.م.د/ إبراهيم زكريا عرفات
الأستاذ المساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة جامعة كفر الشيخ

أ.د/ رضا إبراهيم صالح
أستاذ المحاسبة المالية ونائب رئيس جامعة
كفر الشيخ السابق لشئون خدمة المجتمع
وتنمية البيئة

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ
المجلد (١٢) - العدد (٢٣) - الجزء الثالث
يناير ٢٠٢٦ م

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

مستخلص البحث:

يهدف هذا البحث الى دراسة الدور المعدل لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال بالبيئة المصرية، وذلك من خلال عينة مكونة من ٣٠٩ مشاهدة، على أن تكون الشركة المدرجة بعينة الدراسة أحد الشركات الأساسية المدرجة بمؤشر EGX 100، ولتحقيق هذا الهدف تم تقسيم البحث الى شقين؛ الشق الأول يتمثل في الإطار النظري للبحث وتطوير فروض الدراسة، بينما تمثل الشق الثاني للبحث في الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث.

وقد توصلت الدراسة الى وجود تأثير طردي معنوي للقدرة الإدارية على هيكل رأس المال، وهذا يعنى أن زيادة القدرة الإدارية تؤدي الى الوصول للمستوى المثالي من هيكل رأس المال نتيجة تندية فجوة التكلفة بين مكوني هيكل رأس المال، وتوصلت الدراسة أيضاً الى أن زيادة أنماط هيكل الملكية المتمثلة في (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية) تؤدي الى ارتفاع المستوى المثالي لهيكل رأس المال بالشركة حيث أدى الى انخفاض فجوة تكلفة رأس المال بين مكوناته، أما بالنسبة للملكية الأجنبية فتشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية ضعيفة للغاية بين المتغيرين، مما يدل على عدم وجود ارتباط يعتد به من الناحية الإحصائية.

الكلمات المفتاحية: القدرة الإدارية – هيكل رأس المال – الملكية الإدارية – الملكية المؤسسية – الملكية الأجنبية.

Abstract:

This study aims to examine the moderating role of ownership structure patterns in the relationship between managerial ability and capital structure within the Egyptian environment. The analysis is based on a sample of 309 observations, limited to firms listed on the EGX 100 Index. To achieve this objective, the research is divided into two main parts: the first presents the theoretical framework and develops the study hypotheses, while the second comprises the empirical investigation conducted to test these hypotheses.

The study concluded that managerial ability has a significant positive effect on capital structure, indicating that higher managerial ability contributes to achieving the optimal level of capital structure by reducing the cost gap between its components. The study also found that increases in ownership structure patterns—specifically managerial ownership and institutional ownership—lead to a higher optimal level of capital structure, as they reduce the cost gap between its elements. As for foreign ownership, the results indicate a very weak negative relationship between the two variables, suggesting the absence of any statistically significant association.

Keywords: Managerial Ability - Capital Structure - Managerial Ownership - Institutional Ownership - Foreign Ownership

١ - الإطار العام للبحث

١/١ المقدمة

في ظل التغيرات الاقتصادية وتزايد حدة المنافسة في الأسواق، أصبحت قرارات التمويل من أهم القرارات الإستراتيجية التي تؤثر على استدامة ونمو الشركات، ويعد هيكل رأس المال أحد المحاور الأساسية لهذه القرارات، إذ يعبر هيكل رأس المال عن الطريقة التي تختار بها الشركات مصادر التمويل المختلفة التي تستخدمها الشركة لتمويل أنشطتها واستثماراتها (Abo Alkomsan, 2024, p119)، ويعد قرار تحديد هيكل رأس المال الأمثل من أكثر القرارات التي تتخذها الإدارة تعقيداً بسبب انعكاساته المباشرة على قيمة الشركة (السيد وآخرون، ٢٠٢٣، ص ٥٥)، حيث يقوم المديرون باتخاذ القرار المناسب بشأن تحديد هيكل رأس المال من خلال تحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل الداخلي والخارجي الذي يؤثر بدوره على قيمة الشركة وتكلفة هيكل رأس المال، وقد تعددت محاولات وضع تعريف لهيكل رأس المال من قبل الباحثين في البيئات المختلفة، ولكن في النهاية هناك شبه اتفاق من قبل العديد من الباحثين (أبو خزانه، ٢٠٢٢؛ Dewanthi & Abualhassan, et al, 2024; Purwatiningsih, 2024; Thakur, et al, 2024; Juma, et al , 2024) على مفهوم هيكل رأس المال بأنه مزيج من مصادر التمويل سواء التمويل عن طريق حقوق الملكية (مصادر داخلية) أو التمويل بالديون (مصادر خارجية)، ويجب على الشركات اختيار المزيج الأمثل الذي من شأنه أن يخفض من

تكلفة رأس المال الى أدنى حد ممكن والذي يعمل على تعظيم ثروة حملة الأسهم ويضمن استمرارية واستدامة الشركة، ويعكس هيكل رأس المال تركيبة الديون والملكية في هيكل تمويل الشركات ويعد اختيار هذا المزيج التمويلي المناسب من الديون وحقوق الملكية أمر بالغ الأهمية لأنه يؤثر على تكلفة رأس المال والأداء المالي للشركة (السيد وآخرون، ٢٠٢٣، ص ٥٥، Abo Alkomsan, 2024, p119)، وتعتمد تشكيلة هيكل رأس مال الشركة على طبيعة أنشطتها وقراراتها الاستراتيجية فيما يتصل بالقرارات الاستثمارية أو التمويلية، وبالتالي يسعى المديرون ذوي القدرة الإدارية العالية الى الموازنة بين الأسهم والديون لإيجاد بنية رأس المال المثلى (Miloud, 2022, p854).

بينما تعتبر القدرة الإدارية Managerial ability سمة مهمة تساهم في نجاح المنظمة، حيث أن المديرون ذوو القدرة الإدارية العالية يكون لديهم معرفة عالية بالأعمال والصناعات والمنتجات التي يرتبطون بها وهم قادرين على اتخاذ قرارات أفضل وإدارة الموظفين بكفاءة أعلى، ويكونون على دراية بالاتجاهات والتقنيات المستقبلية مقارنة بالمديرين الآخرين (Hussainey et al, 2023, p437)، كما تعتبر القدرة الإدارية للمديرين ثروة حقيقية ومورد هام للشركات، وذلك لما لها من دور هام في التأثير على نتائج الأعمال، ومن ثم في نجاح واستمرار الشركات في ظل البيئات التي تتسم بالتغيرات السريعة وحدة المنافسة (الصانع، ٢٠٢٢، ص ١٣١)، ومع تعدد القرارات الإدارية في الشركات ما بين قرارات استثمارية وتمويلية وتشغيلية، فقد يمثل المديرون مصادر لخلق القيمة في الشركات من خلال ترشيد هذه القرارات، ويختلف تأثير المديرين باختلاف قدراتهم، فامتلاك المديرون للتعليم والخبرة والمهارة الكافية يتقلم بقدرة عالية في اتخاذ القرارات الداخلية والخارجية (صالح، ٢٠٢٣، ص ٢٣٨)، ولقد حظيت القدرة الإدارية باهتمام ملحوظ مؤخراً باعتبارها من السمات والخصائص الإدارية الهامة لنجاح وبقاء واستمرار الشركة في دنيا الاعمال، فضلاً عن تأثيرها الكبير على قرارات الشركة ونتائجها الاقتصادية (حسين، ٢٠٢٠، ص ٢)، وتعرف القدرة الإدارية على أنها مجموعة من السمات والمهارات والخبرات التي يتمتع بها المديرون والتي تمكنهم من تقييم وتوقع التغيرات الاقتصادية من خلال الفهم الجيد لوضع المنشأة والصناعة التي تنتمي إليها، ومن ثم تحسين القرارات الاستراتيجية في ضوء تقييم الفرص المتاحة واستغلال الموارد المتاحة بكفاءة بما ينعكس على النتائج المالية للمنشأة وتميزها عن غيرها (سليمان & الجوهري، ٢٠٢٢، ص ٣١٢).

وعلى الجانب الآخر فإن هيكل الملكية يعتبر أحد آليات حوكمة الشركات الداخلية التي تلعب دوراً هاماً في الحد من مشكلة الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات، وتتعدد أنواع هيكل الملكية بسبب الاختلاف في طبيعة وعدد المساهمين بالشركة (Rachmawati et al, 2021, p22)، وتتوقف قدرة هيكل الملكية على الحد من صراعات الوكالة على تركيبة هذا الهيكل، فوجود فئات معينة من الملاك داخل هذا الهيكل كالمؤسسات الحكومية والبنوك وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات الكبرى التي تستطيع رقابة الأداء قد يساعد في القيام بهذا الدور (على، ٢٠٢٠، ص ٧٥)، وبناءً على ما سبق فإن قدرة المديرين على تحسين هيكل رأس المال وتحقيق الكفاءة تعتمد على جودة حوكمة الشركات بشكل عام.

٢/١ مشكلة البحث

تعد القدرة الإدارية من أهم العوامل المحددة لهيكل رأس مال الشركة من حيث القدرة على صناعة قرارات استثمارية وتمويلية واستراتيجية لا سيما القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال، والتي يمكن أن تحدث تغييراً جوهرياً في قيمة الشركات، بما ينعكس بالإيجاب على ثروات ومصالح المساهمين، ليس هذا فحسب؛ بل قد يمتد الأمر إلى تأثير المشاركين في السوق بوجود مديري تنفيذيين ذوي قدرة إدارية عالية في الشركات؛ لتفتهم في قدراتهم على إحداث جودة حقيقية في الشركة نتيجة لخبراتهم في بيئة الأعمال، كما أن فقدان الشركات للمديرين التنفيذيين المعروفين في الصناعة بخبراتهم الإدارية واحترافهم قد يصيب أسعار الأسهم بردود فعل سلبية لا يمكن إغفالها (حسين، ٢٠٢١، ص ٣٤٧)، وتتميز العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال بالتعقيد والديناميكية نتيجة لعوامل متعددة، وذلك لأن الأهداف قصيرة الأجل والنجاح طويل الأجل يعتمدان بشكل كبير على اتخاذ قرارات استراتيجية، فقد يفضل المديرون ذوو الكفاءة العالية التركيز على النمو المستقبلي على حساب كفاءة إدارة رأس المال العامل في الوقت الحاضر، مما قد يؤثر على السيولة قصيرة الأجل ولكنه يعزز الربحية طويلة الأجل (Roy et al, 2025,p5).

لذا حاولت بعض الأبحاث والدراسات التي تناولها الفكر المحاسبي في البيانات الأجنبية المختلفة دراسة وتحليل العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال في الشركات ولكنها خلصت الى نتائج متضاربة بشأن شكل واتجاه تلك العلاقة، فقد توصلت بعض الدراسات المحاسبية والتمويلية (فودة، ٢٠٢٥؛ Simamora, 2021; Cho et al, 2021; Choo, et al, 2021; Shang, 2021; Khoo, 2022; Wang & Rokhshi, 2024; Dalwai, et al, 2023; Liu, et al, 2023; et al, 2022) الى وجود علاقة عكسية بين القدرة الادارية وتكلفة هيكل رأس المال، حيث أن المديرين ذوي الكفاءة العالية يمتلكون القدرة على صياغة هيكل رأس المال الأمثل لتحسين أداء الشركات وتقليل تكلفة هيكل رأس المال، بما يتناسب مع ظروف الشركة والسوق، سواء من خلال تقليل الاعتماد على الديون أو تفضيل أدوات تمويل أقل تكلفة مثل إصدار الأسهم. كما أن القدرة الإدارية تسهم في خفض تكلفة رأس المال الكلية، خاصة في البيانات التي تتسم بضعف آليات الحوكمة أو عدم تماثل المعلومات، مما يعزز من كفاءة القرارات التمويلية وثقة المستثمرين. بينما توصلت بعض الدراسات (Matemilola, et al, 2018; Ting, 2021; Banda & De Silva, 2022; Alam, et al , 2024) الى وجود علاقة طردية بين القدرة الادارية وتكلفة هيكل رأس المال حيث أن زيادة القدرة الإدارية للمديرين تؤدي الى زيادة نسبة الديون في هيكل رأس المال بهدف تحقيق وفورات ضريبية، حيث يؤدي ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس المال إلى زيادة الفوائد المدفوعة، وبالتالي تقليل العبء الضريبي على الشركة. ومع أن هذا السلوك قد يحقق مكاسب ضريبية على المدى القصير، إلا أنه يرفع من درجة الرافعة المالية ويزيد من مخاطر الإفلاس، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال الكلية نتيجة ارتفاع علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون والمقرضون لتعويض هذا الخطر المتزايد، في حين توصلت دراسة (الشريف، ٢٠٢٣) الى عدم وجود علاقة معنوية بين القدرة الإدارية وبين تكلفة رأس المال المملوك، ومع تضارب نتائج الدراسات السابقة يرى الباحث أن الامر ما زال في حاجة الى مزيد من الدراسة والاختبار وبخاصة في الشركات غير المالية في البيئة العربية بشكل عام وفي البيئة المصرية بشكل خاص ولهذا من ضمن

اهتمامات الدراسة الحالية دراسة وتحليل العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين وهيكل رأس المال، والوصول الى دليل تطبيقي حول هذه العلاقة.

استكمالاً لما سبق، وفي الوقت الذي يتأثر فيه هيكل رأس المال بالقدرة الإدارية، يرى الباحث أن هذه العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال قد تتأثر بعدة اعتبارات تتعلق بتعارض المصالح أو السلوك الانتهازي للإدارة، وهو ما قد يؤدي إلى انحراف القرارات التمويلية عن تحقيق المصلحة طويلة الأجل للمساهمين، ومن هنا تبرز أهمية وجود أنماط قادرة على ضبط هذه العلاقة وتوجيهها بما يحقق التوازن القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، وتتمثل هذه الأنماط في هيكل ملكية الشركات الذي يوفر إطاراً رقابياً وإشرافياً يحد من الانحرافات السلوكية، ويعزز من كفاءة القرارات المتعلقة بالتمويل وهيكل رأس المال، وبذلك تصبح أنماط هيكل الملكية بمثابة آلية تعديل تجعل العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال أكثر اتساقاً مع المصلحة طويلة الأجل للشركة (Chowdhury et al, 2024; Queiri et al, 2024).

بناءً على ذلك، يمكن القول إن أنماط هيكل الملكية لا تعمل فقط كعامل مؤسسي مستقل، وإنما كآلية وسيطة وضابطة تعيد صياغة أثر القدرة الإدارية على قرارات هيكل رأس المال، فحينما تتوافر قدرة إدارية عالية داخل بيئة حوكمة قوية، تتحول هذه الكفاءة إلى عنصر استراتيجي يقلل من تكلفة رأس المال ويحقق هيكل تمويلي مستدام.

هذا، وفي ضوء ما سبق يمكن بلورة مشكلة الدراسة في محاولة الإجابة على الأسئلة التالية:

- ١- ما العلاقة بين القدرة الادارية وهيكل رأس المال؟
- ٢- ما أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الادارية وهيكل رأس المال؟

٣/١ أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في اختبار مدى وجود تأثير لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، ولتحقيق هذا الهدف حاول الباحث تحقيق الأهداف التالية: -

- ١- دراسة العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.
- ٢- اختبار الأثر المعدل لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال

٤/١ أهمية الدراسة:

١/٤/١ الأهمية العلمية: -

١- تأتي أهمية الدراسة من أهمية المتغيرات التي تتناولها الدراسة القدرة الإدارية وهيكل رأس المال حيث تعد من أهم الموضوعات التي شغلت الفكر المحاسبي لما لها من دور حاسم في تحسين قيمة الشركة.

٢- الاهتمام الأكاديمي المتزايد بالعلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال حيث يعتبر البحث امتداداً للأبحاث المحاسبية التي سعت الى تضيق الفجوة البحثية في الادب المحاسبي المعاصر.

٢/٤/١ الأهمية العملية: -

١- يحاول البحث تحليل العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، وذلك بغرض توفير معلومات وزيادة الوعي لدى أصحاب المصالح.

٢- قد تفيد نتائج هذا البحث الجهات المنظمة لمهنة المحاسبة والجهات الرقابية والاشرفية في تقييم اليات حوكمة الشركات في البيئة المصرية، ووضع أو تعديل التشريعات والسياسات الرقابية الخاصة بالحوكمة.

٥/١ فروض الدراسة

في ضوء مشكلة وأسئلة الدراسة وتحقيقاً لأهداف الدراسة، يمكن اشتقاق فروض الدراسة كالتالي:

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القدرة الادارية وهيكل رأس المال في بيئة الأعمال المصرية.

H2: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الادارية وهيكل رأس المال في بيئة الأعمال المصرية.

ويندرج تحت هذا الفرض الفروض الفرعية التالية:

H2/1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على العلاقة بين القدرة الادارية وهيكل رأس المال في بيئة الأعمال المصرية.

H2/2: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على العلاقة بين القدرة الادارية وهيكل رأس المال في بيئة الأعمال المصرية.

H2/3: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الأجنبية على العلاقة بين القدرة الادارية وهيكل رأس المال في بيئة الأعمال المصرية.

٦/١ منهجية الدراسة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على الجمع بين المنهجين الاستنباطي والاستقرائي على النحو التالي:

أ- المنهج الاستنباطي: Deductive Approach

يعتمد الباحث على المنهج الاستنباطي الذي ينتقل من العام الى الخاص لبناء الإطار النظري للبحث، وتم من خلال هذا الأسلوب جمع واستعراض ما أمكن للباحث الاطلاع عليه حول موضوع البحث من خلال الكتب والدوريات العلمية وغيرها من المراجع ذات الاهتمام بموضوع البحث.

ب - المنهج الاستقرائي: Inductive Approach

تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي الذي ينتقل من الخاص الى العام لإتمام الدراسة التطبيقية، وذلك من خلال جمع البيانات اللازمة، واختبار فروض الدراسة، من خلال أسلوب تحليل المحتوى والأساليب الكمية والاحصائية الأخرى.

٧/١ حدود الدراسة

يتمثل هدف الدراسة في قياس وتفسير مدى تأثير أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال. لذلك تتمثل الحدود المفروضة على الدراسة فيما يلي:

- ١- تقتصر فترة الدراسة على الفترة من عام ٢٠٢٠ الى عام ٢٠٢٤.
- ٢- استبعاد البنوك لما لها من طبيعة خاصة والتي من الممكن أن تؤثر على النتائج.

٨/١ الدراسات السابقة وتطوير الفروض:

١/٨/١ العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال (تطوير الفرض الأول):

تعد القدرة الإدارية من أهم العوامل المحددة لهيكل رأس مال الشركة من حيث القدرة على صناعة قرارات استثمارية وتمويلية واستراتيجية لا سيما القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال، والتي يمكن أن تحدث تغييراً جوهرياً في قيمة الشركات، بما ينعكس بالإيجاب على ثروات ومصالح المساهمين، ليس هذا فحسب؛ بل قد يمتد الأمر إلى تأثير المشاركين في السوق بوجود مديري تنفيذ ذوي قدرة إدارية عالية في الشركات ؛ لثقتهم في قدراتهم على إحداث جودة حقيقية في الشركة نتيجة لخبراتهم في بيئة الأعمال، كما أن فقدان الشركات للمديرين التنفيذيين المعروفين في الصناعة بخبراتهم الإدارية

واحترافهم قد يصيب أسعار الأسهم بردود فعل سلبية لا يمكن إغفالها (حسين، ٢٠٢١، ص ٣٤٧). وتتميز العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال بالتعقيد والديناميكية نتيجة لعوامل متعددة، وذلك لأن الأهداف قصيرة الأجل والنجاح طويل الأجل يعتمدان بشكل كبير على اتخاذ قرارات استراتيجية. فقد يفضل المديرون ذوو الكفاءة العالية التركيز على النمو المستقبلي على حساب كفاءة إدارة رأس المال العامل في الوقت الحاضر، مما قد يؤثر على السيولة قصيرة الأجل ولكنه يعزز الربحية طويلة الأجل (Roy et al, 2025).

وبمراجعة أدبيات الفكر المحاسبي المرتبطة بهذا المجال اتضح للباحث وجود تدفق نشط للدراسات السابقة التي تناولت هذا التأثير خاصة في البيئة الأجنبية، كما أجريت أغلب الدراسات في دول متقدمة ذات أسواق منظمة والتي تختلف سماتها اختلافاً جذرياً عن سمات وخصائص السوق المصري كأحد الأسواق الناشئة، كما اتضح للباحث أيضاً وجود تعارض واختلاف وجهات النظر بين نتائج هذه الدراسات، وهذا ما دعي الباحث الى دراسة واختبار هذا التأثير في البيئة المصرية، ويمكن توضيح مدى تأثير القدرة الإدارية على تركيبيية هيكل رأس المال من خلال عرض ثلاث وجهات نظر هي محصلة نتائج الدراسات السابقة التي اهتمت باختبار هذا التأثير وذلك كما يلي:-

وفقاً لوجهة النظر الأولى: توصلت الأدلة التجريبية للعديد من الدراسات الى أن القدرة الإدارية تؤثر بشكل إيجابي على هيكل رأس المال والوصول الى هيكل رأس المال الأمثل، وذلك بتكوين مزيج متوازن من مصادر التمويل الداخلية من خلال الأسهم والأرباح المحتجزة، ومصادر التمويل الخارجية من خلال الاقتراض وذلك عند تكوين هيكل رأس المال. وفي هذا الصدد توصلت دراسة (Simamora, 2021) الى وجود دور معدل للقدرة الادارية على العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات، حيث يمكن للمديرين ذوو القدرة الإدارية العالية صياغة هيكل رأس المال الأمثل لتحسين أداء الشركات، وذلك من خلال قدرتهم على إدارة الديون وتقليل مخاطر الإفلاس. كذلك لاحظت دراسة (Cho et al, 2021) الى أن القدرة الإدارية العالية تؤدي الى تعديل هيكل رأس المال بشكل أبطأ مقارنة بالشركات الأخرى، وذلك لأن المديرين ذوي القدرة الإدارية يسعون لتجنب التكاليف المرتبطة بتعديل هيكل رأس المال، ويفضلون التركيز على الأنشطة الرئيسية للشركة بدلاً من اجراء تعديلات متكررة في هيكل رأس المال، وكما أوضحت الدراسة أيضاً أن المستثمرين يثقون في قرارات المديرين ذوي القدرة الإدارية حتى وإن لم تتماشى هذه القرارات مع هيكل رأس المال الأمثل. بينما أشارت دراسة (Choo, et al, 2021) الى أن المديرين ذوي القدرة الإدارية العالية يميلون الى التخفيف من الاعتماد على القروض، ويفضلون الاعتماد على إصدار الأسهم، خاصة في المؤسسات التي تتمتع بقدرة مالية قوية وآليات حوكمة فعالة، مما يعكس دور القدرة الإدارية في تحسين سياسة التمويل الخارجي والتخفيف من مخاطر المعلومات. في حين أكدت دراسة (Shang, 2021) أن المديرين ذوي القدرة الإدارية العالية يزدون من الاعتماد على الديون قصيرة الأجل، خاصة في الشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة. كما أوضحت الدراسة أن هذا الأثر يتضاءل في ظل ارتفاع مخاطر إعادة التمويل، مما يشير إلى أن الكفاءة الإدارية تلعب دوراً مهماً في تحديد هيكل رأس المال بما يتناسب مع ظروف السوق وخصائص الشركة. وأوضحت دراسة (Khoo et al, 2022) أن الشركات التي لديها مديرون ذوو قدرة إدارية عالية تميل الى استخدام الديون قصيرة الأجل ضمن هيكل رأس المال، وذلك لأن القدرة الإدارية تعمل على التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركات

وتقليل فجوة المعلومات مع المستثمرين. كما توصلت دراسة (Dalwai, et al, 2023) إلى وجود علاقة ايجابية بين القدرة الإدارية ومستوى السيولة وعلاقة سلبية بين القدرة الإدارية وتكلفة الديون، وهذا يعني أن الشركات التي لديها قدرة إدارية عالية تتمتع بقدرة أفضل على إدارة التدفقات النقدية والحصول على تمويل بتكلفة أقل وفقاً لنظرية الصفوف العليا، ونظرية الوكالة. وعلى نفس المنوال، فقد وثقت دراسة (Liu, et al, 2023) إلى أن الشركات التي يقودها رؤساء تنفيذيون اجتماعيون تحصل على قروض بتكلفة أقل، أي أن البنوك تنظر إلى السلوك الاجتماعي كإشارة إلى انخفاض مخاطر الائتمان في تلك الشركات، كما أن الرؤساء التنفيذيين الاجتماعيين يسهمون في الحد من تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين، مما ينعكس على خفض تكلفة الديون. كما أشارت دراسة (Wang& Rokhshi, 2024) إلى أن المديرين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة يميلون إلى الاعتماد بشكل أكبر على الديون قصيرة الأجل، وذلك بهدف تخفيض تكلفة التمويل. وأيضاً بينت دراسة (Kabir, 2024) إلى أن الشركات التي يديرها مديرون ذوو قدرة إدارية عالية تميل بشكل ملحوظ إلى تبني نسبة أعلى من الديون العامة مقارنة بالقرض البنكية، كما ارتبط استخدامهم للديون العامة بزيادة في خلق قيمة للمساهمين وتقليل مخاطر الإفلاس، وأن هذه العلاقة تصبح أكثر قوة في ظل وجود بيئة معلوماتية شفافة، مما يدعم فرضية أن القدرة الإدارية تقلل من احتكار المعلومات من قبل البنوك. وتأكيداً على ما سبق فقد توصلت دراسة (فودة، ٢٠٢٥) أن زيادة القدرة الإدارية للمدراء سوف تساهم في تخفيض تكلفة رأس المال بشكل إجمالي، وخاصة تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية). بينما، لم تثبت معنوية التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض). ومن خلال المنظور السابق، يتضح للباحث أن ارتفاع القدرة الإدارية قد يسهم في جذب المزيد من جهات التمويل الخارجية والدخول إلى أسواق المال بسهولة، واتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية التي تعظم ثروة الملاك وأصحاب المصالح، وذلك استغلالاً لمعارفهم ومهارتهم وخبراتهم واستخدامهم الأمثل للموارد المتاحة مما قد ينعكس على تخفيض تكلفة رأس المال وتحقيق هيكل رأس المال الأنسب.

أما وجهة النظر الثانية، ومن منظور التبرج الإداري (Rent Extraction Perspective) وتعظيم المنفعة، فقد توصلت الأدلة التجريبية للعديد من الدراسات المحاسبية والتمويلية إلى وجود علاقة عكسية بين القدرة الإدارية للمديرين وهيكل رأس المال؛ بما يحقق المصالح الشخصية للمديرين على باقي أصحاب المصالح، حيث أن المديرين ذوي القدرة الإدارية العالية يشاركون في المزيد من إجراءات التهرب الضريبي عن طريق الاعتماد على الديون في هيكل رأس المال، وبالتالي زيادة تكلفة رأس المال. وفي هذا السياق فقد توصلت دراسة (Matemilola, et al, 2018) إلى وجود علاقة إيجابية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ونسبة الديون في هيكل رأس المال، حيث كلما زادت القدرة الإدارية للمديرين زادت ميولهم لاستخدام الديون في هيكل رأس المال، وذلك بهدف حماية أرباح الشركة من الضرائب. كما أشارت دراسة (Ting, 2021) إلى أنه في حالة وجود مستويات عالية من القدرات الإدارية يؤدي ذلك إلى ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة الرافعة المالية، والتعرض لمخاطر الإفلاس في الأزمات، وفي حالة وجود مستويات منخفضة من القدرات الإدارية يؤدي ذلك إلى انخفاض نسبة الديون في هيكل رأس المال. ولقد لاحظت دراسة (Banda & De Silva, 2022) وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرؤساء التنفيذيين الذكور ذوي القدرة الإدارية

العالية وقرارات هيكل رأس المال، حيث أن الرؤساء التنفيذيين الذكور غالباً ما يميلون إلى الاعتماد على الديون داخل هيكل رأس المال بسبب طبيعتهم الجريئة والثقة الزائدة. بينما أكدت دراسة (Alam, et al, 2024) على وجود علاقة سلبية بين القدرة الإدارية للمديرين والاعتماد على الديون البنكية (bank debt) في هيكل رأس المال، وتكون هذه العلاقة أكثر وضوحاً في حالة؛ عدم تماثل المعلومات، آليات حوكمة ضعيفة، والظروف المالية السيئة، حيث أن الشركات التي لديها مدراء ذوي قدرة إدارية عالية يميلون لاستخدام المزيد من الديون الأكثر تعقيداً، غير المضمونة (unsecured debt) والديون العامة (public debt) في تشكيل هيكل رأس المال، مما قد يرفع تكلفة الاقتراض على المدى الطويل، وتحمل مخاطر أكبر عبر هيكل ديون أقل تحفظاً، مما يؤثر سلباً على هيكل رأس المال.

ومن الجدير بالذكر، ومن وجهة نظر ثالثة، فقد توصلت دراسة (الشريف، ٢٠٢٣) الى عدم وجود علاقة معنوية بين القدرة الإدارية وبين تكلفة رأس المال المملوك، حيث استهدفت الدراسة معرفة تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر EGX100 وبلغ عدد المشاهدات ١٣٦ مشاهدة، خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠١٩.

وبناءً على ما سبق، يلاحظ الباحث أن الأبحاث والدراسات التي تناولها الفكر المحاسبي في البيانات الأجنبية المختلفة، والمتعلقة بدراسة وتحليل العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال في الشركات، قد خلصت الى نتائج متضاربة بشأن شكل واتجاه تلك العلاقة، فلقد توصلت الدراسات المحاسبية والتمويلية (فودة، ٢٠٢٥؛ Shang, et al, 2021; Choo, et al, 2021; Cho et al, 2021; Simamora, 2021; Wang & Rokhshi, 2021; Khoo et al, 2022; Dalwai, et al, 2023; Liu, et al, 2023; 2024) الى وجود علاقة عكسية بين القدرة الادارية وتكلفة هيكل رأس المال، حيث أن المديرين ذوي الكفاءة العالية يمتلكون القدرة على صياغة هيكل رأس المال الأمثل لتحسين أداء الشركات وتقليل تكلفة هيكل رأس المال، بما يتناسب مع ظروف الشركة والسوق، سواء من خلال تقليل الاعتماد على الديون أو تفضيل أدوات تمويل أقل تكلفة مثل إصدار الأسهم. كما أن القدرة الإدارية تسهم في خفض تكلفة رأس المال الكلية، خاصة في البيانات التي تنسم بضعف آليات الحوكمة أو عدم تماثل المعلومات، مما يعزز من كفاءة القرارات التمويلية وثقة المستثمرين. ومن جانب آخر توصلت دراسة كلا من (Matemilola, et al, 2018; Ting, 2021; Banda & De Silva, 2022; Alam, et al, 2024) الى وجود علاقة طردية بين القدرة الادارية وتكلفة هيكل رأس المال حيث أن زيادة القدرة الإدارية للمديرين تؤدي الى زيادة نسبة الديون في هيكل رأس المال بهدف تحقيق وفورات ضريبية، حيث يؤدي ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس المال إلى زيادة الفوائد المدفوعة، وبالتالي تقليل العبء الضريبي على الشركة. ومع أن هذا السلوك قد يحقق مكاسب ضريبية على المدى القصير، إلا أنه يرفع من درجة الرافعة المالية ويزيد من مخاطر الإفلاس، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال الكلية نتيجة ارتفاع علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون والمقرضون لتعويض هذا الخطر المتزايد. ومع تضارب نتائج الدراسات السابقة يرى الباحث أن الامر ما زال في حاجة الى مزيد من الدراسة والاختبار وبخاصة في الشركات غير المالية في البيئة العربية بشكل عام وفي البيئة المصرية بشكل خاص ولهذا من ضمن اهتمامات الدراسة الحالية دراسة وتحليل العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين وهيكل رأس المال، والوصول الى دليل

تطبيقي حول هذه العلاقة. وبناءً على ما سبق، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الأول للدراسة كما يلي:

H1: "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال"

٢/٨/١ الدور التأثيري لأنماط هيكل الملكية كمتغير معدل على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال (تطوير الفرض الثاني):

يعتبر هيكل الملكية أحد آليات حوكمة الشركات الداخلية التي تلعب دوراً هاماً في الحد من مشكلة الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات، وتتعدد أنواع هيكل الملكية بسبب الاختلاف في طبيعة وعدد المساهمين بالشركة (Rachmawati et al, 2021, p22)، وتتوقف قدرة هيكل الملكية على الحد من صراعات الوكالة على تركيبة هذا الهيكل، فوجود فئات معينة من الملاك داخل هذا الهيكل كالمؤسسات الحكومية والبنوك وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات الكبرى التي تستطيع رقابة الأداء قد يساعد في القيام بهذا الدور (على، ٢٠٢٠، ص ٧٥)، ويمكن لهيكل الملكية أن يؤثر بشكل مباشر على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، حيث يحدد مدى الرقابة المفروضة على قرارات الإدارة، فإن هيكل الملكية بمكوناته المختلفة يلعب دور مهم في تحديد قوة واتجاه العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الرئيسي الثالث كما يلي:

H3: "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال"

وفيما يلي عرض لدور هيكل الملكية كمتغير معدل على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال:

١/٢/٨/١ الملكية الإدارية Managerial Ownership:

يقصد بالملكية الإدارية نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة في الشركة والتي تحفزهم نحو حماية مصالحهم المالية في الشركة (Boussaidi and Sidhom, 2021, p10)، ووفقاً لنظرية الوكالة فإن المديرين سيسعون إلى تحقيق أكبر قدر من الديون لزيادة قيمة الشركة، إذا كانت حوافزهم المالية مرتبطة بثروة المساهمين الخارجيين (قيمة الشركة في السوق).

وعندما يمتلك المدير جزء من أسهم الشركة تتقارب مصالحهم مع مصالح المساهمين، مما يشجعهم على اتخاذ قرارات تمويلية أكثر كفاءة تعكس قدراتهم الحقيقية في إدارة الموارد، وبالتالي تقوي العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال. وبمراجعة الأدبيات المحاسبية والتمويلية للتعرف على مدى تأثير الملكية الإدارية كأحد آليات الحوكمة الداخلية وعلاقتها بالقدرة الإدارية وهيكل رأس المال، وجد الباحث نتائج متضاربة بشأن هذه العلاقة، فقد توصلت دراسة (Wahba, 2014) إلى أن الملكية الإدارية تعدل العلاقة بين الديون وأداء الشركات، حيث تكون العلاقة سلبية في حالة تركيز الملكية

الإدارية وذلك بسبب تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين مما قد يؤدي إلى مشاكل في الاستثمار مثل الاستثمار الزائد (Overinvestment) أو نقص الاستثمار (Underinvestment)، وتكون العلاقة إيجابية في حالة تشتت الملكية الإدارية وهذا يدعم نظرية الإشارات حيث تستخدم الشركات الديون كإشارة لوجودتها المالية، خاصة في ظل عدم تماثل المعلومات. كما أشارت دراسة (Hayat & Jebran, 2018) في سعيها لاستكشاف العلاقة بين الديون و الملكية الإدارية و الملكية المؤسسية في الدول المتقدمة والدول النامية معاً في الصين والولايات المتحدة، إلى أن العلاقة بين الملكية الإدارية والديون تختلف بين الصين والولايات المتحدة؛ في الصين العلاقة بين الملكية الإدارية والديون كانت إيجابية عند المستويات المنخفضة للملكية الإدارية، ولكنها تحولت إلى علاقة سلبية عند زيادة الملكية الإدارية، أما في الولايات المتحدة كانت العلاقة سلبية بين الملكية الإدارية والديون، سواء عند المستويات المنخفضة أو المستويات العالية من الملكية، ويرجع ذلك إلى تأثير الملكية المؤسسية السائدة التي تجعل المديرين يتجنبون استخدام الديون. كما أوضحت دراسة (Doorasamy, 2021) إلى أن الملكية الإدارية لها تأثير سلبي ومعنوي على العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركات، أي أن الشركات التي يديرها مالكوها يمكنهم استخدام الديون بشكل أكبر في هيكل رأس المال بهدف زيادة قيمة الشركة.

وفي هذا السياق فقد توصلت مجموعة من الدراسات إلى أن الملكية الإدارية تؤدي إلى زيادة الاعتماد على الديون في تشكيل هيكل رأس المال، فقد توصلت دراسة (Khan & Wasim, 2016) إلى أن الملكية الإدارية لها علاقة إيجابية بالرافعة المالية، حيث تتمتع هذه الشركات بعلاقات قوية مع المقرضين، مما قد يعزز استخدامها للديون. كما أكدت دراسة (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019) على أن الملكية الإدارية ترتبط إيجابياً وبشكل معنوي مع نسب الديون في هيكل رأس المال، مما يشير إلى أن الملكية الإدارية تعزز من تقارب المصالح مع الممولين ويشجع على اتخاذ قرارات تمويلية تعتمد على الرفع المالي. وأيضاً أشارت دراسة (Thakolwiro & Sithipolvanichgul, 2021) إلى أن الملكية الإدارية ترتبط إيجابياً بنسبة الديون، حيث أن الملكية الإدارية تعزز وجود ارتباط مصالح بين المدراء والممولين، مما يؤدي إلى تفضيل الديون كأداة للتمويل. وقد أثبتت دراسة (Javaid, et al, 2023) وجود علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية ونسبة الديون، حيث أن الشركات التي تمتلك نسبة عالية من الملكية الإدارية تعتمد على التمويل بالديون، وذلك لأن المديرين الذين يمتلكون حصصاً في الشركة يكونون أكثر ميلاً للاقتراض الخارجي للاستفادة من ميزة الخصم الضريبي وتحقيق وفورات ضريبية. وأشارت دراسة (Bawuah, 2024) أن امتلاك أعضاء المجلس لأسهم في الشركة يعد من العوامل المؤثرة إيجابياً في العلاقة بين التمويل والأداء، لأنهم يكونون أكثر حرصاً على استقرار الأداء وتقليل المخاطر، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات تمويل أكثر تحفظاً. وأيضاً أكدت دراسة (Boshnak, 2024) إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يرتبط إيجابياً باستخدام الديون في هيكل رأس المال، خاصة في التمويل طويل الأجل، وهذا يدل على أن المديرين الذين يمتلكون حصصاً في الشركة يميلون إلى استخدام التمويل بالديون لتحقيق وفورات ضريبية وزيادة العائد على حقوق الملكية، كما أن امتلاك الإدارة لجزء من الشركة قد يجعلهم أكثر ثقة في قراراتهم الاستثمارية، فيفضلون التمويل بالديون بدلاً من تخفيض نسبة ملكيتهم من خلال إصدار أسهم جديدة.

وعلى النقيض من ذلك، فقد توصلت دراسة (Samal & Yadav, 2025) الى أن زيادة الملكية الإدارية في الشركة يقلل من مستويات الديون في هيكل رأس المال، ويدعم هذا النمط نظرية توافق المصالح (alignment hypothesis)، حيث أن امتلاك المديرين لأسهم في الشركة يجعلهم أكثر حرصاً على تفادي القرارات المالية التي قد تؤدي إلى المخاطر العالية، مثل الاعتماد المفرط على الديون، وبالتالي تساهم الملكية الإدارية في الحد من تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين.

ومن جانب آخر توصلت دراسة (السيد وآخرون، ٢٠٢٣؛ Khafid, 2020) الى أن الملكية الإدارية لم يكن لهما تأثير معنوي على هيكل رأس المال، ولا على اتخاذ القرارات المثلى لهيكل رأس المال.

ومن خلال الأدبيات والدراسات السابقة نجد أن النتائج غير حاسمة فيما يتعلق بكيفية ارتباط الملكية الادارية بهيكل رأس المال للشركة، حيث تشير بعض الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الادارية والاعتماد على الديون في تشكليه هيكل رأس المال (Khan & Wasim, 2016; Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019; Thakolwiro & Sithipolvanichgul, 2021; Javaid, et al, 2023; Bawuah, 2024; Boshnak, 2024) ، بينما تجد دراسات أخرى علاقة سلبية بين هيكل الملكية والاعتماد على الديون في تشكليه هيكل رأس المال (Samal & Yadav, 2025)، في حين توصلت دراسة كلاً من (السيد وآخرون، ٢٠٢٣؛ Khafid, 2020) الى عدم وجود علاقة واضحة بين الملكية الإدارية وهيكل رأس المال.

ومما سبق يتضح للباحث أنه يمكن النظر إلى الملكية الإدارية كأحد العوامل الحاكمة في العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، حيث إن امتلاك المديرين لأسهم في الشركة يجعل مصالحهم أكثر ارتباطاً مباشرة بمصالح المساهمين، فبدلاً من أن ينظر المدير إلى الشركة باعتبارها مجرد كيان يدير موارده لتحقيق أهداف مهنية أو شخصية، فإن وجوده كمساهم يجعله أكثر حرصاً على تعظيم قيمة الشركة والحفاظ على استقرارها المالي على المدى الطويل، وبالتالي يمكن القول بأن الملكية الإدارية تؤثر على كيفية توظيف المدير لقدراته الإدارية في اتخاذ القرارات التمويلية، فالمدير الكفء، حين يكون له نصيب من الملكية، غالباً ما يسعى إلى تصميم هيكل رأس مال متوازن يحقق التوافق بين الديون وحقوق الملكية، فهو لا يبالغ في الاعتماد على الديون رغم قدرتها على تعظيم العائد، لأنه في الوقت نفسه يدرك مخاطر الإفلاس والتعثر المالي وتراجع القيمة السوقية التي ستعكس سلباً على ثروته الخاصة، ومن ثم تعمل الملكية الإدارية على تحويل القدرة الإدارية من مجرد أداة لاتخاذ قرارات تشغيلية إلى عامل فعال في بناء هيكل رأس مال أمثل.

كذلك، تسهم الملكية الإدارية في تقليل تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، ففي غياب الملكية الإدارية، قد يستغل المدير مهاراته الإدارية لتحقيق أهداف شخصية مثل تجنب المخاطر المفرطة أو التوسع في استثمارات غير ضرورية لزيادة نفوذه، أما إذا كان المدير مساهماً في الشركة فإنه يسعى بشكل أكبر نحو تعظيم ثروة المساهمين من خلال تبني هيكل رأس مال أمثل يعزز من القيمة السوقية للشركة ويقلل من الانحرافات الناتجة عن تضارب المصالح، وبالتالي يمكن اشتقاق وصياغة الفرض الفرعي الأول كما يلي:

H2/1: " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال"

٢/٢/٨/١ الملكية المؤسسية Institutional Ownership:

تتعلق الملكية المؤسسية في الشركات بحيازة الأسهم من قبل المنظمات في نهاية سنة مالية محددة، ووفقاً لنظرية الوكالة، يمكن للمساهمين المؤسسيين تقليل تكاليف الوكالة من خلال مراقبة وتقييم أنشطة الإدارة التي تخدم مصالحها الذاتية بشكل نشط، ويتمتع المستثمرون بالدوافع والقدرات اللازمة لتولي مهمة الإشراف على إدارة الشركة التي يمتلكون فيها حصص ملكية كبيرة (Kristanti et al, 2024, p200)، ولقد أدى ارتفاع مستويات الملكية المؤسسية في الشركات إلى إثارة مخاوف بشأن التأثيرات المحتملة لمثل هذه الملكية على قرارات الاستثمار في البحث والتطوير (R&D)، وذلك لأن اختبار الاستثمارات المتعلقة بالبحث والتطوير تؤثر على قرارات التمويل وتحديد تشكيلة هيكل رأس المال الاستثمارية (Hsu et al, 2015, p75)، وتقاس الملكية المؤسسية بنسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات المستثمرة إلى إجمالي الأسهم المصدرة (Alkurdi and Mardini, 2020, p.800).

وتوفر الملكية المؤسسية رقابة احترافية على الإدارة وتحد من السلوكيات الاحترافية، مما يدعم الاستخدام الأمثل للتمويل ويعزز من الأثر الإيجابي للقدرة الإدارية على قرارات هيكل رأس المال. وبمراجعة الأدبيات المحاسبية والتمويلية للتعرف على مدى تأثير الملكية المؤسسية كأحد آليات الحوكمة الداخلية وعلاقتها بالقدرة الإدارية وهيكل رأس المال، فقد توصلت دراسة (Khan, et al, 2016) إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، وذلك بسبب رغبة المستثمرين المؤسسيين في تجنب المخاطر. كما أكدت أيضاً دراسة (Çinko & Kasaboğlu, 2017) على وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية والرافعة المالية (نسبة الدين إلى حقوق الملكية)، وهذا يعني أن الشركات التي تتمتع بمستوى عالي من الملكية المؤسسية تميل إلى استخدام أقل للديون في هيكل رأس المال الخاص بها. بينما أشارت دراسة (Hayat & Jebran, 2018) إلى أن العلاقة بين الملكية الإدارية والديون تختلف بين الصين والولايات المتحدة؛ في الصين، كانت العلاقة بين الملكية المؤسسية والديون سلبية، مما يعني أن المستثمرين المؤسسيين في الصين يفضلون المراقبة المباشرة بدلاً من استخدام الديون كأداة للرقابة، في الولايات المتحدة، كانت العلاقة إيجابية، مما يشير إلى أن الشركات تستخدم الديون كأداة لمراقبة المديرين ويزيد اعتماد الشركات على الديون مع زيادة الملكية المؤسسية كآلية للرقابة لتقليل الاستغلال الإداري، وهو ما تدعمه نظرية الإشارة. كما أكدت دراسة (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019) على وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية والديون، مما يشير إلى أن الشركات المملوكة للدولة قد تواجه قيوداً أقل عند إصدار الأسهم، وقد تحصل على تسهيلات للحصول على تمويل إضافي عن طريق الأسهم، مما يقلل من اعتمادها على الديون.

وفي نفس السياق، استهدفت دراسة (Choi et al, 2020) فحص العلاقة الثنائية المحتملة بين الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال، وتنطوي نتائج هذه الدراسة على بعدين أساسيين. الأول؛ أن مستوى الديون في الشركة يكون منخفضاً إذا كان مستوى الملكية المؤسسية مرتفعاً، حيث تحل الرقابة المؤسسية محل

الرقابة الخارجية عن طريق الديون، مما يدفع الشركات إلى استخدام مستوى منخفض من الرافعة المالية. الثاني؛ أن مستوى الملكية المؤسسية يكون مرتفعاً إذا كان مستوى ديون الشركة مرتفعاً، وذلك لأن المستثمرين المؤسسيين يفضلون الشركات ذات المديونية العالية لأن الملكية المؤسسية تقلل من تكاليف الرقابة من خلال مراقبة الديون على المدى الطويل، وهو ما يعزز كفاءة قرارات التمويل ويخلق توازناً في آليات الحوكمة داخل الشركة. كما توصلت دراسة (Feng et al, 2020) إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية والديون، وذلك لأن هذه الشركات تحصل على دعم حكومي أو تسهيلات تمويلية داخلية، فلا تكون بحاجة إلى الاقتراض الخارجي، كما أن طبيعة الشركات ذات الملكية المؤسسية تميل إلى التحفظ المالي وعدم المخاطرة. كما أشارت دراسة (Javaid, et al , 2023) إلى أن الملكية المؤسسية تؤثر إيجابياً على كفاءة هيكل رأس المال من خلال تقليل تكلفة رأس المال، فالمستثمرون المؤسسون – مثل صناديق الاستثمار والبنوك – يمارسون رقابة دقيقة على أداء الإدارة، ويدفعون نحو تطبيق معايير حوكمة قوية، هذا يقلل من درجة المخاطرة من وجهة نظر المقرضين والمستثمرين، ما يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال وبالتالي تحسين القرارات التمويلية المتعلقة بهيكل رأس المال. وقد بينت دراسة (Abu Alhassan et al, 2024) إلى أن وجود ملكية مؤسسية في الشركة يؤدي إلى انخفاض الاعتماد على الاقتراض في تمويل هيكل رأس المال، وذلك لأن الملكية المؤسسية تمارس رقابة فعالة وتحد من التوسع في الديون الناتج عن التلاعب في الأرباح. وأظهرت دراسة (Bawuah, 2024) أن وجود ملكية مؤسسية في هيكل الملكية يعزز بدرجة كبيرة العلاقة الإيجابية بين استخدام الديون والأداء المالي، فالمؤسسات الاستثمارية تميل إلى تبني منظور طويل الأجل، وتمارس رقابة صارمة على الإدارة، ما يقلل من التوسع غير المدروس في الاقتراض، ويوجه قرارات التمويل نحو مصادر مستقرة مثل الديون طويلة الأجل. وأكدت دراسة (Boshnak, 2024) أن الملكية المؤسسية لها علاقة سلبية بالديون، حيث تميل المؤسسات (كالبنوك والصناديق) إلى فرض انضباط مالي أكبر وتفضل الهياكل الرأسمالية المتوازنة. وقد أشارت دراسة (Kristanti, et al, 2024) إلى أن الملكية المؤسسية تؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على هيكل رأس المال، فكلما زادت الملكية المؤسسية، زادت نوعية الرقابة الفاعلة مما يسمح باستخدام أفضل للديون ضمن هيكل رأس المال. كما دعمت دراسة (Samal & Yadav, 2025) تلك النتائج حيث توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية ونسب الرفع المالي، ويعود ذلك إلى أن المستثمرين المؤسسيين (مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين) غالباً ما يمارسون رقابة صارمة على الإدارة، ويفضلون الحفاظ على استقرار مالي طويل الأجل، مما يدفعهم إلى الحد من استخدام الديون، وهذا يشير إلى أن وجود مؤسسات استثمارية يساهم في تحسين الحوكمة وتقليل المخاطر المالية.

ومن جانب آخر، فقد توصلت الدراسات (Pirzada, et al, 2015; Khafid, 2020) إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال، أي أن وجود المستثمرين المؤسسيين كملاك في الشركة لا يؤثر بشكل واضح أو مباشر على قراراتها المتعلقة بنسبة الديون في التمويل، وبالرغم من أن الملكية المؤسسية تعتبر من آليات الحوكمة التي قد تساهم في مراقبة أداء الإدارة والحد من مشكلات الوكالة، فإن نتائج هذه الدراسات تشير إلى أن هذه الفئة من المساهمين لا تستخدم

تأثيرها بشكل فعال في توجيه سياسات التمويل أو تقليل الاعتماد على الديون، وبالتالي لا توجد علاقة معنوية بين الملكية المؤسسية والرفع المالي.

من خلال مراجعة الدراسات السابقة، يتضح أن العلاقة بين الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال ليست ثابتة، بل تتأثر بعوامل اقتصادية مختلفة، مثل بيئة السوق، ونظام الحوكمة، ومستوى التنمية الاقتصادية في الدولة محل الدراسة، حيث أظهرت معظم الدراسات علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية و الاعتماد على الديون في تمويل هيكل رأس المال (Khan, et al,2016; Çinko & Kasaboğlu, 2017; Hayat & Jebran, 2018; Vijayakumaran& Vijayakumaran, 2019; Choi et al, 2020; Javaid, et al , 2023; Abu Alhassan et al, 2024; Bawuah, 2024; Boshnak, 2024; Kristanti, et al,2024; Samal & Yadav, 2025)، ويرى الباحث أن السبب الرئيسي لهذا الاتجاه هو أن المستثمرين المؤسسيين يميلون إلى تقليل المخاطر، ويفضلون تقليل اعتماد الشركات على الديون كمصدر للتمويل، مما يعزز الرقابة الداخلية من خلال إشرافهم المباشر، بينما توصلت بعض الدراسات (Pirzada, et al, 2015; Khafid, 2020) الى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال.

ومما سبق يتضح للباحث أن الملكية المؤسسية تلعب دوراً جوهرياً في تعديل العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، حيث أن المستثمرون المؤسسون - مثل صناديق الاستثمار وشركات التأمين والبنوك - غالباً ما يتمتعون بقدرة تحليلية تمكنهم من مراقبة سلوك المديرين وتقييم مدى كفاءة قراراتهم المالية، ومن ثم فإن وجود ملكية مؤسسية مرتفعة يعزز من دور الرقابة والشفافية، مما يحد من إمكانية استغلال المديرين لقدراتهم الإدارية في قرارات قد تزيد من المخاطر، وفي هذا الإطار، يمكن القول إن القدرة الإدارية في ظل وجود ملكية مؤسسية قوية تكون أكثر توجيهاً نحو تحقيق هيكل رأس مال أمثل، فالمدير الكفء إذا كان تحت رقابة فعالة، سيستخدم خبراته في موازنة الاعتماد بين الديون وحقوق الملكية بحيث يحقق أقصى قيمة ممكنة للشركة دون الدخول في مستويات مديونية مرتفعة تعرضها لمخاطر التعثر المالي. وعلى العكس في حالة ضعف الملكية المؤسسية قد يسعى المدير لاستغلال قدراته الإدارية لزيادة الاعتماد على الديون كوسيلة لتعظيم العائد السريع، حتى وإن كانت هذه القرارات غير مستدامة على المدى الطويل، كما أن الملكية المؤسسية تقلل من فجوة المعلومات بين الإدارة والمساهمين وتفرض ضغوطاً على المديرين ذوي القدرات الإدارية العالية لاستخدام هذه القدرات بشكل يخدم استقرار الشركة المالي وتعظيم قيمتها السوقية، وبذلك تعمل الملكية المؤسسية كآلية للحوكمة تدفع المديرين إلى تبني قرارات تمويلية أكثر متزنة. وبالتالي يمكن اشتقاق وصياغة الفرض الفرعي الثاني كما يلي:

H2/2: "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال"

٣/٢/٨/١ الملكية الأجنبية Foreign Ownership:

تشير الملكية الأجنبية إلى نسبة الأسهم أو الحصص في شركة ما التي يمتلكها مستثمرون أو كيانات أجنبية (غير محلية)، سواء كانوا أفراداً، أو شركات متعددة الجنسيات، أو صناديق استثمار، أو مؤسسات مالية أجنبية (Boubakri, et al, 2016, p7)، ويرى (Thai, 2019, p22) إلى أن الملكية الأجنبية تعتبر أهم جزء في هيكل الملكية الذي يؤثر على قرارات رأس المال للشركات.

قد تسهم الملكية الأجنبية في نقل الخبرات والمعايير الإدارية والتمويلية العالمية إلى الشركة، مما يساعد المديرين على تحسين كفاءتهم في اتخاذ قرارات التمويل، وإن كان تأثيرها قد يختلف تبعاً لمدى اندماج المستثمرين الأجانب في بيئة الشركة المحلية. وفي هذا الصدد فقد توصلت دراسة (Phung & Le, 2013) إلى أنه كلما زادت نسبة الملكية الأجنبية في الشركة، انخفض الاعتماد على التمويل بالديون، وذلك لأن المستثمرين الأجانب يواجهون صعوبات في الحصول على معلومات كافية وشفافة عن الشركات المحلية نتيجة لوجود عدم تماثل في المعلومات (Information Asymmetry) بين الإدارة والمستثمرين الأجانب، وهو ما يقلل من قدرتهم على تقييم المخاطر بدقة، ولذلك فإنهم يميلون إلى تفضيل الشركات التي تتمتع بمستويات أقل من الديون، لتقليل احتمالية حدوث مشكلات الوكالة (Agency Problems) التي يصعب عليهم السيطرة عليها. كما أكدت دراسة (Khan & Malik, 2016) على أن ارتفاع الملكية الأجنبية في الشركات يؤدي إلى انخفاض الاعتماد على الديون. وبينت أيضاً دراسة (Thai, 2019) إلى أن الشركات التي تمتلكها مؤسسات أو مستثمرين أجانب تميل لاستخدام أقل للديون، وذلك لأن المستثمر الأجنبي يعد بديلاً رقابياً فعالاً يقلل من الحاجة إلى الاعتماد على التمويل الخارجي لتوفير الرقابة والإدارة الفعالة للوكالة. وأشارت دراسة (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019) إلى أن المستثمرين الأجانب يفضلون التمويل الأقل مخاطرة، وتوجههم نحو استقرار هيكل رأس المال وتقليل الاعتماد على الديون، خصوصاً في بيئات اقتصادية تتسم بالتقلبات السريعة. وتوصلت دراسة (Do et al, 2020) إلى أن الشركات ذات الملكية الأجنبية الأعلى تكون أقل ميلاً لإصدار الديون، مما يشير إلى أن المستثمرين الأجانب يعملون كبديل مباشر للديون من خلال تعزيز حوكمة الشركات، وتعكس هذه النتائج الدور المحوري الذي يلعبه المستثمرون الأجانب في تشكيل قرارات هيكل رأس المال الأمثل وتحقيق تعظيم ثروة المساهمين في الأسواق الناشئة. وقد أشارت دراسة (Zeitun & Goaid, 2021) أن العلاقة بين الملكية الأجنبية والرافعة المالية في الشركات اليابانية ليست علاقة خطية بسيطة، بل تتغير حسب حجم الملكية الأجنبية، فعندما تكون نسبة المستثمرين الأجانب منخفضة، لا يكون لها تأثير واضح على قرارات الشركة المتعلقة بالدين، أما إذا زادت هذه النسبة وتجاوزت حد معين فإن المستثمرين الأجانب يؤثران بشكل واضح في تقليل استخدام الديون، حيث يفضلون تمويل الشركة من أرباحها الداخلية لتقليل المخاطر المالية. كما أوضحت دراسة (Nguyen & Duong, 2022) إلى أن زيادة الملكية الأجنبية ترتبط بانخفاض ملحوظ في نسبة الديون، وهو ما يشير إلى أن المستثمرين الأجانب يفضلون أن تعتمد الشركات على التمويل الذاتي أو حقوق الملكية بدلاً من الاقتراض. وأكدت دراسة (Samal & Yadav, 2025) على أن الشركات ذات الملكية الأجنبية تميل أيضاً إلى خفض الاعتماد على الرفع المالي، حيث أن المستثمرين الأجانب غالباً ما يفضلون الشركات

منخفضة المخاطر، ويحرصون على ضمان استقرار مالي قوي كشرط مسبق للاستثمار، كما أن وجودهم يعزز من ممارسات الحوكمة الرشيدة، مما يقلل من الحاجة إلى الاستدانة.

وقد أشارت دراسة (السيد وآخرون، ٢٠٢٣) إلى أن الملكية الأجنبية تلعب دوراً رقابياً لخفض تكاليف الوكالة واتخاذ القرارات المثلى لهيكل رأس المال.

من خلال عرض الدراسات السابقة يتضح أن الملكية الأجنبية غالباً ما ترتبط بعلاقة سلبية مع استخدام الديون في هيكل رأس المال، حيث تميل الشركات التي تتمتع بمستويات مرتفعة من الملكية الأجنبية إلى تقليل اعتمادها على الديون (Phung & Le, 2013; Khan & Malik, 2016; Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019; Do et al, 2020; Zeitun & Goaid, 2021; Nguyen & Duong, 2022; Samal & Yadav, 2025).

ومما سبق يتضح للباحث أنه يمكن النظر إلى الملكية الأجنبية أحد آليات الحوكمة التي تؤثر بشكل مباشر على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، نظراً لما يتمتع به المستثمرون الأجانب من خبرات دولية، ومعايير صارمة في تقييم الأداء والشفافية، حيث أن وجود مساهمين أجانب عادة ما يفرض مستوى أعلى من الانضباط الإداري والرقابة المؤسسية، حيث يسعون إلى حماية استثماراتهم من خلال ضمان اتخاذ قرارات تمويلية رشيدة، وبالتالي فإن قدرة المديرين الإدارية لا تمارس بمعزل عن الرقابة، بل يتم توجيهها في إطار من الضبط المؤسسي الذي يضمن الاستخدام الأمثل لمصادر التمويل، وفي هذا السياق يمكن القول إن وجود ملكية أجنبية يدفع المديرين ذوي القدرة الإدارية العالية إلى تبني هيكل رأس مال أكثر كفاءة، بحيث يحقق التوازن بين تعظيم قيمة الشركة وتقليل تكلفة رأس المال، فالمستثمر الأجنبي غالباً ما يفضل استقرار الشركة على المدى الطويل، مما يجعل المديرين أقل ميلاً إلى الاعتماد المفرط على الديون، وأيضاً أقل تحفظاً في تجنب أدوات التمويل المتاحة.

إضافة إلى ذلك، فإن الملكية الأجنبية تعزز من انتقال المعرفة وأفضل الممارسات في الإدارة والتمويل، فالمديرون المحليون الذين يتمتعون بقدرة إدارية عالية قد يجدون أنفسهم مطالبين بتبني معايير عالمية في إدارة رأس المال، وهو ما يؤدي إلى تحسين جودة القرارات التمويلية، وهذا بدوره يقلل من المشكلات الناجمة عن تضارب المصالح وفقاً لنظرية الوكالة، حيث يصبح المدير تحت ضغط أكبر لمواءمة أهدافهم مع مصالح المساهمين الأجانب الذين عادةً ما يكونون أكثر حساسية تجاه المخاطر المالية. وبناءً عليه يمكن اشتقاق وصياغة الفرض الفرعي الثالث كما يلي:

H2/3: "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الأجنبية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال"

٢ - الدراسة التطبيقية

١/٢ هدف الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة الحالية التطبيقية الى اختبار مدى وجود علاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال ومدى وجود تأثير لأنماط هيكل الملكية على العلاقة في بيئة الأعمال المصرية.

٢/٢ مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المقيمة في سوق الأوراق المالية المصري، والتي عددها ٢٣٦ شركة مقيمة، وبتابع أساليب المعاينة الإحصائية بغرض تعميم النتائج فقد تم سحب عينة حكمية عمدية تخضع لمجموعة من الضوابط والشروط.

جدول رقم (١): اجراءات تحديد عينة الدراسة

الاجراء	عدد الشركات	عدد المشاهدات
العينة الأولية للدراسة	١٠٠	٥٠٠
(-) البنوك والمؤسسات المالية	(٣٣)	(١٦٥)
(-) مشاهدات ذات قيم مفقودة	--	(٢٦)
صافي العينة	٦٧	٣٠٩

والجدير بالذكر أن عينة الدراسة الحالية موزعة على ١٣ قطاع من قطاعات سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة الزمنية للدراسة.

جدول رقم (٢): توزيع مشاهدات العينة على قطاعات وسنوات الدراسة

القطاع	عدد الشركات	٢٠٢٠	٢٠٢١	٢٠٢٢	٢٠٢٣	٢٠٢٤	الاجمالي
اتصالات وعلام وتكنولوجيا المعلومات	٦	٥	٦	٥	٦	٦	٢٨
أغذية ومشروبات وتبغ	١٠	٩	٩	٨	١٠	١٠	٤٦
الموارد الأساسية	١١	٨	٩	٩	١١	١١	٤٨
تجارة وموزعون	٣	٣	٣	٣	٣	٣	١٥
خدمات النقل والشحن	٢	٢	٢	٢	٢	٢	١٠
خدمات ومنتجات	٥	٥	٤	٤	٥	٥	٢٣

صناعية وسيارات							
رعاية صحية وأدوية	٥	٥	٥	٤	٤	٥	٢٣
طاقة وخدمات مساندة	١	١	١	١	١	١	٥
عقارات	١٣	١٢	١٠	١٢	١٣	١٣	٦٠
مرافق	١	١	١	١	١	١	٥
مقاولات وإنشاءات هندسية	٤	٤	٤	٣	٣	٤	١٨
منسوجات وسلع معمرة	٢	٢	٢	٢	٢	٢	١٠
مواد البناء	٤	٤	٣	٣	٤	٤	١٨
الإجمالي	٦٧	٦١	٥٩	٥٧	٦٥	٦٧	٣٠٩

٣/٢ مصادر الحصول على البيانات:

تعتمد الدراسة الحالية على مصادر البيانات الثانوية للشركات المدرجة بعينة الدراسة، حيث أن بيانات الدراسة الحالية تعتمد على مجموعة من الأرقام الخاصة بالبيانات المالية وهيكل الملكية للشركة والتي يمكن استخراجها من القوائم المالية وتقارير مجالس الإدارة وتقارير الحوكمة. وبالتالي، قام الباحث بالاعتماد على مجموعة من المواقع الإلكترونية اللازمة لاستخراج تلك البيانات باستخدام أسلوب تحليل المحتوى يدوياً، ولعل أهم هذه المواقع هي موقع معلومات مباشر مصر (www.mubasher.info)، وموقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg)، وبعض المواقع الإلكترونية للشركات المدرجة بعينة الدراسة، وذلك من أجل الحصول على البيانات التالية:

- القوائم والتقارير المالية للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- تقارير مجالس الإدارة للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- تقارير الحوكمة للشركات المدرجة بعينة الدراسة.

٤/٢ صياغة الفروض الإحصائية

لغرض تحقيق الهدف الرئيسي للدراسة للتعرف على الدور المعدل لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، يمكن للباحث اختبار العلاقات المباشرة التي تتمثل فيما يلي:

- العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.
- أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.

وبالتالي، يمكن للباحث صياغة الفروض الإحصائية المباشرة للدراسة على النحو التالي:

١/٤/٢ العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال:

الفرض الإحصائي الرئيسي الأول للدراسة: يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للقدرة الإدارية على هيكل رأس المال.

٢/٤/٢ أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال:

الفرض الإحصائي الرئيسي الثاني للدراسة: يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.

ونظرا لاعتماد الباحث على ثلاثة أنماط لهيكل الملكية في هذا البحث وهي: الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، فإنه يمكن للباحث تقسيم هذا الفرض الرئيسي الى مجموعة من الفروض الفرعية التالية:

- الفرض الفرعي الأول: يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للملكية الإدارية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.
- الفرض الفرعي الثاني: يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للملكية المؤسسية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.
- الفرض الفرعي الثالث: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للملكية الأجنبية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.

٥/٢ قياس المتغيرات

١/٥/٢ المتغير المستقل للدراسة (القدرة الإدارية MA):

يعتبر المتغير المستقل محل اهتمام الدراسة الحالية هو القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بالشركات المختلفة، ويمكن قياس هذا المتغير على مرحلتين متتاليتين من خلال مغلف البيانات على النحو التالي: (مشابط، ٢٠٢١؛ على، ٢٠٢٣؛ على وآخرون، ٢٠٢٤؛ نصير & عبد اللطيف، ٢٠٢٥؛ Demerjian (Lev & McVay, 2012)

المرحلة الأولى: تقدير الكفاءة الكلية للشركة باستخدام نموذج تحليل مغلف البيانات

في هذه المرحلة، يتم قياس درجة الكفاءة الكلية للشركة للعلاقة بين المدخلات والمخرجات على مستوى كل صناعة باستخدام نموذج تحليل مغلف البيانات Data Envelopment Analysis Model، وتم التركيز فقط على ثلاث مدخلات فقط لعدم توافر البيانات عن باقي مدخلات النموذج وذلك من خلال المعادلة:

$$\text{Max } \theta = \frac{\text{Sales}}{\text{PPE} + \text{SGA} + \text{COGS}}$$

حيث إن:

Max θ : الكفاءة الكلية.

المخرجات تتمثل في sales: إيرادات مبيعات السنة t

أما المدخلات تتمثل في كل من:

PPE : صافي القيمة الدفترية للممتلكات والمعدات والآلات (الاصول الثابتة) في بداية السنة t

SGA : المصروفات الإدارية والبيعية العامة للسنة t

COGS : تكلفة المبيعات للسنة t

وتتراوح قيمة إجراء أسلوب تحليل مغلف البيانات ما بين الصفر والواحد الصحيح، فالشركات التي تأخذ القيمة ١ هي الشركات الأكثر كفاءة حيث تحقق أقصى استفادة من الموارد المتاحة لها مقارنة بنظيرتها من الشركات التي تعمل بنفس الصناعة، أما الشركات التي تقل عن الواحد الصحيح هي الشركات الأقل كفاءة وتحتاج إلى زيادة مخرجاتها (الإيرادات) أو تخفيض مدخلاتها.

المرحلة الثانية: تعديل درجة الكفاءة الكلية للشركة

ترجع درجة الكفاءة الكلية المحسوبة في المرحلة الأولى وفقاً لنموذج تحليل مغلف البيانات إلى كل من الإدارة والشركة، مما يتطلب الأمر لتحديد درجة القدرة الإدارية استبعاد تأثير بعض خصائص الشركة المؤثرة عليها مثل: حجم الشركة والنصيب السوقي للشركة والتدفقات النقدية الحرة الموجبة وعمر الشركة كما يتم استبعاد العوامل التي تعوق المجهودات الإدارية مثل تعدد قطاعات الشركة والعمليات التجارية الدولية ويتم ذلك من خلال النموذج التالي:

$$\text{Firm Efficiency} = \alpha + \beta_1 \ln (\text{Total assets}) + \beta_2 \text{Market Share} + \beta_3 \text{Free Cash flow} + \beta_4 \ln (\text{Age}) + \beta_5 \text{Foreign Currency Indicator} + \beta_6 \text{Year Indicator} + \varepsilon$$

حيث إن:

Firm Efficiency : الكفاءة الكلية المقدرة للشركة i من المعادلة الأولى باستخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات في نهاية السنة t؛

Log Total assets : اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي أصول الشركة i في نهاية السنة t؛

Market Share : النصيب السوقي للشركة i وهو نسبة إيرادات مبيعات الشركة إلى إجمالي إيرادات مبيعات الصناعة التي تنتمي إليها الشركة في السنة t

Free Cash flow : التدفقات النقدية الحرة الموجبة وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا حققت الشركة i تدفقات حرة موجبة والقيمة (٠) إذا حققت الشركة تدفقات نقدية حرة

سالية

Log Firm Age	: اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة ويعبر عنه بعدد سنوات قيد الشركة في البورصة حتى السنة t؛
Foreign Currency Indicator	: مؤشر للعملة الأجنبية وهو متغير وهمي يأخذ القيمة ١ إذا حققت الشركة أرباح موجبة عند ترجمة العملات الأجنبية في السنة t.
Year Indicator	: متغير وهمي ويعبر عن السنة لكل شركة حيث تم أخذ هذا المتغير في الاعتبار للتغلب على آثار التغير في الزمن.

ويمكن التعبير عن درجة القدرة الإدارية وفقاً لنموذج الانحدار من خلال تنسيب البواقي Residual (النسبة غير المفسرة من النموذج) من معادلة الانحدار إلى الإدارة، وبالتالي تعد البواقي هي درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين.

٢/٥/٢ المتغير المعدل للدراسة (أنماط هيكل الملكية):

يعتمد الباحث على ثلاثة أنواع من أنماط هيكل الملكية هدفت الدراسة الى استخدامها، ويمكن عرض الية قياس كل منها على النحو التالي:

الملكية الإدارية : ويمكن قياسها باستخدام نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والإدارة Man_Own التنفيذية للشركة i خلال الفترة الزمنية t. (قرمان، ٢٠٢٣؛ Javid, et al, 2023; Boshnak, 2024)

الملكية المؤسسية : ويمكن قياسها باستخدام نسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات الكبرى (مثل البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار) للشركة i خلال الفترة الزمنية t. (Javid, et al, 2023 Ins_Own)

الملكية الأجنبية : ويمكن قياسها باستخدام نسبة الأسهم المملوكة للأجانب في الشركة i خلال الفترة الزمنية t. (حمودة وآخرون، ٢٠٢٣) For_Own

٣/٥/٢ المتغير التابع للدراسة (هيكل رأس المال CS):

يتمثل المتغير التابع للدراسة في هيكل رأس المال، ويتحقق الهيكل المثالي لرأس المال إذا ما تساوت التكلفة الحدية لرأس المال المملوك مع المقترض، وهو ما يتحقق بتساوي تكلفة رأس المال المرجح مع تكلفة رأس المال المملوك مع تكلفة رأس المال المقترض، وهو ما يعد امراً نظرياً لا يتحقق بسهولة على أرض الواقع. ومن هذا المنطلق، يمكن قياس هيكل رأس المال المثالي بمستوى الفجوة بين تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض، فإذا ما انخفضت هذه الفجوة تحقق الهيكل المثالي لرأس المال وإذا ما ارتفعت هذه الفجوة دل ذلك على بعد هيكل رأس المال عن المستوى المثالي.

وفي هذا الشأن، يمكن للباحث الاعتماد على المقاييس التالية لتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض:

(Omran and Pointion, 2004)

- تكلفة حقوق الملكية:

لغرض قياس تكلفة حقوق الملكية يمكن للباحث الاعتماد على نموذج (Omran and Pointion, 2004) وتقوم فكرة هذا النموذج على مقلوب نسبة السعر لربحية السهم، وفيما يلي معادلة هذا النموذج:

$$COE = \frac{1}{PERatio - (e_0 - d_0)/e_0}$$

حيث أن:

COE: تكلفة التمويل بالملكية؛

PERatio: مضاعف ربحية السهم (نسبة سعر السهم في نهاية السنة إلى ربحية السهم - Price-(Earnings ratio)؛

e_0 : ربحية السهم عن السنة الحالية (صافي أرباح العام / المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة والمتداولة) earnings per share؛

d_0 : نصيب السهم من الأرباح الموزعة في السنة الحالية Dividends per share.

• تكلفة الاقتراض:

وفيما يتعلق بتكلفة الاقتراض يمكن قياسها من خلال المعادلة التالية:

تكلفة الاقتراض = ((مصرف الفائدة/مبلغ القرض) * (١ - معدل الضريبة)).

وبناءً على ما سبق يمكن قياس هيكل رأس المال بالمعادلة التالية:

هيكل رأس المال = تكلفة رأس المال المملوك - تكلفة الاقتراض

٢/٥/٤ المتغيرات الرقابية

تتمثل المتغيرات الرقابية في المتغيرات التي تؤثر على المتغير التابع، والتي تم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة في نماذج الانحدار، وأحياناً قد يطلق عليها المتغيرات الضابطة أو الحاكمة، وقام الباحث باستخدام العديد من المتغيرات الحاكمة والتي تم استخدامها كمحددات أو ثبت لها تأثير كبير على هيكل رأس المال وذلك في ضوء الدراسات (فودة، ٢٠٢٥؛ Simamora, 2021; Shang, 2021; Khoo et al,2022; Dalwai, et al, 2023; Liu, et al,2023; Wang& Rokhshi, 2024). وتتمثل هذه المتغيرات في حجم الشركة، وربحية الشركة، ونسبة الرافعة المالية، ومعدل نمو الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والدرع الضريبي للشركة. وفيما يلي توضيح لكيفية قياس هذه المتغيرات الحاكمة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٣): المتغيرات الحاكمة

المتغير	الرمز	التفسير
حجم الشركة	Size	لو غار يتم القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة؛
معدل العائد على الأصول	ROA	وهي نسبة الدخل التشغيلي قبل الفوائد والضرائب مقسوماً على إجمالي القيمة الدفترية للأصول؛

المتغير	الرمز	التفسير
الرافعة المالية	LEV	وهي نسبة اجمالي الالتزامات الى اجمالي الأصول؛
معدل نمو الأصول	AGR	الفرق بين مجموع الأصول للسنة الحالية مطروحاً منها مجموع الأصول للسنة السابقة مقسوماً على مجموع الأصول للسنة السابقة؛
نسبة القيمة السوقية الى الدفترية	MTB	نسبة القيمة السوقية لأسهم الشركة في نهاية السنة مقسومة على اجمالي قيمة الأصول الدفترية للشركة؛
الدرع الضريبي غير المتعلق بالديون	NDTS	نسبة قيمة الاهلاك الى اجمالي الأصول بالشركة.

٦/٥ نماذج اختبار الفروض الإحصائية

في إطار ما تسعى اليه الدراسة من اختبار الفروض الإحصائية يمكن للباحث صياغة نموذج اختبار الفروض الإحصائية للدراسة في ضوء العلاقات المباشرة على النحو التالي:

١/٦/٥ نموذج العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال:

يتنبأ الفرض الرئيسي الأول بوجود أثر للقدرة الإدارية على هيكل رأس المال، وبالتالي يمكن للباحث صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الأول للدراسة على النحو التالي:

$$CS = \beta_0 + \beta_1 (MA) + \beta_2 (Size) + \beta_3 (ROA) + \beta_4 (Lev) + \beta_5 (AGR) + \beta_6 (MTB) + \beta_6 (NDTS) + \varepsilon \quad (1)$$

٢/٦/٥ نموذج أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال:

يتنبأ الفرض الرئيسي الثاني للدراسة بوجود أثر لأنماط هيكل الملكية المتمثلة في (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية) على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال. وبالتالي يمكن للباحث صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الرئيسي الثاني للدراسة على النحو التالي:

$$CS = \beta_0 + \beta_1 (MA) + \beta_2 (Man_Own) + \beta_3 (Ins_Own) + \beta_4 (For_Own) + \beta_5 (Man_Own \times MA) + \beta_6 (Ins_Own \times MA) + \beta_7 (For_Own \times MA) + \beta_8 (Size) + \beta_9 (ROA) + \beta_{10} (Lev) + \beta_{11} (AGR) + \beta_{12} (MTB) + \beta_{13} (NDTS) + \varepsilon$$

(2) جدول (٤): دلالة المتغيرات

المتغير الرئيسي	المتغير الفرعي	رمز المتغير	دلالة المتغير
التابع	هيكل رأس المال	CS	مستوى الفرق بين تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض بهيكل رأس مال الشركة؛
المستقل: القدرة الإدارية		MA	قيمة مؤشر القدرة الإدارية وفقاً لنموذج مغلف البيانات؛
أنماط هيكل الملكية		Man_Own	نسبة الملكية الإدارية؛
		Ins_Own	نسبة الملكية المؤسسية؛
		For_Own	نسبة الملكية الأجنبية؛

٧/٥ الإحصاءات الوصفية:

تعتبر الإحصاءات الوصفية عن طبيعة عينة الدراسة من حيث الشكل وتوزيعها ومدى اتفاق العينة الحالية للدراسة مع العينات المناظرة بالدراسات السابقة ذات الصلة، وذلك من خلال عرض مجموعة من الإحصاءات الوصفية التي تتمثل في الوسط الحسابي والذي يعبر عن الشكل العام لمتغيرات الدراسة بالعينة، والانحراف المعياري بما يعبر عن مستوى التشتت بعينة الدراسة الحالية على مستوى المشاهدات بالمتغيرات، وأخيراً حدود العينة بين الحدين الأدنى والأقصى. وفي هذا الشأن قد أسفرت نتائج التحليل الإحصائي عن الجدول رقم (٥) التالي:

جدول رقم (٥): نتائج الإحصاءات الوصفية

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CS	309	0.115	0.561	0.327	0.123
MA	309	-0.025	0.025	0.004	0.014
Man_OWN	309	0.001	0.526	0.276	0.158
INS.OWN	309	0.001	0.826	0.441	0.243
FOR.OWN	309	0.001	0.591	0.294	0.164
SIZE	309	1.105	9.295	5.133	2.426
LEV	309	0.225	0.495	0.365	0.079
ROA	309	-0.094	0.325	0.128	0.117
AGR	309	-0.055	0.125	0.044	0.049
MTB	309	0.885	1.615	1.218	0.219
NDTS	309	0.050	0.164	0.109	0.032
Valid N (listwise)	309				

يتبين للباحث من خلال العرض السابق للإحصاءات الوصفية مجموعة من الملاحظات التي يمكن بيانها فيما يلي:

- فيما يتعلق بالمتغير التابع الخاص بهيكل رأس المال فيتضح للباحث أن الوسط الحسابي للفرق بين الفجوة السعرية لتكلفة رأس المال المملوك والمقترض تبلغ ٣٢,٧٪ وهي قيمة مرتفعة نسبياً تشير إلى أن الشركات المدرجة بعينة الدراسة تبتعد إلى حد ما عن المزيج المثالي لهيكل رأس المال.
- فيما يتعلق بالمتغير المستقل الخاص بالقدرة الإدارية للمدير التنفيذي، فيتبين أن الوسط الحسابي يبلغ ٠,٠٠٤، وتشير تلك النتائج إلى ارتفاع مستوى القدرة الإدارية حيث أنها تقترب جداً من الصفر.
- فيما يتعلق بنمط هيكل الملكية المتمثلة في: الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، تبين أن الأوساط الحسابية تبلغ ٢٧,٦٪، ٤٤,١٪، ٢٩,٤٪ على التوالي وهو ما يشير إلى اعتدال نسب الملكية بعينة الدراسة حيث أن النسب متقاربة إلى بعضها فضلاً عن اعتدال الأوساط الحسابية بين الحدود الدنيا والقصى للعينة.
- على مستوى المتغيرات الحاكمة يتضح للباحث أن الأوساط الحسابية للحجم، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل نمو الأصول، ومؤشر القيمة السوقية، ونسبة الدرع الضريبي تبلغ (٥,١٣٣)، (٠,٣٦٥)، (٠,١٢٨)، (٠,٠٤٤)، (١,٢١٨)، (٠,١٠٩) على التوالي، وهي قيم معتدلة بين الحدود الدنيا والقصى للعينة.
- ٨/٥ نتائج تحليل الارتباط
- يهدف الباحث من إجراء تحليل الارتباط إلى التحقق من طبيعة العلاقة الارتباطية بين المتغيرات المستقلة والتابعة والمعدلة، بالإضافة إلى التحقق من طبيعة الأزواج الخطي بين المتغيرات المستقلة والحاكمة المدرجة بنماذج اختبارات الفروض الإحصائية للدراسة، وقد أسفرت نتائج التحليل الإحصائي للدراسة عن الجدول رقم (٦).
- وطبقاً للنتائج الواردة بالجدول رقم (٦)، يتبين للباحث وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال (مستوى الفجوة بين تكلفة رأس المال المملوك والمقترض)، حيث يبلغ معامل الارتباط (-٠,٥٩٦)، وهو ما يشير إلى أن زيادة القدرة الإدارية يؤدي إلى ارتفاع المستوى المثالي لهيكل رأس المال بالشركة حيث أدى إلى انخفاض فجوة تكلفة رأس المال بين مكونيه.
- كما تبين للباحث وجود علاقة ارتباط عكسي معنوي بين أنماط هيكل الملكية المتمثلة في (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية والملكية الأجنبية) ومستوى الفجوة بين تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، حيث تبلغ معاملات الارتباط (-٠,٥٤١ - ٠,٥٦٨)،

٠٢٠)، وهو ما يشير الى ان زيادة أنماط هيكل الملكية المتمثلة في (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية) تؤدي الى ارتفاع المستوى المثالي لهيكل رأس المال بالشركة حيث أدى الى انخفاض فجوة تكلفة رأس المال بين مكوناته، أما بالنسبة للملكية الأجنبية فتشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية ضعيفة للغاية بين المتغيرين، وهي قيمة قريبة من الصفر، مما يدل على عدم وجود ارتباط يعتد به من الناحية الإحصائية.

- وأخيراً، تبين بفحص المصفوفة انتفاء مشاكل الازدواج الخطي حيث أن معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والحاكمة المدرجة بنماذج اختبارات الفروض الإحصائية أقل من ٠,٨، كما توضح النتائج السابقة صحة فروض الدراسة مبدئياً، ولكن لا يمكن للباحث التسليم بصحة هذه النتائج حتى يتم تشغيل نماذج اختبار الفروض الإحصائية للدراسة

جدول رقم (٦): نتائج تحليل الارتباط

[illegible]

٩/٥ نتائج اختبارات الفروض الإحصائية:

يهدف الباحث في هذا الجزء من الدراسة الى تحليل العلاقات المباشرة بين المتغيرات الرئيسية للدراسة في ظل استخدام نماذج اختبارات الفروض الإحصائية المتمثلة في نماذج الانحدار المتعدد، وذلك كما يلي:

١/٩/٥ العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال:

يهدف الباحث من خلال اختبار الفرض الرئيسي الأول الى مدى وجود أثر للقدرة الإدارية على هيكل رأس المال، وبتشغيل نموذج الانحدار رقم (١)، تبينت النتائج الواردة بالجدول رقم (٧) التالي:

جدول رقم (٧): نتائج تحليل أثر القدرة الإدارية على هيكل رأس المال

Dependent Variable: CS			
	β Coef.	T Stat.	Sig.
Cons.	0.478	10.480	0.000
MA	-3.179	-7.274	0.000
SIZE	-0.001	-0.475	0.635
ROA	-0.092	-1.724	0.086
LEV	0.056	0.862	0.390
AGR	-0.674	-5.470	0.000
MTB	-0.095	-3.536	0.000
NDTS	0.033	0.207	0.836
Model	Fixed Effects		
N	309		
F-Value	40.068		
F.Sig.	0.000		
Adj. R2	47.00%		

ويتضح لدى الباحث من خلال النتائج المعروضة بالجدول رقم (٧) جودة القوة التفسيرية للنموذج حيث تبلغ ٤٧٪، وهو ما يشير الى أن المتغيرات المستقلة والحاكمة الموجودة بنموذج اختبار الفروض الإحصائية رقم (١) للدراسة يمكنها تفسير التباين الكلي في هيكل رأس المال بنسبة ٤٧٪، وبالتالي، فإن نموذج اختبار الفرض رقم (١) يمكنه تفسير العلاقة بكفاءة بين المتغيرات الداخلة فيه. كما يتبين للباحث ارتفاع معنوية النموذج ككل حيث تقل قيمة معنوية النموذج عن ٥٪.

وبالنظر الى نتائج المتغيرات المستقلة يتبين معنوية تأثير المتغير MA الخاص بالقدرة الإدارية حيث أن $(\beta = -3.179; T\text{-Stat.} = -7.274 > 2; P\text{-Value} < 5\%)$ كما أنه يحمل إشارة سالبة، وهو ما يشير الى أن ارتفاع مستوى القدرة الإدارية يؤدي الى انخفاض مستوى الفجوة بين تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، وهو ما يشير الى أن زيادة القدرة الإدارية يؤدي الى الوصول للمستوى المثالي من

هيكل رأس المال نتيجة تدنية فجوة التكلفة بين مكوني هيكل رأس المال، وهي نتيجة جيدة تقترب من نظيرتها بالعديد من الدراسات ذات الصلة (قودة، ٢٠٢٥؛ Simamora, 2021; Cho et al, 2021; Choo, et al, 2021; Shang, 2021; Khoo et al, 2022; Dalwai, et al, 2023; Liu, et al, 2023; Wang & Rokhshi, 2024)

وعلى مستوى المتغيرات الحاكمة، تبين للباحث معنوية المتغيرات AGR & MTB الخاصة بكل من معدل نمو الأصول، ومؤشر القيمة السوقية حيث أن $(\beta = -0.674 \text{ \& } -0.095; T\text{-Stat.} = -5.470)$ و $(P\text{-Value} < 5\%; -3.536 > 2)$ ، وهو ما يشير إلى أن زيادة مستوى معدل نمو الأصول، ومؤشر القيمة السوقية يؤدي إلى انخفاض مستوى الفجوة بين تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، ومن ثم فزيادة معدل نمو الأصول، ومؤشر القيمة السوقية يؤدي إلى الوصول للمستوى المثالي من هيكل رأس المال نتيجة تدنية فجوة التكلفة بين مكوني رأس المال. وبالتالي يمكن للباحث قبول الفرض الإحصائي الرئيسي الأول للدراسة على الشكل البديل التالي:

يوجد تأثير طردي معنوي للقدرة الإدارية على هيكل رأس المال.

٢/٩/٥ نتيجة اختبار الفرض الرئيسي الثاني للدراسة (أنماط هيكل الملكية):

يهدف الفرض الإحصائي الثاني للدراسة إلى التنبؤ بأثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، وبتشغيل نموذج الانحدار رقم (٢)، تبينت النتائج الواردة بالجدول رقم (٨)

ويتضح لدى الباحث من خلال النتائج المعروضة بالجدول رقم (٨) جودة القوة التفسيرية للنموذج حيث تبلغ ٥٠,١٪، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة والحاكمة الموجودة بنموذج اختبار الفروض الإحصائية رقم (٢) للدراسة يمكنها تفسير التباين الكلي في هيكل رأس المال بنسبة ٥٠,١٪، وبالتالي، فإن نموذج اختبار الفروض رقم (٢) بفروعه يمكنه تفسير العلاقة بكفاءة بين المتغيرات الداخلة فيه. كما يتبين للباحث ارتفاع ومعنوية قيم F حيث أنها تبلغ ٢٤,٨٢١ على التوالي وجميعها معنوية عند مستوى معنوية ٥٪.

وبالنظر إلى نتائج المتغيرات المستقلة يتبين معنوية المتغير MA الخاص بالقدرة الإدارية حيث أن $(\beta = -3.146; T\text{-Stat.} = -2.119 > 2; P\text{-Value} < 5\%)$ كما أنه يحمل إشارة سالبة، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع مستوى القدرة الإدارية يؤدي إلى انخفاض مستوى الفجوة بين تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، وهو ما يشير إلى أن زيادة القدرة الإدارية يؤدي إلى الوصول للمستوى المثالي من هيكل رأس المال نتيجة تدنية فجوة التكلفة بين مكوني رأس المال.

جدول رقم (٨): نتائج تحليل أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال

Dependent Variable: CS			
	β Coef.	T Stat.	Sig.
Cons.	0.449	8.728	0.000
MA	-3.146	-2.119	0.035
Man Own	0.074	1.676	0.095

<i>Ins_Own</i>	-0.104	-3.590	0.000
<i>For_Own</i>	-0.012	-0.384	0.701
<i>Man_Own</i> × <i>MA</i>	-3.103	-2.178	0.024
<i>Ins_Own</i> × <i>MA</i>	-1.401	-2.858	0.009
<i>For_Own</i> × <i>MA</i>	-2.572	-1.186	0.236
SIZE	-0.002	-0.892	0.373
LEV	0.081	1.267	0.206
ROA	-0.018	-0.321	0.749
AGR	-0.532	-4.286	0.000
MTB	-0.065	-2.402	0.017
NDTS	0.036	0.233	0.816
Model	Fixed Effects		
N	309		
F-Value	24.821		
F.Sig.	0.000		
Adj. R2	50.10%		

كما تبين أيضاً معنوية المتغيرات المعدلة *Ins_Own* الخاص بالملكية المؤسسية حيث أن $(\beta = -0.104; T\text{-Stat.} = -3.590 > 2; P\text{-Value} < 5\%)$ تبين معنوية متغيرات العلاقة التفاعلية *Man_Own* × *MA* & *Ins_Own* × *MA* الخاصة بالعلاقة التفاعلية بين القدرة الإدارية وكل من الملكية الإدارية والملكية المؤسسية حيث أن $(\beta = -3.103 \& -1.401; T\text{-Stat.} = -2.178 \& -2.858 > 2; P\text{-Value} < 5\%)$ سالبة، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع الملكية الإدارية والملكية المؤسسية يؤديان إلى زيادة العلاقة الطردية بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال المثالي.

وعلى مستوى المتغيرات الحاكمة، تبين للباحث معنوية المتغيرات *AGR* & *MTB* الخاصة بكل من معدل نمو الأصول، ومؤشر القيمة السوقية حيث أن $(\beta = -0.532 \& -0.065; T\text{-Stat.} = -4.286 \& -2.402 > 2; P\text{-Value} < 5\%)$ وهو ما يشير إلى أن زيادة مستوى معدل نمو الأصول، ومؤشر القيمة السوقية يؤدي إلى انخفاض مستوى الفجوة بين تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، ومن ثم فزيادة معدل نمو الأصول، ومؤشر القيمة السوقية يؤدي إلى الوصول للمستوى

يوجد تأثير طردي معنوي لأنماط هيكل الملكية على العلاقة الطردية بين
القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.

المثالي من هيكل رأس المال نتيجة تدنية فجوة التكلفة بين مكوني رأس المال. وبالتالي يمكن للباحث قبول الفرض الإحصائي الرئيسي الثاني للدراسة على الشكل البديل التالي:

٣- نتائج وتوصيات البحث

١/٣ نتائج البحث

تمثل الهدف الرئيسي للبحث في اختبار مدى وجود تأثير لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، ولتحقيق هذا الهدف حاول الباحث تحقيق الأهداف التالية: -

١- دراسة العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.

٢- اختبار الأثر المعدل لأنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.

وجاءت نتائج البحث كما يلي:

١/١/٣ النتائج النظرية للبحث

يمكن للباحث استخلاص أهم النتائج النظرية التي توصل اليها من خلاص استعراضه للجانب النظري لهذا البحث فيما يلي:

- ١- للقدرة الإدارية تأثير مباشر في تحديد هيكل رأس المال، حيث يسهم المديرون الأكفاء في اختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة.
- ٢- المديرون ذوو القدرة الإدارية العالية يميلون إلى الاعتماد على مصادر تمويل مرنة تقلل من الرفع المالي وتزيد من استقرار المركز المالي للشركة.
- ٣- أنماط هيكل الملكية تمارس دوراً معدلاً في العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال، حيث تزيد من فاعلية تأثير القدرة الإدارية على هيكل رأس المال.
- ٤- الشركات التي تطبق حوكمة قوية تحقق استفادة أكبر من القدرات الإدارية في تكوين هيكل رأس مال متوازن ومستدام.

٢/١/٣ النتائج العملية للبحث:

توصل الباحث من خلال إتمامه للدراسة التطبيقية الى النتائج الآتية:

- ١- قبول الفرض الرئيسي الأول للدراسة وهو وجود تأثير طردي معنوي للقدرة الإدارية على هيكل رأس المال، وهذا يعني أن زيادة القدرة الإدارية تؤدي الى الوصول للمستوى المثالي من هيكل رأس المال نتيجة تدنية فجوة التكلفة بين مكوني هيكل رأس المال
- ٢- قبول الفرض الرئيسي الثاني للدراسة وهو يوجد تأثير طردي ذو دلالة احصائية لأنماط هيكل الملكية على العلاقة الطردية بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال. حيث توصلت النتائج الى وجود تأثير عكسي معنوي لكلاً من الملكية الإدارية والملكية المؤسسية، مما يشير الى أن ارتفاع الملكية الإدارية والملكية المؤسسية يؤديان الى زيادة العلاقة الطردية بين القدرة الإدارية

وهيكل رأس المال المثالي. في حين توصلت النتائج الى عدم وجود علاقة معنوية للملكية الأجنبية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.

٢/٣ توصيات البحث:

- استناداً الى ما تم التوصل اليه الباحث من نتائج في هذا البحث يمكن اقتراح التوصيات الآتية:
 ١. ضرورة تعزيز كفاءة آليات حوكمة الشركات باعتبارها الإطار الرقابي الذي يضمن الاستخدام الأمثل للقدرة الإدارية في توجيه القرارات التمويلية نحو تحقيق هيكل رأس مال متوازن ومستدام.
 ٢. الاهتمام بتنمية القدرات الإدارية في الشركات من خلال التدريب المستمر وتطوير مهارات التحليل المالي واتخاذ القرار، لما لذلك من أثر مباشر في تحسين كفاءة إدارة مصادر التمويل وتوزيعها.
 ٣. توجيه الشركات إلى تحقيق توازن مناسب في هيكل الملكية، بحيث تسهم الملكية الإدارية في تحقيق التوافق بين مصالح الإدارة والمساهمين، مع عدم الإخلال بدور الملكية المؤسسية والأجنبية في دعم الرقابة والشفافية.
 ٤. تعزيز الوعي بأهمية التكامل بين الحوكمة والقدرة الإدارية كمدخل استراتيجي لتحسين كفاءة رأس المال وتعظيم قيمة الشركة في الأسواق التنافسية.

٣/٣ مقترحات لأبحاث مستقبلية:

- في ضوء ما توصلت اليه الدراسة من نتائج وتوصيات تتعلق بتأثير أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال. يري الباحث أنه لا يزال هناك عدد كبير من الموضوعات يمكن أن تتطرق اليها الدراسات في المستقبل كما يلي:
١. التوسع في تحليل تأثير خصائص الملكية بشكل منفصل، مثل تركيز الملكية العائلية أو الحكومية، على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.
 ٢. دراسة الفروق بين الشركات المدرجة وغير المدرجة في تطبيق آليات الحوكمة وأثرها في كفاءة استخدام رأس المال.
 ٣. إجراء دراسات مقارنة بين الأسواق الناشئة والمتقدمة لبحث كيف تؤثر البيئة المؤسسية ومستوى الشفافية على العلاقة بين القدرة الإدارية وهيكل رأس المال.

قائمة المراجع

المراجع العربية

- أبو خزانة، إيهاب محمد. (٢٠١١). أثر هيكل رأس المال وأجل الديون على التحفظ المحاسبي بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المالية والتجارية*.
- الباز، محمد محمود عبد العزيز، ومحمد ماهر عبد الحميد. (٢٠٢٢). تأثير آليات حوكمة الشركات على العلاقة بين نفوذ المدير التنفيذي وممارسات التجنب الضريبي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *الفكر المحاسبي*.
- حسين، علاء علي أحمد. (٢٠٢٠). قياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على نغمة الإفصاح المحاسبي وسياسة التوزيعات النقدية: دليل تطبيقي من البورصة المصرية. *الفكر المحاسبي*، ٢٤(١٢)، ٦٨-١. مسترجع من <http://search.mandumah.com/Record/1>
- حسين، علاء علي أحمد. (٢٠٢١). قياس تأثير التحول إلى المعايير الدولية للتقرير المالي (IFRS) على العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين والتحفظ المحاسبي المشروط: دليل تطبيقي من سوق الأسهم السعودي. *الإدارة العامة*، ٦٢(٢)، ٤٠٠-٣٣١.
- الزهراني، عبير هريش صالح، عبد المجيد، وحميده محمد. (٢٠٢٣). أثر آليات حوكمة الشركات على العلاقة بين التخطيط الضريبي وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، ٤٨٩-٥٤١.
- سليمان، حامد نبيل حامد، والجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم. (٢٠٢٢). القدرة الإدارية وانعكاساتها على العلاقة بين التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي للمنشأة: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، ٩(١)، ٣٥٠-٢٩١. مسترجع من <http://search.mandumah.com/Record/1>
- السيد، محمد صابر حمودة. (٢٠٢٠). تأثير الملكية الإدارية على العلاقة بين القدرة الإدارية واستدامة الأرباح المحاسبية للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري. *المجلة العلمية للدراسات*.
- السيد، محمد صابر حمودة، الجندي، خالد محمد محمد، عيد، السيد عيد محمد. (٢٠٢٣). أثر جودة حوكمة الشركات والتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية. *مجلة التجارة والتمويل*.
- الشريف، محمود مصطفى منصور. (٢٠٢٣). قياس مدى تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية: دراسة عملية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*.
- صالح، أحمد السيد إبراهيم. (٢٠٢٣). الأثر المعدل لجودة المراجعة المدركة على العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وأتاعب المراجعة السنوية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة التجارة والتمويل*، ٤٣(٣)، ٣٠٧-٢٣٤.

- الصانغ، مها، وعلي، سماح أحمد. (٢٠٢٢). تأثير القدرة الإدارية على جودة الأرباح في شركات المساهمة السعودية: دراسة تطبيقية على قطاع المواد الأساسية. *مجلة رماح للبحوث والدراسات*، ٧٢، ١٢٩-١٦٠. [مسـتـرجـع مـن](http://search.mandumah.com/Record/1321392)
<http://search.mandumah.com/Record/1321392>
- علي، إبراهيم زكريا عرفات. (٢٠٢٠). أثر حوكمة الشركات وهيكل الملكية على السلوك غير المتماثل للتكلفة: دراسة تطبيقية في بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، ١٠، ٤١-١٠٣. [مسـتـرجـع مـن](http://search.mandumah.com/Record/1109158)
<http://search.mandumah.com/Record/1109158>
- فاطمة محمد عسيري. (٢٠٢٠). أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية: دراسة تطبيقية. *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية*، ٧٦-٥٨.
- فودة، السيد أحمد محمود. (٢٠٢٥). تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال: هل هناك دور وسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية؟ دراسة اختبارية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، ٩(١)، ١٢٣-٢١٨.

المراجع الأجنبية

Journal Articles

- Abo Alkomsan, Ahmed, A. (2024). The Effect of Capital Structure, Total Assets Turnover, and Liquidity on The Financial Performance of Companies Listed on The Egyptian Stock Exchange .
- Alkurdi, A., & Mardini, G. H. (2020). The impact of ownership structure and the board of directors' composition on tax avoidance strategies: empirical evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(4), 795-812.
- Bawuah, I. (2024). The moderator role of corporate governance on capital structure-performance nexus: Evidence from Sub-Saharan Africa. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2298030.
- Boshnak, H. A. (2024). The impact of corporate governance and ownership structure on the capital structure decisions of Saudi listed firms. *Journal of Management and Governance*, 1-30.
- Boubakri, N., Guedhami, O., & Saffar, W. (2016). Geographic location, foreign ownership, and cost of equity capital: Evidence from privatization. *Journal of corporate finance*, 38, 363-381.

- Boussaidi, A., & Hamed-Sidhom, M. (2021). Board's characteristics, ownership's nature and corporate tax aggressiveness: new evidence from the Tunisian context. *EuroMed Journal of Business*, 16(4), 487-511.
- Bufarwa, I. M., Elamer, A. A., Ntim, C. G., & AlHares, A. (2020). Gender diversity, corporate governance and financial risk disclosure in the UK. *International Journal of Law and Management*, 62(6), 521–538. DOI link.
- 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.
- Choi, P. M. S., Choi, J. H., Chung, C. Y., & An, Y. J. (2020). Corporate governance and capital structure: Evidence from sustainable institutional ownership. *Sustainability*, 12(10), 4190.
- Choi, W., Han, S., Jung, S., and Kang, T. (2015). CEO's Operating Ability and the Association between Accruals and Future Cash Flows. *Journal of Business Finance & Accounting (JBFA)*, 42(5): 619-634.
- Choo, M. R., Wang, C. W., Yin, C., & Li, J. L. (2021). Managerial ability and external financing. *Asia-Pacific Financial Markets*, 28, 207-241.
- Chowdhury, S. P., Ahmed, R., Debnath, N. C., Ali, N., & Bhowmik, R. (2024). Corporate governance and capital structure decisions: Moderating role of inside ownership. *Risks*, 12(9), 144.
- Çinko, M., & Kasaboğlu, O. T. (2017). KURUMSAL SAHİPLİK İLE SERMAYE YAPISI ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA: TÜRKİYE ÖRNEĞİ. *Marmara İktisat Dergisi*, 1(2), 155-170.
- Dalwai, T., Habib, A. M., Mohammadi, S. S., & Hussainey, K. (2023). Does managerial ability and auditor report readability affect corporate liquidity and cost of debt?. *Asian Review of Accounting*, (ahead-of-print).
- De Silva, R., & Banda, Y. K. W. (2022). Impact of CEO characteristics on capital structure: evidence from a frontier market. *Asian Journal of Business and Accounting*.

- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- Dewanthi, B. Y., & Purwatiningsih, P. (2024). The Influence of Sales Growth, Capital Structure and Tax Planning on Company Value (Empirical Study of Property and Real Estate Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange 2018-2022). *Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Akuntansi*, 9(1).
- Do, T. K., Lai, T. N., & Tran, T. T. (2020). Foreign ownership and capital structure dynamics. *Finance Research Letters*, 36, 101337.
- Doorasamy, M. (2021). Capital structure, firm value and managerial ownership: evidence from East African countries. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 346-356.
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 759-783.
- Gao, J., & Hu, F. (2025). Can digital finance change corporate capital structure?. *Finance Research Letters*, 79, 107272.
- Hayat, M., Yu, Y., Wang, M., & Jebran, K. (2018). Impact of managerial and institutional ownership on capital structure: a comparison between China & USA. *European Journal of Business and Management*, 10(24), 69-80.
- Hsu, H. E., Venezia, C., & Schrader, C. (2015). Relationships between Institutional Ownership, Capital Structure and Research and Development Investment. *Accounting & Taxation*, 7(2), 75-82.
- Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2023). Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 39(4), 760-780.
- Juma, D. M., Ogola, L., & Aringo, C. E. (2024). An Examination into the Linkage Between Production Theory and Capital Structure of a Firm. *African Journal of Commercial Studies*, 5(1), 1-6.
- Kabir, M., Rahman, D., & Jamil, T. (2024). Torn between two debt types? The role of managerial ability in a firm's choice between bank loans and public debt. *Journal of Banking & Finance*, 164, 107205.

- 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.
- Khan, I., & Wasim, F. (2016). Impact of corporate governance and ownership structure on capital structure. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 5(11).
- Khoo, J. (2022). Managerial ability and debt maturity. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 18(1), 100295.
- Kristanti, F. T., Fitriyani, H., & Krisnawati, A. (2024). Dynamic panel data analysis of the impact of governance on bank capital structure in Indonesia. *Banks and Bank Systems*, 19(2), 199.
- Kristanti, F. T., Rachmawati, I. P., & Hidayat, W. W. (2024). Corporate governance mechanisms and firm value: Evidence from emerging markets. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 19(2), 198-215
-
- Liu, C., Xu, L., Yang, H., & Zhang, W. (2023). Prosocial CEOs and the cost of debt: Evidence from syndicated loan contracts. *Journal of Corporate Finance*, 78, 102316.
- Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure?. *Research in International Business and Finance*, 45, 488-498.
- Miloud, T. (2022). Corporate governance and the capital structure behavior: Empirical evidence from France. *Managerial Finance*, 48(6), 853-878.
- Nguyen, V. D., & Duong, Q. N. (2022). The impact of foreign ownership on capital structure: Empirical evidence from listed firms in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(2), 363-370.
- Omran, M., & Pointon, J. (2004). The determinants of the cost of capital by industry within an emerging economy: evidence from Egypt. *International Journal of Business*, 9(3), 237-258.

- Phung, D. N., & Le, T. P. V. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2).
- Pirzada, K., Mustapha, M. Z. B., & Wickramasinghe, D. (2015). Firm performance, institutional ownership and capital structure: A case of Malaysia. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 211, 170-176.
- Queiri, A., Madbouly, A., Dwaikat, N., & Husain, U. (2024). Corporate governance and capital structure decision: insights from Oman. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2297463
- Roy, P., Bhatt, S., Dani, R., Singh, P. K., Vasudevan, A., & Singh, E. N. (2025). Skill and Strategy: How Managerial Ability Drives Working Capital Efficiency. *F1000Research*, 14, 347.
- Samal, D., & Yadav, I. S. (2025). Agency conflicts, corporate ownership and capital structure decisions of Indian firms: evidence from new governance laws. *Journal of Accounting Literature*.
- Shang, C. (2021). Dare to play with fire? Managerial ability and the use of short-term debt. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102065.
- Simamora, A. J. (2021). Capital structure and performance: Examination of managerial ability as a moderating role. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 17(1).
- Thai, A. (2019). The effect of foreign ownership on capital structure in Vietnam. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 8(1), 20-32.
- THAKOLWIROJ, C., & Sithipolvanichgul, J. (2021). Board characteristics and capital structure: evidence from Thai listed companies. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 861-872.
- Thakur, O. A., Tunde, M. B., Noordin, B. A. A., Alam, M. K., & Prabowo, M. A. (2024). The relationship between goodwill and capital structure and the moderating effect of financial market development. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 29(57), 121-145.
- Ting, I. W. K., Tebourbi, I., Lu, W. M., & Kweh, Q. L. (2021). The effects of managerial ability on firm performance and the mediating role

of capital structure: evidence from Taiwan. *Financial Innovation*, 7, 1-23.

- Usman, M., Farooq, M. U., Zhang, J., Makki, M. A. M., & Khan, M. K. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?. *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374-392.
- Vijayakumaran, R. (2021). Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints: Evidence from Chinese listed companies. *Research in International Business and Finance*, 55, 101321.
- Wahba, H. (2014). Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt. *Journal of Management & Governance*, 18, 1041-1061.
- Wang, C., & Rokhshi, M. (2024). Does managerial ability affect debt maturity? *Accounting and Auditing with Applications*, 1(1), 27-35.
- Zeitun, R., & Goaied, M. (2021). The nonlinear effect of foreign ownership on capital structure in Japan: A panel threshold analysis.