

التأثير المُحفز لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/محمد جمال عبد الناصر

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

mohamed.abdelnasser@foc.cu.edu.eg

د/محمد حمدي عوض

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

Mohamed_hamdy@foc.cu.edu.eg

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى التحقق من مدى قيام الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بتعديل رافعتها المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها، وكذلك التحقق من العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وما إذا كان لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة - كإحدى آليات الحوكمة - تأثير مُحفز على هذه العلاقة، وفي سبيل تحقيق ذلك تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (65) شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك خلال الفترة من 2014 وحتى 2021. باستخدام الطريقة العامة للعزوم (Generalized Method of Moments (GMM) تم التوصل إلى النتائج الآتية: (أولاً): أن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية تقوم بتعديل رافعتها المالية بشكل جزئي للوصول إلى المستوى المستهدف لها؛ حيث تراوحت سرعة التعديل ما بين (28.9% - 31.9%). (ثانياً): وجود علاقة عكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أن الشركات التي يتصف مديروها بقصر النظر الإداري يكون لديها تباطؤ في سرعة تعديل الرافعة المالية. (ثالثاً): وجود علاقة عكسية بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة انخفضت سرعة تعديل الرافعة المالية. (رابعاً): أن نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تُحفز العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أن الشركات التي يتصف مديروها بقصر النظر الإداري، ويرتفع بها نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تكون أبطأ في تعديل رافعتها المالية مقارنة بالشركات التي لا يوجد بها هذه السمات أو الخصائص.

علاوةً على ذلك، أشارت نتائج الاختبارات الإضافية - عند استخدام مقياس بديل لقصر النظر الإداري - إلى وجود علاقة عكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذه النتيجة تؤكد صحة ما تم التوصل إليه في الاختبارات الأساسية.

الكلمات المفتاحية: سرعة تعديل الرافعة المالية، قصر النظر الإداري، نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة.

The Moderating Effect of the Female Representation in the Board of Directors on the Relationship between Managerial Myopia and the Speed of Financial Leverage Adjustment: Evidence from Egyptian Listed Firms

Abstract

This research aims to investigate whether Egyptian listed firms adjust their financial leverage to reach the targeted level. Also, it examines the relationship between managerial myopia (MYO) and the speed of leverage adjustment (SOA). Additionally, it explores whether female representation in the board of directors (GDIV) has a moderating effect on the relationship between MYO and SOA. To attain such objectives, an applied study has been conducted on a sample of 65 Egyptian listed firms from 2014 to 2021.

Using the Generalized Method of Moments (GMM), several findings were reached. First, Egyptian firms partially adjusted their leverage to reach the targeted level, and SOA ranged between 28.9% and 31.9%. Second, there is an inverse relationship between MYO and SOA, which means that firms whose managers are characterized by MYO have a deceleration in the SOA. Third, there is an inverse relationship between the GDIV and SOA, which means that the higher the GDIV, the lower the SOA. Fourth, the GDIV moderates the relationship between MYO and SOA, which means that firms whose managers are characterized by MYO and have a high GDIV are slower in adjusting their financial leverage than firms without such characteristics.

Additional tests using another measure of MYO also indicated an inverse relationship between MYO and SOA, which confirms the validity of the main tests' results.

Keywords: Speed of financial leverage adjustment speed, Managerial myopia, Female representation in the board of directors.

1- الإطار العام للبحث

1-1 المقدمة

تُعتبر عملية تحديد هيكل رأس المال الأمثل إحدى القضايا الجوهرية التي تشغل اهتمام المهنيين والأكاديميين على حدٍ سواء؛ لما لها من تأثير على قيمة الشركة وثروة مساهميها؛ ولذلك تحاول إدارة الشركات تحديد مستوى مستهدف من الديون يحقق لها وفورات ضريبية من ناحية ولا يعرضها لمخاطر التعثر والإفلاس من ناحية أخرى، وفي حالة وجود انحراف عن هذا المستوى المستهدف يجب أن يتم تعديله بصورة سريعة (Chang et al., 2014; Oino & Ukaegbu, 2015; Dufour et al., 2018)، وهو ما يُطلق عليه سرعة تعديل الرافعة المالية (**Speed of The Leverage Adjustment**)، وقد جذب هذا المصطلح الحديث نسبياً انتباه واهتمام العديد من الأبحاث في مجالي المحاسبة والتمويل في الآونة الأخيرة (Dufour et al., 2018; Do et al., 2022; Rostami et al., 2022; Hegde et al., 2023).

هذا، ويُمثل كل من قصر النظر الإداري (**Managerial Myopia**) كإحدى السمات الشخصية للمديرين التي تُشير إلى التركيز على تحقيق الأرباح في الأجل القصير، ونسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة كإحدى آليات الحوكمة، عاملين مهمين تم تناولهما مؤخراً في الأدبيات المحاسبية، ويُتوقع تأثيرهما على القرارات التمويلية المتعلقة بهيكل رأس المال وبصفة خاصة قرار سرعة تعديل الرافعة المالية (Shazlin et al., 2020; Nguyen et al., 2021; Li et al., 2021; Miloud, 2022; Rostami et al., 2022; Ezeani et al., 2022 & 2023).

في ضوء ما سبق، يحاول الباحثان من خلال البحث الحالي التحقق من تأثير كل من قصر النظر الإداري ونسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية، وما إذا كان لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تأثير مُحفز على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية.

1-2 طبيعة المشكلة

تُشير نظرية المفاضلة الديناميكية (**Dynamic Trade-Off Theory**) إلى أن الشركات يكون لديها مستوى مستهدف لهيكل رأس المال الأمثل، والذي يتحدد في ضوء المفاضلة بين العوائد (الوفورات الضريبية) والتكاليف (الإفلاس أو التعثر المالي) المترتبة على استخدام الديون كمصدر للتمويل، وفي حالة وجود انحراف عن هذا المستوى المستهدف يجب تعديله بشكل سريع من أجل الاقتراب مرة أخرى للمستوى المستهدف الذي يحقق المزيج الأمثل لهيكل التمويل (Faulkender et al., 2012; Dufour et al., 2018; An et al., 2021; Nguyen et al., 2021; Ibrahim & Zulkafli, 2023).

وتدعيماً لنظرية المفاضلة الديناميكية أوضحت بعض الدراسات أن الشركات يكون لديها مستوى مستهدف من الديون من أجل تعظيم قيمتها وثروة مساهميها، إلا أنها غالباً ما تتحرف عن هذا المستوى (سواء بالارتفاع أو الانخفاض)، وتحمل تكاليف الانحراف عنه (Deviation Costs)، وبالتالي يكون لديها الحافز لتعديل الرافعة المالية سريعاً والاقتراب من المستوى المستهدف مرة أخرى، إلا أنها في هذه الحالة سوف تتحمل تكاليف التعديل (Adjustment Costs)⁽¹⁾ التي يترتب على زيادتها انخفاض سرعة تعديل الرافعة المالية (السيد وآخرون، 2023، Sardo et al., 2022; Dufour et al., 2018).

في ضوء ما سبق، يجب على مديري الشركات اتخاذ القرار المناسب بشأن تعديل الرافعة المالية، وتحديد الفترة الزمنية اللازمة لتحقيق ذلك (سرعة التعديل)؛ نظراً لكونهم المسؤولين عن اتخاذ القرارات الإستراتيجية ذات الصلة بهيكل رأس المال، وتؤكد دراسة (Rostami et al., 2022) على أن قرارات مديري الشركات -باعتبارهم صناع القرار النهائي- تعتبر أحد العوامل المؤثرة على سرعة تعديل الرافعة المالية.

هذا، وتتأثر قرارات مديري الشركات بالعديد من العوامل، وتُعد السمات الشخصية للمديرين واحدة من هذه العوامل التي تؤثر على قراراتهم بشكل ملحوظ، ومن بين السمات الشخصية التي حظيت باهتمام متزايد في مجالي المحاسبة والتمويل السلوكي في الأونة الأخيرة تأتي سمة قصر النظر الإداري التي يُتوقع أن تؤثر بشكل كبير على القرارات المختلفة لمديري الشركات ومن بينها قرار سرعة تعديل الرافعة المالية (Li et al., 2021; Luo et al., 2022; Anam et al., 2023; Niu et al., 2023).

يشير قصر النظر الإداري إلى تركيز المديرين على تحسين أداء الشركة وتحقيق الأرباح في الأجل القصير، وذلك دون الأخذ في الاعتبار أي خطط للأداء المستقبلي في الأجل الطويل، وبالتالي قد يقوم المديرون بتغيير أساليب التشغيل في الشركة بحيث تعمل على التحرك نحو تحقيق الأهداف قصيرة المدى، وهو ما سيفيد العمليات التجارية للشركة، ويُسهّم في تحقيق ربح اقتصادي على المدى القصير فقط (Rostami et al., 2022)؛ أي أن المديرين الذين يتسمون بقصر النظر الإداري يميلون إلى تبني سلوكيات يترتب عليها التضحية بالاستثمارات طويلة الأجل من أجل زيادة العوائد على المدى القصير.

استناداً لما سبق، فإن هناك ضرورة للإجابة عن التساؤل الذي يُثار بشأن مدى تأثير قصر النظر الإداري كمتغير مستقل على سرعة تعديل الرافعة المالية كمتغير تابع؟ وهو ما سيحاول البحث الحالي التحقق منه في محاولة لفهم ديناميكية قرارات التمويل في الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية،

⁽¹⁾ تتمثل تكاليف الانحراف في تكاليف الإفلاس عند المستويات المفرطة للديون، وتكاليف فقدان الوفورات الضريبية عند المستويات المنخفضة للديون، بينما تتمثل تكاليف التعديل في تكاليف المعاملات التي تقوم بها الشركات من أجل الاقتراب من المستوى المستهدف.

خاصةً في ظل عدم وجود دراسات أجريت في هذا الصدد في البيئة المصرية وذلك في حدود علم الباحثان، على أن يسبق ذلك الإجابة عن تساؤل آخر مهم وهو مدى قيام الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بتعديل الرافعة المالية تجاه المستوى المستهدف لها؟

وفقاً لنظرية الوكالة يميل المديرون إلى تعظيم مصالحهم الخاصة عند اتخاذ القرارات التمويلية المتعلقة بالشركة، وهو ما يؤدي إلى وجود تعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين؛ فإدارة الشركة قد تفضل خيارات التمويل التي تحقق مصالحها الخاصة على حساب تعظيم ثروة المساهمين، وذلك من خلال الحد من استخدام الديون أو الإفراط فيها، وهذا السلوك قد يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة، والانحراف عن المستوى الأمثل للرافعة المالية (Chang et al., 2014; Naseem et al., 2019; Rostami et al., 2022; Niu et al., 2023).

تُعد ممارسات الحوكمة القوية أداة فعالة للحد من مشاكل الوكالة، والتكيف مع المستوى الأمثل للرافعة المالية؛ فالشركات ذات الحوكمة القوية لا تنطوي على تعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين، ومن ثمّ يتبنى المديرون قرارات هيكل رأس المال التي تعظم ثروة المساهمين، وبالتالي تكون سرعة تعديل الرافعة المالية فيها أسرع من الشركات ذات الحوكمة الضعيفة (السيد وآخرون، 2023، Gyimah et al., 2021; Nguyen et al., 2021; Ezeani et al., 2023).

تلعب خصائص مجلس الإدارة كإحدى آليات الحوكمة دوراً حاسماً في الحد من صراعات الوكالة وتعزيز مصالح المساهمين، ويُعد التنوع الجنسي إحدى خصائص مجلس الإدارة التي قد تؤثر على قيمة الشركة من خلال التأثير على قراراتها التمويلية؛ فزيادة نسبة الإناث في تشكيل مجلس الإدارة قد يقلل من الخيارات التمويلية التي تؤثر سلباً على قيمة الشركة ومصالح المساهمين؛ وذلك لأن الإناث أكثر حرصاً على مراقبة تصرفات الإدارة وأكثر تجنباً للمخاطر. وعلى النقيض من ذلك، فإن زيادة نسبة تمثيل الرجال في مجلس الإدارة قد تضر بمصالح المساهمين وقيمة الشركة؛ وذلك بسبب اعتمادهم على خيارات التمويل التي تنطوي على درجة كبيرة من المخاطر، وبالتالي يمكن القول بأن سرعة تعديل الرافعة المالية قد تختلف باختلاف نسبة التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة، ويجب على الشركات تحقيق التوازن بين نسب تمثيل الرجال والإناث في مجلس الإدارة من أجل زيادة فعالية القرارات بصفة عامة، والقرارات التمويلية بصفة خاصة (Faccio et al., 2016; Nguyen et al., 2021; Amin et al., 2022; Ibrahim & Zulkafli, 2023).

استناداً لما سبق، فإن هناك ضرورة للإجابة عن التساؤل الذي يُثار بشأن مدى تأثير نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية؟ وهو ما سيحاول البحث الحالي التحقق منه.

علاوةً على ذلك، فإن سلوكيات قصر النظر الإداري قد يختلف تأثيرها على سرعة تعديل الرافعة المالية باختلاف نسبة التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة، ولم يثبت من خلال الدراسات السابقة ما إذا كانت المرأة كعضو في مجلس الإدارة تتبنى رؤية إستراتيجية طويلة أو قصيرة المدى مقارنة بالرجال، وما هو انعكاس ذلك على سرعة التعديل، وبالتالي فإن هذا الأمر يمثل نقطة بحثية مهمة لم تتطرق إليها الدراسات السابقة، ومن ثم سوف يحاول الباحثان من خلال البحث الحالي التحقق من التأثير المُحفز لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية.

هذا، وتتمثل الدوافع البحثية التي حفزت الباحثين لدراسة العلاقة بين المتغيرات محل البحث فيما يلي: (أولاً) يتسم سوق الأوراق المالية المصري بضعف الكفاءة الاقتصادية (البتانوني والغاوي، 2015؛ الشحات وآخرون، 2016)، كما أنه يُعتبر من الأسواق الناشئة، وغالبًا ما يميل المديرون في مثل هذه الأسواق إلى تبني السلوكيات التي تركز على الأجل القصير؛ نظرًا لاعتماد المستثمرين في قراراتهم على أداء الشركة في الأجل القصير، ومن ثم يُتوقع أن يؤثر ذلك على سرعة تعديل الرافعة المالية التي غالبًا ما تستغرق فترة زمنية طويلة نسبيًا، وهو ما حفز الباحثين للتحقق مما إذا كان قصر النظر الإداري يمكن أن يؤثر على سرعة تعديل الرافعة المالية، خاصةً وأنه في حدود علم واطلاع الباحثين لا يوجد أي دراسات في البيئة المصرية قامت باختبار هذه العلاقة.

(ثانيًا) يلعب التنوع في مجلس الإدارة (سواء من حيث العمر، أو الجنس، أو التأهيل العلمي، أو الخبرات، وغيرها) دورًا حاسمًا وضروريًا في تعزيز قيادة مجلس الإدارة للشركة، وتعظيم قيمتها وبقائها وازدهارها في الأسواق المالية (Ibrahim & Zulkafli, 2023)، وبالتالي فإن التنوع قد يكون مفيدًا للشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية؛ حيث يُمكنها من التعامل مع مختلف الظروف التي يمكن أن تتعرض لها، ولذلك حاول البحث الحالي التركيز على أحد جوانب التنوع والمتمثل في نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة؛ نظرًا لما قد يكون لذلك من تأثير على قرارات الشركة المختلفة ومن بينها قرار سرعة تعديل الرافعة المالية، كما يُعد ذلك تماشيًا مع الجهود المبذولة من قبل الحكومة المصرية والهيئة العامة للرقابة المالية نحو تمكين المرأة المصرية في مختلف المجالات بحلول عام 2030.

(ثالثًا) أوضحت العلوم السلوكية أن السمات الشخصية للمديرين قد يختلف تأثيرها على القرارات التمويلية ذات الصلة بهيكل رأس المال باختلاف نسبة التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة، وهو ما حفز الباحثين إلى التحقق من التأثير المُحفز لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية في بيئة الأعمال المصرية.

في ضوء العرض السابق، يحاول البحث الحالي الإجابة عن التساؤلات الآتية:

- هل تقوم الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بتعديل الرافعة المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها؟
- هل هناك تأثير لِقصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية؟
- هل هناك تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية؟
- هل هناك تأثير مُحفز لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية؟

1-3 أهداف البحث

في ضوء مشكلة البحث، فإن أهدافه ستكون على النحو الآتي:

- التحقق مما إذا كانت الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية تقوم بتعديل الرافعة المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها.
- التحقق من تأثير قصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية.
- التحقق من تأثير نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية.
- التحقق من التأثير المُحفز لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية.

1-4 أهمية ومساهمات البحث

يستمد البحث أهميته الأكاديمية من مساهمته في محاولة توفير فهم شامل لأحد الجوانب السلوكية المهمة وهو قصر النظر الإداري، والذي يمثل اتجاهًا بحثيًا جديدًا لم يحظ بالاهتمام الكافي من قِبل الدراسات السابقة، كما يستمد البحث أهميته الأكاديمية من خلال المساهمة في محاولة فهم الأثر الذي قد ينعكس على سرعة تعديل الرافعة المالية نتيجةً لوجود مثل هذا السلوك لدى بعض المديرين، وفي حدود علم الباحثين فإن هناك ندرة في البحوث الأجنبية التي حاولت اختبار هذه العلاقة؛ حيث إن معظم الدراسات ركزت على تأثير قصر النظر الإداري على القرارات الاستثمارية، ولم تركز على قرارات التمويل وعلى وجه التحديد قرار سرعة تعديل الرافعة المالية، إضافةً إلى ذلك لا يوجد أيّ بحوث أجريت في هذا المجال في البيئة العربية والمصرية.

علاوةً على ما سبق، يُعتبر البحث الحالي امتدادًا واستكمالًا للأبحاث المحاسبية التي تناولت العلاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية في بيئة الأعمال المصرية؛ حيث توجد دراسة واحدة فقط قامت باختبار هذه العلاقة، وهي دراسة (السيد وآخرون، 2023). إلى جانب ذلك، يُقدم البحث الحالي إضافة بحثية جديدة لم تتعرض لها الدراسات السابقة، ألا وهي التحقق من التأثير المُحفز لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية؛ حيث لا يوجد أيّ أبحاث أُجريت لاختبار هذا الأثر المُحفز، وذلك في حدود علم واطلاع الباحثين.

يستمد البحث أهميته العملية من تقديمه دليلًا عمليًا من واقع الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية حول طبيعة العلاقة بين قصر النظر الإداري كأحد العوامل السلوكية الحديثة نسبيًا وسرعة تعديل الرافعة المالية، وما قد يكون لذلك من تأثير على تعظيم ثروة المساهمين واستمرارية الشركة.

كما يستمد البحث أهميته العملية من تقديمه لنتائج وتوصيات تساعد الجهات الرقابية في بيئة الأعمال المصرية في الحد من صراعات ومشاكل الوكالة بين الإدارة والمساهمين، وتقليل السلوكيات التي قد ينتهجها المديرون للتأثير على القرارات المهمة في الشركة وخاصةً القرارات التمويلية، فضلًا عن ذلك يتماشى هذا البحث مع الجهود المبذولة من قبل الحكومة المصرية والهيئة العامة للرقابة المالية نحو تمكين المرأة وضمان مشاركتها الفعالة في كافة أوجه العمل والمجالات، ومن بين هذه المجالات زيادة نسبة تمثيل المرأة في مجالس إدارة الشركات والبنوك المصرية لتصل إلى 30% بحلول عام 2030.

1-5 منهج البحث

اتبع الباحثان فلسفة البحث الإيجابية (Positivism)، والتي تقوم على اختيار المنهج الكمي الذي يركز على جمع البيانات الكمية واستخدام النماذج الرياضية والإحصائية، واختيار المدخل الاستنباطي الذي يقوم على أساس وجود نظرية - مثل نظرية الوكالة ونظرية المفاضلة الديناميكية في البحث الحالي - تفسر العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة، ثم بعد ذلك يتم اشتقاق فروض البحث، وتصميم طريقة البحث اللازمة لجمع البيانات وتحليلها إحصائيًا من أجل اختبار هذه الفروض وإثبات مدى صحتها (Collis & Hussey, 2014; Saunders et al., 2019).

1-6 حدود البحث

يخرج عن نطاق التطبيق والدراسة في البحث الحالي ما يلي:

- القطاع المالي المتمثل في القطاع المصرفي (البنوك)، وشركات التأمين، والمؤسسات المالية غير المصرفية؛ نظرًا لما يتمتع به هذا القطاع من طبيعة خاصة؛ حيث يختلف المزيج الأمثل لهيكل رأس

المال وبصفة خاصة نسبة الرافعة المالية لدى القطاع المالي عن غيره من القطاعات، وبالتالي فإن سرعة تعديل الرافعة المالية في هذا القطاع سيكون لها محددات وعوامل مختلفة عن باقي القطاعات.

- لا يتناول البحث الحالي كافة آليات حوكمة الشركات، وإنما يقتصر فقط على دراسة نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة كإحدى آليات الحوكمة المتعلقة بمجلس الإدارة.

1-7 خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث وأهدافه، سوف يُستكمل البحث على النحو الآتي؛ **القسم الثاني**: يعرض الإطار النظري للبحث، والذي يتناول كلاً من سرعة تعديل الرافعة المالية، وقصر النظر الإداري، ونبذة مختصرة عن الجهود المبذولة لتعزيز مشاركة المرأة في مجلس الإدارة. **أما القسم الثالث**: فيعرض الدراسات السابقة التي قامت باختبار تأثير كل من قصر النظر الإداري ونسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية، وينتهي باشتقاق فروض البحث التي سيتم اختبارها. **ويتناول القسم الرابع**: الدراسة التطبيقية واختبار الفروض؛ حيث يتم عرض طريقة تصميم البحث المتبعة، واختبار فروضه إحصائياً، ومناقشة النتائج وتفسيرها، ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة. **ويتناول القسم الخامس**: الخلاصة والتوصيات والدراسات المستقبلية.

2- الإطار النظري للبحث

يعرض الإطار النظري للبحث إحدى القضايا ذات الصلة بهيكل رأس المال وهي سرعة تعديل الرافعة المالية من أجل التعرف على مفهومها، وأهم العوامل المؤثرة عليها، كما يعرض أحد العوامل السلوكية للمديرين وهو قصر النظر الإداري من أجل التعرف على مفهومه وماهيته، وأهم العوامل التي تُحفز هذا السلوك. إضافة إلى ذلك، يُلقي الإطار النظري للبحث الضوء على أهم الجهود المبذولة لتعزيز مشاركة المرأة في مجلس الإدارة.

2-1 سرعة تعديل الرافعة المالية

2-1-1 مفهوم سرعة تعديل الرافعة المالية

يُقصد بالرافعة المالية المُثلي أو المستهدفة نسبة الديون إلى الأصول التي تكون عندها قيمة الشركة عند الحد الأقصى، وتكلفة رأس المال عند الحد الأدنى (Rostami et al., 2022)، وليس بالضرورة أن تكون الرافعة المالية المُستهدفة هي ذاتها الرافعة المالية الفعلية للشركة؛ فالرافعة المالية الفعلية عند أي نقطة من الزمن قد تختلف بشكل أساسي عن الرافعة المالية المُثلي أو المستهدفة (Shazlin et al.,

(2020). ووفقاً لنظرية المفاضلة الديناميكية يكون لدى كل شركة مستوى مستهدف لدرجة الرفع المالي، إلا أنها غالباً ما تتحرف عن هذا المستوى، وهذا الانحراف قد يقلل من قيمة الشركة وثروة المساهمين ويزيد من تكلفة رأس المال، ومن ثم يكون لدى الإدارة الحافز لمعالجة هذا الانحراف سريعاً وتعديل الرافعة المالية للاقترب من المستوى المستهدف مرة أخرى (Faulkender et al., 2012; Chang et al., 2014; Dufour et al., 2018; An et al., 2021; Do et al., 2022; Sardo t al., 2022).

هذا، ويُشير مفهوم سرعة تعديل الرافعة المالية إلى قيام الشركات بتعديل هيكل رأسمالها، والتحرك نحو الرافعة المالية المُثلَى التي تستهدفها وترغب في الوصول إليها (Rostami et al., 2022)، كما تُعرّف سرعة تعديل الرافعة المالية بأنها الانحراف أو التباين بين الرافعة المالية الفعلية والمستهدفة (Dufour et al., 2018). هذا، وقد عرفت دراسة Ibrahim and Zulkafli (2023) سرعة التعديل بأنها المعدل الذي تحاول به الشركة الوصول إلى المستوى المستهدف للرافعة المالية.

في ضوء ما سبق، يمكن للباحثين تعريف سرعة تعديل الرافعة المالية بأنها الفترة الزمنية اللازمة لتقليل حجم الانحراف بين الرافعة المالية الفعلية والمستهدفة، بما يؤدي إلى تحقيق المزيج التمويلي الأمثل لهيكل رأس المال.

2-1-2 العوامل المؤثرة على سرعة تعديل الرافعة المالية

أوضحت الدراسات السابقة أن هناك العديد من العوامل المؤثرة على سرعة التعديل، يتمثل أهمها فيما يلي:

(أولاً) **تكاليف الانحراف والتعديل**، عندما يحدث انحراف في الرافعة المالية الفعلية عن المستوى المستهدف لها، فإن الشركة تتحمل تكاليف الانحراف التي تتمثل في تكاليف الإفلاس عند المستويات المُفرطة للديون، وتكاليف فقدان الوفورات الضريبية عند المستويات المنخفضة للديون، ولتجنب مثل هذه التكاليف تحاول الشركات تعديل الرافعة المالية للاقترب من المستوى المستهدف، وهذا الأمر سيجعلها بنوع آخر من التكاليف وهو تكاليف التعديل التي تتمثل في تكاليف المعاملات التي تقوم بها الشركات من أجل الاقتراب من المستوى المستهدف (السيد وآخرون، 2023؛ Bazhair, Dufour et al., 2018; 2023).

وفقاً لنظرية المفاضلة الديناميكية فإن الشركات تقوم بتعديل مستوى الرافعة المالية فقط إذا كانت العوائد المحققة من وراء التعديل تفوق تكاليف الانحراف أو تكاليف عدم التعديل (An et al., 2021; Nguyen et al., 2021)، وبالتالي تؤثر تكاليف الانحراف والتعديل على سرعة تعديل الرافعة المالية؛ فعندما تكون تكاليف التعديل أكبر من تكاليف الانحراف، فإن الشركات سوف تُخفض من سرعة تعديل الرافعة المالية

والعكس. وفقاً لما سبق، فإن تكاليف التعديل المرتفعة قد تكون سبباً في قيام الشركات بعدم تعديل الرافعة المالية أو تعديلها بشكل جزئي وليس بشكل كلي، ومن ثم تُعد تكاليف التعديل المُفسر الحقيقي لوجود انحرافات كبيرة ومستمرة عن المستوى الأمثل للرافعة المالية (السيد وآخرون، 2023؛ Oino & Ukaegbu, 2015; Dufour et al., 2018; Rostami et al., 2022).

(ثانياً) حجم الانحراف، يُقصد به الفرق بين الرافعة المالية الفعلية والمستهدفة، وكلما زاد حجم الانحراف زادت سرعة التعديل، ويمكن تفسير ذلك بأن التكاليف الناتجة عن عدم التعديل -تكاليف الإفلاس أو تكاليف فقدان الوفورات الضريبية- تزداد كلما ازداد حجم الانحراف، وبالتالي يميل المديرون إلى تعديل الرافعة المالية على نحو أسرع لتجنب تحمل مثل هذه التكاليف، والعكس (Mukherjee & Wang, 2013).

(ثالثاً) حوكمة الشركات، تُسهم آليات الحوكمة القوية في التكييف مع المستوى الأمثل للرافعة المالية؛ حيث إن تحسن ممارسات الحوكمة يعزز من المساءلة والشفافية، ويقلل من تكاليف ومشاكل الوكالة بين الإدارة والمساهمين، وهذا الأمر قد يؤدي إلى تخفيض تكاليف التعديل، ومن ثم زيادة سرعة التعديل، والعكس (السيد وآخرون، 2023؛ Chang et al., 2014; An et al., 2021; Gyimah et al., 2021; Nguyen et al., 2021; Do et al., 2022; Ezeani et al., 2023).

(رابعاً) حجم الشركة، إن تعديل الرافعة المالية يكون أسرع في الشركات كبيرة الحجم مقارنةً بالشركات صغيرة الحجم، لما تتمتع به هذه الشركات من انخفاض احتمالية الإفلاس والتعثر، والوصول إلى أسواق الائتمان بسهولة، وتوليد تدفقات نقدية مستقرة ومستمرة، وبالتالي فإن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة وسرعة التعديل (السيد وآخرون، 2023؛ Dufour et al., 2018).

(خامساً) حجم التدفقات النقدية، إن الشركات التي تحقق تدفقاً نقدياً موجباً ولديها رافعة مالية مُفرطة يكون لديها سرعة تعديل أكبر؛ حيث تتمتع هذه الشركات بالمزيد من المرونة لتعديل الرافعة المالية عن طريق سداد الديون، وكذلك الشركات التي لديها تدفق نقدي سالب ورافعة مالية منخفضة يكون لديها أيضاً سرعة تعديل أكبر؛ حيث تميل هذه الشركات إلى تغطية عجزها عن طريق زيادة حجم الديون، أما الشركات التي لديها تدفق نقدي سالب ورافعة مالية مُفرطة يكون لديها سرعة تعديل أقل؛ حيث إن التدفق النقدي يكون غير كافٍ لتعديل الانحراف (السيد وآخرون، 2023؛ Faulkender et al., 2012; Dufour et al., 2018)، وهو ما أوضحته أيضاً دراسة (Byoun (2008)؛ حيث أكدت على أن تعديل الرافعة المالية يكون أسرع عندما يكون لدى الشركة ديون أعلى (أقل) من المستهدف ولديها فائض (عجز) مالي.

إضافةً لما سبق، هناك عوامل أخرى يمكن أن تؤثر على سرعة تعديل الرافعة المالية منها عوامل الاقتصاد الكلي مثل: التضخم، والنمو الاقتصادي؛ حيث تُعدل الشركات الرافعة المالية بشكل أسرع عندما تكون ظروف الاقتصاد الكلي جيدة، والعكس (Cook & Tang, 2010; Drobetz et al., 2015). إلى جانب ذلك، تؤثر القيود المالية عكسيًا على سرعة التعديل، وخاصةً في حالة ما إذا كانت الرافعة المالية الفعلية دون المستوى المستهدف (Faulkender et al., 2012). علاوةً على ذلك، تؤثر السمات الشخصية للمديرين، مثل النرجسية، والثقة الزائدة، والقدرة الإدارية، وقصر النظر الإداري على سرعة التعديل (Cueva et al., 2019; Almaleki et al., 2021; Cho et al., 2021; Rostami et al., 2022; Seifzadeh et al., 2022)؛ وحيث إن البحث الحالي يركز فقط على قصر النظر الإداري كإحدى السمات الشخصية الحديثة للمديرين، فسوف يعرض الباحثان الإطار النظري لهذا المتغير على النحو الآتي.

2-2 قصر النظر الإداري Managerial Myopia

2-2-1 مفهوم قصر النظر الإداري وماهيته

يُشير مفهوم قصر النظر في الأسواق المالية إلى مبالغة المستثمرين في تقدير أهمية الأرباح قصيرة الأجل والتقليل من أهمية الأرباح طويلة الأجل، وفي الأسواق التي لا تتمتع بخصائص الكفاءة غالبًا ما يحدد المستثمرون قيمة الشركة بالاعتماد فقط على ما قد يحدث في المستقبل القريب (المدى القصير)، ويعطون أهمية أقل لما قد يحدث في المستقبل البعيد (المدى الطويل)، ويُطلق على هذا المفهوم قصر نظر السوق (Abarbanell & Bernard, 2000) Market Myopia).

هذا، ولقد بدأت العديد من الدراسات في ربط مفهوم قصر النظر -كأحد العوامل السلوكية- بإدارة الشركة، وهو ما نتج عنه مفهوم قصر النظر الإداري (Managerial Myopia)، وقد يُطلق عليه أيضًا الأفق الإداري (Managerial Horizon)، ويتسم مديرو الشركات إما بضيق الأفق أو سعة الأفق الإداري (Antia et al., 2010; Rostami et al., 2022; Niu et al., 2023).

ويشير مفهوم قصر النظر الإداري إلى قيام المديرين باتخاذ قراراتهم بناءً على أداء السوق في المدى القريب، والتركيز على تحسين أداء الشركة وتحقيق الأرباح في الأجل القصير، دون الأخذ في الاعتبار أي خطط للأداء المستقبلي في الأجل الطويل (Rostami et al., 2022)، ومن ثم يميل المديرون إلى تبني سلوكيات يترتب عليها التضحية بالاستثمارات طويلة الأجل من أجل زيادة العوائد على المدى القصير.

هذا، وتعتبر أنشطة البحوث والتطوير أحد الاستثمارات طويلة الأجل التي تتسم بأن العوائد المُحققة من وراءها بطيئة وغير مؤكدة الحدوث، فضلًا عن أن النفقات المرتبطة بها قد يكون لها تأثير سلبي على

الأرباح في الأجل القصير، وقد يؤدي قصر النظر لدى بعض المديرين إلى التضحية بجزء من الاستثمارات الموجهة إلى هذه الأنشطة من أجل استغلالها في استثمارات أخرى تحقق عوائد أسرع ومؤكدة الحدوث في الأجل القصير، وهو ما قد يُفوت على الشركة المزايا التي تحققها من وراء أنشطة البحوث والتطوير، مثل: تحقيق ميزة تنافسية، ومعدلات نمو مرتفعة، وتنمية اقتصادية مستدامة (Cheng, 2004; Chen et al., 2015; Chintrakarn et al., 2016).

وتُشير نتائج دراسة (Chen et al., 2015) إلى أن المديرين الذين يتسمون بقصر النظر الإداري قاموا بتخفيض حجم الإنفاق على البحوث والتطوير من أجل تحقيق أهداف الأرباح في الأجل القصير. هذا، ولا يقتصر الأمر على مصروفات البحوث والتطوير فحسب وإنما قد يمتد ليشمل تخفيض مصروفات الإعلان والتسويق، والمصروفات المخصصة لتدريب العاملين بالشركة لتحقيق أهداف الأرباح قصيرة المدى (Bushee, 1998).

في ضوء ما سبق، فإن الشركات التي تحقق أرباحاً أعلى من المتوقع، وفي نفس الوقت يكون لديها تكاليف تسويق ومصروفات بحوث وتطوير أقل من المعتاد، غالباً ما يتسم مديروها بقصر النظر الإداري؛ حيث يُشير ذلك إلى قيام المديرين باستقطاع جزء من الموارد المخصصة لأنشطة التسويق والبحوث والتطوير وإعادة استثماره في أنشطة أخرى تحقق عوائد في الأجل القصير، خاصةً وأنه عند تحقيق الشركات لأرباح مرتفعة ستتاح لها الفرصة والموارد اللازمة للاستثمار في الأنشطة طويلة الأجل مثل البحوث والتطوير (Rostami et al., 2022).

وعليه، يمكن للباحثين تعريف قصر النظر الإداري بأنه إحدى السمات الشخصية التي يتسم بها بعض مديري الشركات، وتدفعهم إلى تفضيل الاستثمارات التي تحقق أهداف الأرباح قصيرة المدى في مقابل تخفيض حجم الاستثمارات طويلة الأجل.

2-2-2 العوامل التي تُحفز سلوك قصر النظر الإداري

هناك العديد من العوامل التي تُحفز سلوك قصر النظر لدى المديرين، يتمثل أهمها في: انخفاض الأرباح أو زيادة الخسائر؛ حيث وُجد أنه من المرجح أن تزداد سلوكيات قصر النظر الإداري عندما تعاني الشركات من انخفاض الأرباح أو زيادة الخسائر في السنوات السابقة؛ حيث يحاول المديرون عكس أو تغيير اتجاه الأرباح المنخفضة أو الخسائر (Cheng, 2004; Chen et al., 2015)، وتتفاقم هذه المشكلة عندما يتعرض المديرون لضغوط بشأن تقديم تقارير جيدة عن نتائج أعمال الشركات بشكل ربع سنوي، وهذا الأمر قد يجعلهم أكثر عُرضة لتبني سلوكيات قصر النظر الإداري من أجل تحقيق نتائج جيدة في الأجل القصير (Chintrakarn et al., 2016).

إلى جانب ذلك، تعتبر **حوافز ومكافآت المديرين** من العوامل المُحفزة لسلوكيات قصر النظر الإداري؛ حيث يميل المديرون إلى زيادة أرباح الشركة وتحقيق عوائد مرتفعة للأسهم في الأجل القصير من أجل زيادة مكافآتهم وحوافزهم، خاصةً وأن هذه المكافآت والحوافز تعتمد بشكل كبير على أداء الشركة وأداء أسهمها في سوق رأس المال (Chen et al., 2015). إضافةً لما سبق، فإن **ضعف آليات حوكمة الشركات** يُحفز سلوكيات قصر النظر لدى المديرين، وذلك من خلال تركيزهم على الاستثمارات قصيرة الأجل التي تحقق أرباحًا في المدى القريب، بينما تُحد آليات الحوكمة القوية من هذه السلوكيات، وتُحفز المديرين لتنفيذ الاستثمارات طويلة الأجل التي تُعظم من ثروة المساهمين وقيمة الشركة مثل أنشطة البحوث والتطوير (Chintrakarn et al., 2016).

أخيرًا، فإن **انخفاض كفاءة الأسواق المالية** قد يُحفز المديرين على تبني سلوكيات قصر النظر؛ لأنه في ظل هذه الأسواق تزداد درجة عدم تماثل المعلومات، ويعتمد المستثمرون في قراراتهم على أداء الشركة في الأجل القصير، دون إعطاء أي أهمية لأداء الشركة في الأجل الطويل (Abarbanell & Bernard, 2000; Rostami et al., 2022).

2-3 الجهود المبذولة لتعزيز مشاركة المرأة في مجلس الإدارة

حظيت قضية التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة باهتمام كبير في الآونة الأخيرة، وأصبحت واحدة من أهم الموضوعات البحثية في مجال حوكمة الشركات، خاصةً في ظل تزايد نسبة مشاركة المرأة في المناصب العليا بالشركة (Miloud, 2022; Sardo et al., 2022).

يعتبر التنوع بين الجنسين أمرًا ضروريًا لتعزيز كفاءة مجلس الإدارة؛ فمشاركة المرأة في مجلس الإدارة تُسلط الضوء على العديد من القضايا التي كان من المحتمل تجاهلها إذا كان جميع أعضاء مجلس الإدارة من الرجال، وهو ما يؤدي بدوره إلى تحسين جودة قرارات مجلس الإدارة، وتُعتبر زيادة مستويات الرفعة المالية والمخاطر المترتبة عليها إحدى القضايا التي يمكن أن يتطرق لها الإناث على نحو أكبر من الرجال (Nguyen et al., 2021; Ezeani et al., 2023)، خاصةً وأن الإناث أكثر حرصًا وعقلانية بشأن اتخاذ القرارات المحفوفة بالمخاطر؛ حيث يُظهرن باستمرار سلوكًا يتجنب المخاطر (Faccio et al., 2016)، وهذا الأمر من شأنه التأثير على القرارات المرتبطة بنسب الدين في هيكل التمويل، وكذلك سرعة تعديل الرفعة المالية في حالة انحرافها.

هناك تأكيدًا متزايدًا من قبل البورصات العالمية بضرورة زيادة نسبة تمثيل المرأة في مجالس إدارة الشركات، وتُعد فرنسا وألمانيا من الدول التي تتمتع بتمثيل مرتفع نسبيًا للمرأة في مجلس الإدارة؛ حيث إن الشركات المُقيدة مُلزَمة وفقًا لقانون حوكمة الشركات بتمثيل المرأة بنسبة تبلغ 40% في فرنسا، 30% في

ألمانيا، وكذلك فرضت العديد من الدول مثل إسبانيا، وبلجيكا، والنرويج، وإيطاليا، وفنلندا على الشركات العاملة بها ضرورة زيادة نسبة تمثيل المرأة، وبالتالي فإن هناك ضغوطاً متزايدة على الشركات من أجل تحسين التنوع بين الجنسين في مجالس إدارتها (Sila et al., 2016; Nguyen et al., 2021; Ezeani et al., 2022; Safiullah et al., 2022) وكذلك شهدت الشركات الأمريكية على مدار العشرين عامًا الماضية زيادة كبيرة في نسبة تمثيل المرأة بمجلس الإدارة (Zhu et al., 2020).

وفي مصر، قامت الحكومة المصرية بتفعيل "الإستراتيجية الوطنية لتمكين المرأة المصرية 2030"، وفي سياق العمل بهذه الإستراتيجية تم تأسيس "مرصد المرأة المصرية في مجالس الإدارة" في عام 2017، ويهدف إلى زيادة نسبة تمثيل المرأة في مجالس إدارة الشركات والبنوك المصرية لتصل إلى 30% بحلول عام 2030؛ ووفقًا للتقرير الصادر عنه لعام 2022 فلقد سجلت نسبة تمثيل المرأة في مجالس إدارة الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية أعلى مستوياتها لتصل إلى 324 عضو من إجمالي أعضاء مجلس الإدارة البالغ عددهم 1870 بنسبة (17.3%) مقارنة بنسبة (15.2%) لعام 2021، كما انخفضت نسبة الشركات التي لا يوجد بها تمثيل للمرأة من (14.9%) في عام 2021 لتصل إلى (10.2%) في عام 2022، كما أن (10.6%) من الشركات لديها (30%) أو أكثر من السيدات في مجالس الإدارة⁽²⁾.

هذا، وفي إطار سعى الحكومة المصرية نحو تمكين المرأة أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية القرار رقم (109) لسنة 2021 (2021/7/5) لتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (11) لسنة 2014 بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، كما أصدر القرار رقم (110) لسنة 2021 (2021/7/5) لتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (53) لسنة 2018 بشأن ضوابط منح الترخيص واستمراره وقواعد تملك أسهم الشركات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية، وهذه القرارات تهدف إلى تعديل نسبة تمثيل المرأة في مجالس إدارة الشركات العاملة في البيئة المصرية لتصبح 25% أو عضويتين على الأقل.

3- الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

في ضوء مشكلة البحث وأهدافه، قام الباحثان بتقسيم الدراسات السابقة إلى مجموعتين، تتضمن المجموعة الأولى الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، بينما تتضمن المجموعة الثانية الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية.

⁽²⁾ المصدر: الموقع الرسمي لمرصد المرأة المصرية في مجالس الإدارة، بكلية إدارة الأعمال بالجامعة الأمريكية بالقاهرة:

<https://business.aucegypt.edu/research/centers/women-boards-observatory/monitoring-reports>

3-1 المجموعة الأولى: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية

إن قرار تعديل الرافعة المالية يُعتبر من الأهداف الإستراتيجية للشركة والتي تعد بمثابة أهداف طويلة الأجل (Rostami et al., 2022)، وبالتالي فإن ضبط مستويات الرافعة المالية لكي تقترب من المستوى المستهدف لها قد يتم بشكل جزئي، ويتطلب من الشركات فترة زمنية طويلة نسبياً، وهو ما أكدته دراسة An et al. (2021) التي أوضحت أن تعديل الرافعة المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها يتم في الأجل الطويل، وكذلك توصلت دراسة (Chang et al. 2014) إلى أن عملية تعديل الرافعة المالية تستغرق وقتاً طويلاً خاصةً عندما تكون تكاليف التعديل مرتفعة نسبياً.

وفي هذا السياق، أوضحت دراسة (Acar 2021) أن سرعة تعديل الرافعة المالية في الشركات التركية بلغت (30.9%)، وبالتالي تحتاج هذه الشركات إلى (3.2) سنة للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة، بينما بلغت سرعة التعديل في الشركات الكورية (12.4%)، ومن ثم تحتاج هذه الشركات إلى حوالي (8) سنوات للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة (Cho et al., 2021).

في الشركات الهندية، تراوحت سرعة التعديل ما بين (41% - 43%)، وتقدر الفترة الزمنية اللازمة للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة بحوالي (2.4 - 2.3) سنة (Mukherjee & Mahakud, 2010)، بينما توصلت دراسة (Abdullah et al. 2023) إلى أن الشركات الهندية تحتاج إلى حوالي (2.1) سنة للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة؛ حيث بلغت سرعة التعديل في هذه الدراسة (47%)، في حين أوضحت دراسة (Gulzar and Haque 2022) أن الشركات الهندية استغرقت ما يقرب من (4.3 - 5) سنوات من أجل تعديل الفارق بين الرافعة المالية الفعلية والمستهدفة.

علاوةً على ما سبق، أوضحت دراسة (Ibrahim and Zulkafli 2023) أن الشركات الماليزية استغرقت مدى زمني طويل لتعديل الرافعة المالية وصولاً للمستوى المستهدف لهيكل رأس المال بسبب ظروف السوق وتكاليف التعديل، في حين أشارت دراسة (Memon et al. 2021) إلى أن سرعة تعديل الرافعة المالية في الشركات الماليزية والإندونيسية بلغت (62.1%)، وأن الفترة الزمنية اللازمة للوصول إلى المستوى المستهدف بلغت (1.6) سنة. أما في البيئة المصرية، فقد أوضحت دراسة السيد وآخرون. (2023) أن سرعة تعديل الرافعة المالية بلغت (35.5%)، وبالتالي تحتاج الشركات المصرية إلى حوالي (2.8) سنة للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة.

هذا، ويُعد قصر النظر الإداري -الذي يُشير إلى تركيز المديرين على تحقيق الأرباح وتحسين أداء الشركة في الأجل القصير- إحدى السمات الشخصية للمديرين التي بدأت الكتابات المحاسبية في تناولها

مؤخرًا، والتي قد يكون لها تأثير كبير على القضايا المرتبطة بهيكل رأس المال، وعلى وجه التحديد سرعة تعديل الرافعة المالية.

تعتبر دراسة (Rostami et al. (2022) من أوائل الدراسات التي حاولت اختبار تأثير قصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية، وقد أُجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 124 شركة من الشركات المقيدة بالبورصة الإيرانية، خلال الفترة من 2011 وحتى 2020.

ولقد توصلت دراسة (Rostami et al. (2022) إلى انخفاض تكاليف التسويق والبحوث والتطوير لدى الشركات المقيدة بالبورصة الإيرانية على الرغم من تحقيقها لأداء إيجابي ووجود زيادة في معدل العائد على الأصول؛ وهو ما يعني قيام المديرين باستقطاع جزء من الموارد المخصصة لأنشطة التسويق والبحوث والتطوير وإعادة استثماره في أنشطة أخرى تحقق عوائد في الأجل القصير، ومن ثم يمكن القول بأن الشركات الإيرانية لديها مديرون يتسمون بقصر النظر الإداري، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية؛ وهذا يعني أن الشركات التي يتسم مديروها بقصر النظر الإداري تتخفف لديها سرعة تعديل الرافعة المالية، ويرجع ذلك إلى إعطاء المديرين أهمية أكبر لتحقيق الأرباح في الأجل القصير والابتعاد عن الأنشطة التي تحتاج إلى تكلفة مرتفعة ويتحقق العائد من ورائها خلال فترة زمنية طويلة، وهذا الأمر يقلل من سرعة التعديل ويزيد من الفترة الزمنية اللازمة للوصول إلى الرافعة المالية المُستهدفة.

وفي سياق متصل، توصلت دراسة (Sun et al. (2022) التي أُجريت على الشركات الصينية المقيدة بالبورصة (26673 مشاهدة) خلال الفترة من 2000 وحتى 2020، إلى أن الضغوط الناتجة عن زيادة درجة تغطية المحللين الماليين للشركات تُحفز سلوكيات قصر النظر الإداري؛ حيث يحاول المديرون تلبية توقعات هؤلاء المحللين، وذلك عن طريق تحسين الأداء وزيادة الأرباح في الأجل القصير، وتجنب الأنشطة والاستثمارات التي قد تستغرق وقتًا طويلًا من أجل تحقيق العوائد المُنتظرة من ورائها، وهذا الأمر يعوق عملية تعديل الرافعة المالية ويُخفف من سرعتها.

إلى جانب ذلك، توصلت دراسة (Niu et al. (2023) التي أُجريت خلال الفترة من 2008 وحتى 2020، إلى أن سلوكيات قصر النظر لدى مديري الشركات الصينية المُقيدة بالبورصة تُسهم في زيادة تكاليف وصراعات الوكالة بين الإدارة والمساهمين، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض سرعة تعديل الرافعة المالية، ويمكن إرجاع ذلك إلى أن المديرين الذين يتسمون بقصر النظر الإداري يركزون على الأرباح قصيرة الأجل ويكونون أقل استعدادًا لتحمل التكاليف المتعلقة بتعديل هيكل رأس المال، كما أنهم يحاولون تجنب الفترة الزمنية الطويلة التي تستغرقها عملية التعديل.

3-2 التعليق على المجموعة الأولى من الدراسات السابقة واشتقاق الفروض

اتفقت دراسات هذه المجموعة على أن تعديل الرافعة المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها يتم بشكل جزئي وليس بشكل كامل، ومن ثم فإن غلق أو تقليص الفجوة بين الرافعة المالية الفعلية والمستهدفة قد يحتاج إلى فترات زمنية طويلة نسبياً (Abdullah et al. 2023; Ibrahim & Zulkafli, 2023; Rostami et al., 2022; Gulzar & Haque, 2022; An et al., 2021; Memon et al., 2021; Acar et al., 2021; Cho et al., 2021; Chang et al., 2014; Mukherjee & Mahakud, 2010).

كما اتفقت دراسات هذه المجموعة على أن قصر النظر الإداري له تأثير عكسي على سرعة تعديل الرافعة المالية؛ وهذا يعني أن الشركات التي يتسم مديروها بقصر النظر تتخفف لديها سرعة التعديل، وقد يكون لذلك آثار سلبية على قيمة الشركة واستمراريتها وأداء أسهمها في الأجل الطويل (Rostami et al., 2022; Sun et al., 2022; Niu et al., 2023).

هذا، وقد أرجعت الدراسات السابقة أسباب العلاقة العكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية إلى ما يلي:

(أولاً) يُفضل المديرون الذين يتسمون بقصر النظر الإداري التركيز على تحسين أداء الشركة وتحقيق الأرباح في الأجل القصير، وتجاهل الخطط المستقبلية المرتبطة بالأجل الطويل (Rostami et al., 2022)، ومن ثم فإن سلوكيات قصر النظر لدى المديرين يترتب عليها تفضيل الاستثمارات التي تحقق عوائد أسرع نسبياً على حساب زيادة القيمة في الأجل الطويل (Antia et al., 2010)، وهذا الأمر يُقلل من احتمالية تعديل المديرين للرافعة المالية (انخفاض سرعة التعديل) بسبب طول الفترة الزمنية التي قد تستغرقها عملية التعديل، وزيادة التكاليف المرتبطة بها (Niu et al., 2023).

(ثانياً) وفقاً لنظرية الوكالة يسعى المديرين الذين يتسمون بقصر النظر الإداري إلى تحقيق مصالحهم الشخصية (الاستقرار النسبي، وتجنب المخاوف الإدارية بشأن الأمان الوظيفي والسمعة) من خلال تحقيق أهداف الأرباح قصيرة المدى، وبالتالي يبتعدون عن الأنشطة التي يمكن أن تهدد مصالحهم وأدائهم الوظيفي مثل تعديل الرافعة المالية الذي يحتاج إلى مدى زمني طويل نسبياً وتكلفة مرتفعة (Antia et al., 2010; Rostami et al., 2022).

(ثالثاً) يتصف المديرون الذين يتسمون بقصر النظر بأنهم متجنبون للمخاطر، وبالتالي لا يفضلون المستويات المرتفعة من الرافعة المالية، وهذا الأمر يجعلها أقل من المستوى المستهدف بدرجة كبيرة،

وبالتالي تحتاج الشركات إلى تكاليف تعديل مرتفعة للاقتراب من المستوى المستهدف، وهو ما قد يتسبب في انخفاض سرعة التعديل (Rostami et al., 2022).

بالنسبة لبيئة الأعمال المصرية، يتسم سوق الأوراق المالية بضعف الكفاءة الاقتصادية، كما أنه يعد أحد الأسواق الناشئة (البتانوني والغاوي، 2015؛ الشحات وآخرون، 2016)، وغالبًا ما يبنّي المستثمرون قراراتهم في مثل هذه الأسواق على أداء الشركات في الأجل القصير (Abarbanell & Bernard, 2000)، وهذا الأمر يُحفز المديرين على تبني سلوكيات قصر النظر الإداري. إلى جانب ذلك، أوضحت دراسة (Rostami et al. (2022) أن المديرين الذين يتسمون بقصر النظر عادةً ما يتجنبون المخاطر ولا يميلون إلى استخدام المستويات المرتفعة من الديون، وهو ما يؤدي إلى انخفاض نسب الدين في الهيكل التمويلي للشركات، في حين أوضحت دراسة (Arikawa and Hoang (2022) أن المديرين في الأسواق الناشئة غالبًا ما يميلون إلى الاعتماد بشكل رئيسي على الديون كمصدر للتمويل، وهو ما يؤدي إلى زيادة نسب الدين في الهيكل التمويلي للشركات.

في ضوء ما سبق، يمكن القول بأن: (أولاً) ظاهرة قصر النظر الإداري قد تكون موجودة لدى مديري الشركات العاملة في السوق المصري نتيجة ضعف الكفاءة الاقتصادية، وزيادة درجة عدم تماثل المعلومات، وعدم فعالية آليات الحوكمة ونقص الشفافية. (ثانياً) أن الشركات المصرية قد تختلف في درجة اعتمادها على الديون؛ فهناك من يعتمد عليها بشكل مُفرط وهناك من لا يُفضل استخدامها كمصدر للتمويل، وهذا الأمر يؤدي إلى زيادة نسب الدين في الهيكل التمويلي لدى بعض الشركات وانخفاضها لدى البعض الآخر، ومن ثم سيكون لديها انحرافات في درجة الرفع المالي، وقد تقوم بتعديل هذه الانحرافات من أجل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل الذي يعظم من ثروة المساهمين. (ثالثاً) احتمالية وجود سلوك قصر النظر الإداري لدى بعض مديري الشركات العاملة في البيئة المصرية قد يكون له تأثير واضح على سرعة التعديل؛ حيث من المتوقع أن يعوق عملية التعديل ويؤدي إلى انخفاض سرعتها أو توقفها تمامًا.

علاوةً على ذلك، لم يتوصل الباحثان -في حدود ما تم الاطلاع عليه- إلى أي دراسات قامت باختبار تأثير قصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية في بيئة الأعمال المصرية، ولذلك يحاول البحث الحالي اختبار هذا التأثير في محاولة لفهم ديناميكية قرارات التمويل بالشركات العاملة في البيئة المصرية، وبالتالي يمكن صياغة الفرضين الأول والثاني للبحث على النحو الآتي:

الفرض الأول (H1): تقوم الشركات العاملة في البيئة المصرية بتعديل الرافعة المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها.

الفرض الثاني (H2): يوجد تأثير لقصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية.

3-3 المجموعة الثانية: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية:

قدمت الدراسات السابقة أدلة متعددة حول الدور الرقابي لخصائص مجلس الإدارة - كأحدى آليات الحوكمة- في الحد من صراعات الوكالة وتعزيز مصالح المساهمين، ويُعتبر التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة من الخصائص التي يمكن أن تؤثر على سرعة تعديل الرافعة المالية، خاصةً وأنه يوفر رؤية أفضل للمراقبة، ويقلل من صراعات وتكاليف الوكالة، ويُحسن من قدرة الشركات على التصحيح المبكر لهيكل رأس المال (السيد وآخرون، 2023؛ Amin et al., 2022؛ Gyimah et al., 2021).

هذا، ولقد تباينت نتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية؛ حيث توصلت دراستا (Ezeani et al. (2022) & (2023) إلى أن زيادة نسبة تمثيل المرأة في مجالس إدارة كل من الشركات الفرنسية والإنجليزية والألمانية ساهمت في تخفيض مصادر التمويل المحفوفة بالمخاطر (الديون)، ومن ثم زيادة سرعة تعديل الرافعة المالية نحو المستوى المستهدف لها، وذلك في حالة زيادة مستويات الديون لدى الشركات بشكل مُفرط أو مبالغ فيه، وهو ما يشير إلى أهمية مشاركة المرأة في مجلس الإدارة، بينما في الشركات اليابانية لم تكن هناك علاقة واضحة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية.

كما توصلت دراسة (Nguyen et al. (2021) من خلال التطبيق على عينة مكونة من (662) شركة مقيدة في بورصة فيتنام خلال الفترة من 2000 وحتى 2016، إلى وجود تأثير طردي للتنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية؛ وهذا يعني أن مجلس الإدارة الأكثر تنوعاً بين الجنسين يؤدي إلى تحرك الرافعة المالية بشكل أسرع نحو المستوى المستهدف، ووفقاً لهذه النتائج يمكن القول بأن تمثيل المرأة في مجلس الإدارة يمكن أن يزيد من كفاءته ويحسن من جودة قراراته.

وفي نفس السياق، توصلت دراسة (Shazlin et al. (2020) إلى أن التنوع الجنسي بين المديرين له تأثير طردي على درجة الرفع المالي الأمثل في الشركات الماليزية المقيدة بالبورصة؛ بمعنى أنه كلما كان هناك تنوع أكبر بين الجنسين اقتربت الرافعة المالية من المستوى الأمثل لها. وفي فرنسا، توصلت دراسة (Miloud (2022) إلى أن الشركات التي تتمتع بآليات جيدة لحوكمة الشركات، بما في ذلك التنوع بين الجنسين، من المرجح أن تتخفف لديها تكاليف تعديل هيكل رأس المال، وقد يحفزها ذلك على إعادة التوازن إلى هيكل رأس المال بصورة أسرع، وبصفة عامة تُشير النتائج إلى أن زيادة نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تؤدي إلى زيادة سرعة تعديل الرافعة المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها، ومن ثم التكيف مع هيكل رأس المال الأمثل.

وعلى العكس مما سبق، أوضحت دراسة (Sardo et al. (2022) أن التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة له دور واضح في التأثير على السلوك التمويلي للشركات؛ حيث وُجد أن سرعة تعديل الرافعة المالية تنخفض في الشركات التي تزداد فيها نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة (علاقة عكسية)، بينما تزداد في الشركات التي يتكون غالبية مجلس إدارتها من الرجال (علاقة طردية). كما توصلت دراسة Ibrahim and Zulkafli (2023) التي أجريت على الشركات الماليزية المُقيدة بالبورصة إلى وجود علاقة عكسية بين التنوع الجنسي في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية، وأوصت الدراسة بضرورة الموازنة بين تكاليف وفوائد التنوع الجنسي في مجالس الإدارة، لأن زيادة التنوع قد تعوق عملية التعديل أو تسهلها.

هذا، وتشير دراسة (Bazhair (2023 إلى أن الشركات السعودية المُقيدة بالبورصة تقوم بتعديل الرافعة المالية الفعلية من أجل الوصول إلى المستوى المستهدف لها، وأنه لا يوجد تأثير معنوي للتنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة على مستوى الرافعة المالية المستهدفة. وفي البيئة المصرية، حاولت دراسة السيد وآخرون. (2023) اختبار أثر نسبة تمثيل المرأة كإحدى آليات الحوكمة على سرعة تعديل الرافعة المالية، وذلك من خلال التطبيق على عينة مكونة من (42) شركة غير مالية (168 مشاهدة) خلال الفترة من 2018 وحتى 2021، وأوضحت النتائج أن نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة لا تؤثر على سرعة التعديل.

3-4 التعليق على المجموعة الثانية من الدراسات السابقة واشتقاق الفروض

يتضح من العرض السابق أن دراسات هذه المجموعة توصلت إلى نتائج مُتباينة بشأن العلاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية؛ حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة التعديل، ويمكن إرجاع هذه العلاقة الطردية إلى أن الإناث يميلون إلى البقاء في المنطقة الآمنة وتحمل قدر أقل من المخاطر، ومن ثم يضغطون على أعضاء مجلس الإدارة من الرجال، ويفرضون رقابة صارمة على المديرين لمنعهم من زيادة الرافعة المالية بشكل مُفرط أو مبالغ فيه، وهذا الأمر يجعل الرافعة المالية الفعلية قريبة من المستوى المستهدف لها، وهو ما ينعكس على زيادة سرعة التعديل نتيجة انخفاض التكاليف المُرتبطة بعملية التعديل (Shazlin et al., 2020; Nguyen et al., 2021; Miloud, 2022; Ezeani et al., 2022 & 2023).

في حين أكدت بعض الدراسات على وجود علاقة عكسية بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية؛ بمعنى أن سرعة التعديل تنخفض في الشركات التي تزداد فيها نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة (Sardo et al., 2022; Ibrahim & Zulkafli, 2023)، ويمكن إرجاع هذه العلاقة العكسية إلى أن الإناث يتسمون بتجنبهم للمخاطر، وبالتالي فإن زيادة نسبة تمثيلهم في مجلس الإدارة يقلل من احتمالية اعتماد الشركات على خيارات التمويل التي تتطوي على مخاطر كبيرة، وهذا الأمر

يجعل الرافعة المالية أقل من المستوى المستهدف لها بدرجة كبيرة، وسوف يصاحب ذلك انخفاضًا في سرعة تعديل الرافعة المالية نتيجة زيادة التكاليف المرتبطة بعملية التعديل (Ezeani et al., 2022).

بينما أوضحت دراسات أخرى عدم وجود علاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية (السيد وآخرون، 2023؛ Bazhair, 2023)، وبالتالي فحتى وقتنا الحالي لا يوجد اتفاق حول اتجاه العلاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية.

هذا، ووفقًا لنظرية الوكالة فإن التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة - كألية من آليات الحوكمة- سوف يُسهم في تحسين عملية المراقبة وتخفيض صراعات الوكالة، وبالتالي يمكن أن يحد من استخدام الإدارة للديون بشكل مُفرط أو منخفض للغاية، كما أنه يشجع الشركات على إعادة توازن هيكل رأس المال بانتظام (Ibrahim & Zulkafli, 2023)، ومن ثم يمكن القول بأن التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة يمكن أن يؤثر على قدرة الشركات بشأن تعديل انحرافات الرافعة المالية، خاصةً وأنه يرتبط بجودة أفضل لحوكمة الشركات (Amin et al., 2022)، وتؤكد دراسة (Miloud (2022) على أن الشركات التي تتمتع بآليات جيدة للحوكمة، بما في ذلك التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة، من المرجح أن تتخفف لديها تكاليف تعديل الرافعة المالية، ومن ثم زيادة سرعة التعديل.

بالنسبة للوضع في بيئة الأعمال المصرية، لا يوجد سوى دراسة واحدة -في حدود علم الباحثين- حاولت التحقق من تأثير نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية وهي دراسة السيد وآخرون. (2023)، وتوصلت إلى عدم وجود علاقة بينهما، ومن ثم فإن هناك ندرة في الدراسات التي تناولت هذه العلاقة، ولذلك يحاول البحث الحالي اختبار ودراسة هذا التأثير من خلال التطبيق على الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثالث للبحث على النحو الآتي:

الفرض الثالث (H3): لا يوجد تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية.

علاوةً على ذلك، قد يختلف تأثير سلوكيات قصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية باختلاف نسبة التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة؛ فالرجال يميلون إلى تحمل المخاطر بشكل أكبر من الإناث (Faccio et al., 2016; Sila et al., 2016)، ويرجع ذلك إلى أن الإناث يتمتعون باختلافات بيولوجية ونفسية تؤثر على تفضيلاتهم للمخاطر مقارنة بنظرائهم من الرجال (Gulzar & Haque, 2022)، وكذلك وُجد أن الرجال يتسمون بقدر أكبر من الثقة الإدارية مقارنةً بالإناث، وذلك عند اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية المختلفة (Cueva et al., 2019).

وعليه، فإن معرفة كيف يمكن أن يلعب قصر النظر الإداري في ظل التنوع بين الجنسين دورًا فريدًا في التأثير على اختيارات وقرارات تمويل الشركات يمثل نقطة بحثية مهمة لم تتطرق إليها الدراسات السابقة، ولذلك سوف يحاول الباحثان التحقق من التأثير المُحفز لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وذلك من خلال التطبيق على الشركات المُقيدة في البورصة المصرية، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الرابع للبحث على النحو الآتي:

الفرض الرابع (H4): لا يوجد تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية.

استنادًا لما تقدم، يحاول الباحثان التعرف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات محل البحث في الواقع العملي من خلال إجراء الدراسة التطبيقية كما يتضح فيما يلي.

4- الدراسة التطبيقية واختبار الفروض

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض البحث السابق الإشارة إليها في القسم الثالث، ومقارنة نتائجها مع نتائج الدراسات السابقة، ولتحقيق هذا الهدف سوف يتناول الباحثان النقاط الآتية:

4-1 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2014 وحتى 2021، وقد حدد الباحثان الشروط الآتية لتحديد الشركات التي تدخل ضمن العينة؛ أولاً: أن تكون من الشركات التي لا تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية بسبب الطبيعة الخاصة لهذه الشركات. ثانيًا: أن تكون من الشركات التي تتوفر بياناتها، وخاصة البيانات ذات الصلة بنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة خلال الفترة محل الدراسة. ثالثًا: أن تكون من الشركات التي تعرض قوائمها وتقاريرها المالية بالجنه المصري. وبتطبيق المعايير السابقة بلغ حجم العينة النهائي (65) شركة، موزعة على (5) قطاعات أساسية، بإجمالي مشاهدات بلغت (520) مشاهدة، والجدول (1) يوضح التوزيع القطاعي لعينة الدراسة⁽³⁾.

⁽³⁾ يشمل قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية **Consumer Discretionary** السلع والخدمات التي يعتمد طلب المستهلك لها على وضعه المالي، وبالتالي يُعد هذا القطاع أكثر حساسية للدورات الاقتصادية، ويضم شركات تصنيع السيارات، والمنسوجات والسلع المعمرة، والسياحة، والترفيه، والمطاعم، والفنادق، بينما يشمل قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية **Consumer Staples** السلع والخدمات التي لا يعتمد طلب المستهلك لها على وضعه المالي، وبالتالي يُعد هذا القطاع أقل حساسية للدورات الاقتصادية، ويضم شركات الأغذية والمشروبات والتبغ، والتجارة والتوزيع، والأدوية والرعاية الصحية، في حين يشمل القطاع الصناعي مجموعة كبيرة من الأعمال المختلفة التي تتضمن بشكل عام استخدام المعدات الثقيلة، ويضم شركات البناء والهندسة، وخدمات النقل والشحن، والمنتجات الصناعية، ويشمل قطاع المواد الشركات التي توفر سلعا متنوعة لاستخدامها في الصناعات والتطبيقات المختلفة مثل شركات الموارد الأساسية، والمواد الكيماوية، ومواد البناء، والتعدين (عوض، 2023).

جدول 1: التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

النسبة المئوية %	عدد المشاهدات	القطاعات
18.46	96	قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية
27.7	144	قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية
15.38	80	القطاع الصناعي
15.38	80	قطاع المواد
23.08	120	قطاع العقارات
%100	520	الإجمالي

هذا، ويرجع السبب في اعتماد الباحثين على التصنيف القطاعي الوارد بالجدول (1) إلى حاجة مُلحة، ألا وهي ضرورة توافر عدد معين من الشركات (5 شركات على الأقل) داخل كل قطاع من القطاعات المختلفة؛ وذلك لقياس المتغير التابع بالدراسة الحالية المتمثل في سرعة تعديل الرافعة المالية، حيث يتطلب حساب هذا المتغير إيجاد الرافعة المالية المستهدفة على مستوى كل قطاع من القطاعات المختلفة نظرًا لاختلاف سلوكها من قطاع لآخر، وهذا الأمر يصعب تحقيقه في حالة الاعتماد على التصنيف القطاعي للبورصة المصرية، الذي قد تحتوي بعض قطاعاته على عدد قليل من الشركات.

4-2 متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

تعتمد الدراسة الحالية على أربعة أنواع من المتغيرات؛ يتمثل المتغير المستقل في قصر النظري الإداري، بينما يتمثل المتغير التابع في سرعة تعديل الرافعة المالية، في حين يتمثل المتغير المحفز أو المعدل في نسبة تمثيل المرأة بمجلس الإدارة، بالإضافة إلى بعض المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، ونسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، وهذه المتغيرات الرقابية تعتبر في نفس الوقت من محددات الرافعة المالية، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهذه المتغيرات.

4-2-1 المتغير المستقل: قصر النظري الإداري (MYO)

يُشير قصر النظري الإداري إلى ميل المديرين لتبني سلوكيات من شأنها التضحية بالاستثمارات طويلة الأجل من أجل زيادة العوائد في الأجل القصير، وبالتالي فالشركات التي تُعلن عن عوائد أعلى من المتوقع، وتكون فيها تكاليف التسويق والبحوث والتطوير أقل من المتوقع غالبًا ما تكون أكثر عُرضة لقصر النظر الإداري؛ بسبب قيام المديرين باستقطاع جزء من هذه التكاليف لمقابلة أهداف الأرباح في الأجل القصير

(Rostami et al., 2022; Arianpoor & Mehrfard, 2023)، ولقياس قصر النظر الإداري بشركات عينة الدراسة قام الباحثان بتطبيق الخطوتين الآتيتين:

الخطوة الأولى: تقدير القيم المتوقعة (Expected Values) لكل من معدل العائد على الأصول وتكاليف التسويق وتكاليف البحوث والتطوير، وذلك من خلال الاعتماد على المعادلات التي قدمتها دراسة Anderson and Hsiao (1982)، مع إجراء تغيير في المعادلة الثالثة يكمن في استبدال تكاليف البحوث والتطوير بالنفقات الرأسمالية؛ وذلك بسبب عدم وجود إفصاح كافٍ عن تكاليف البحوث والتطوير من قبل الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية.

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equation 1})$$

$$MKTG_{i,t} = \alpha + \beta_1 MKTG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equation 2})$$

$$CAPEX_{i,t} = \alpha + \beta_1 CAPEX_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equation 3})$$

حيث إن:

$ROA_{i,t}$: معدل العائد على الأصول للشركة (i) في السنة (t).

$ROA_{i,t-1}$: معدل العائد على الأصول للشركة (i) في السنة (t-1).

$MKTG_{i,t}$: تكاليف التسويق للشركة (i) في السنة (t).

$MKTG_{i,t-1}$: تكاليف التسويق للشركة (i) في السنة (t-1).

$CAPEX_{i,t}$: النفقات الرأسمالية للشركة (i) في السنة (t).

$CAPEX_{i,t-1}$: النفقات الرأسمالية للشركة (i) في السنة (t-1).

α : ثابت الانحدار.

β_1 : معامل انحدار المتغير المستقل.

$\varepsilon_{i,t}$: البواقي أو الخطأ العشوائي.

الخطوة الثانية: تحديد الانحرافات أو الفروق ($\varepsilon_{i,t}$) عن طريق مقارنة القيم الفعلية لكل من معدل العائد على الأصول وتكاليف التسويق والنفقات الرأسمالية بالقيم المتوقعة التي سبق الحصول عليها من المعادلات السابق الإشارة إليها في الخطوة الأولى (المعادلات 1، 2، 3). وفي ضوء هذه الفروق أو الانحرافات، يتم تقسيم شركات العينة إلى أربع مجموعات؛ المجموعة الأولى تضم الشركات التي يكون فيها الفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لمعدل العائد على الأصول إيجابياً، والفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لكل من تكاليف التسويق والنفقات الرأسمالية سلبياً، وهذا يشير إلى أنه على الرغم من تحقيق

الشركات لمعدل عائد إيجابي على أصولها، وتوافر الموارد اللازمة لديها للقيام بالاستثمارات طويلة الأجل، فإن مديريها قد لا يقومون بذلك من أجل مقابلة أهداف الأرباح في الأجل القصير، ويظهر ذلك بوضوح في تخفيض كل من تكاليف التسويق والنفقات الرأسمالية.

بينما تضم المجموعة الثانية الشركات التي يكون فيها الفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لمعدل العائد على الأصول إيجابياً، والفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لأي من تكاليف التسويق والنفقات الرأسمالية سلبياً والآخر إيجابياً، وهذا يشير إلى أن الشركات التي تحقق معدل عائد إيجابي على أصولها، ويتوافر لديها الموارد اللازمة للقيام بالاستثمارات طويلة الأجل، قد يقوم مديروها بهذه الاستثمارات بشكل جزئي من أجل تحقيق أهداف الشركة وتعظيم أرباحها على المدى البعيد، ويظهر ذلك بوضوح في زيادة أي من البندين وتخفيض الآخر.

في حين تضم المجموعة الثالثة الشركات التي يكون فيها الفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لمعدل العائد على الأصول إيجابياً، والفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لكل من تكاليف التسويق والنفقات الرأسمالية إيجابياً، وهذا يشير إلى أن الشركات التي تحقق معدل عائد إيجابي على أصولها، ويتوافر لديها الموارد اللازمة للقيام بالاستثمارات طويلة الأجل، قد يقوم مديروها بهذه الاستثمارات من أجل تحقيق أهداف الشركة وتعظيم أرباحها على المدى البعيد، ويظهر ذلك بوضوح في زيادة كل من تكاليف التسويق والنفقات الرأسمالية.

وأخيراً تضم المجموعة الرابعة الشركات التي يكون فيها الفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لمعدل العائد على الأصول سلبياً، وهذا يشير إلى أن هذه الشركات تحقق عائداً سلبياً على أصولها، وبالتالي لا يتوافر لديها الموارد اللازمة للقيام بالاستثمارات طويلة الأجل.

في ضوء ما سبق، يمكن قياس قصر النظر الإداري من خلال متغير ثنائي؛ حيث تُشير القيمة (1) إلى الشركات التي يتسم مديروها بقصر النظر الإداري، وهي الشركات التي تقع ضمن المجموعة الأولى، وتُشير القيمة (صفر) إلى الشركات التي لا يتسم مديروها بقصر النظر الإداري، وهي الشركات التي تقع ضمن المجموعات الثانية والثالثة والرابعة (Rostami et al., 2022; Arianpoor & Mehrfard, 2023)، والجدول (2) يوضح تصنيف الشركات حسب نموذج قصر النظر الإداري.

جدول 2: تصنيف الشركات حسب نموذج قصر النظر الإداري

المجموعة الرابعة	المجموعة الثالثة	المجموعة الثانية	المجموعة الأولى	بيان
سلبى	إيجابي	إيجابي	إيجابي	الفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لمعدل العائد على الأصول (ROA)
-	إيجابي	سلبى، إيجابي	سلبى	الفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة لتكاليف التسويق (MKTG)
-	إيجابي	إيجابي، سلبى	سلبى	الفرق بين القيمة الفعلية والمتوقعة للنفقات الرأسمالية (CAPEX)
لا	لا	لا	نعم	هل يوجد قصر نظر إداري؟

4-2-2 المتغير التابع: سرعة تعديل الرافعة المالية (SOA)

اعتمد الباحثان عند قياس سرعة تعديل الرافعة المالية على نموذج التعديل الجزئي Partial Adjustment Model (PAM) الذي تم استخدامه على نطاق واسع من قبل الدراسات السابقة (Rostami et al., 2022; An et al., 2021; Cahyaningdyah, 2021; Cho et al., 2021; Dang et al., 2019; Dufour et al., 2018)، ويتم تطبيق هذا النموذج على مرحلتين أساسيتين:

المرحلة الأولى: تقدير الرافعة المالية المستهدفة (Target Leverage (TL)

تحدد الرافعة المالية المستهدفة في ضوء مجموعة من خصائص الشركات وعوامل الاقتصاد الكلي التي عرّفها الدراسات السابقة بأنها محددات الرافعة المالية (Rostami et al., 2022; Frank & Goyal, 2006; Flannery & Rangan, 2009)، وقد اعتمد البحث الحالي على خمس خصائص للشركات هي: حجم الشركة (SIZE)، ومعدل العائد على الأصول (ROA)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)، ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول (FA)، ونسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول (CFO)، وعاملين من عوامل الاقتصاد الكلي هما: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، ومعدل التضخم (INF). وفي ضوء هذه الخصائص والعوامل، يتم تقدير الرافعة المالية المستهدفة عن طريق القيم المتوقعة (Fitted Values) المستخرجة من المعادلة الآتية.

$$TL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 MTB_{i,t-1} + \beta_4 FA_{i,t-1} + \beta_5 CFO_{i,t-1} + \beta_6 GDP_{t-1} + \beta_7 INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equation 4})$$

حيث إن:

$TL_{i,t}$: الرافعة المالية المستهدفة للشركة (i) في السنة (t).

$SIZE_{i,t-1}$: حجم الشركة (i) في السنة (t-1)، ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وتحظى الشركات الكبيرة باحتمالية إفلاس وتعثر منخفضة، كما أنها تكون أكثر تنوعاً، وتستطيع الوصول إلى أسواق الائتمان بسهولة، بالإضافة إلى قدرتها على توليد تدفقات نقدية مستقرة ومستمرة، ولهذه الأسباب قد يزداد اعتمادها على الديون للاستفادة من الوفورات الضريبية الناتجة عن استخدامها، ومن ثم يُفترض وجود علاقة طردية بين حجم الشركة والرافعة المالية، وذلك تماشياً مع نظرية المفاضلة التي تُشير إلى أن الشركات يجب عليها الموازنة بين الفوائد والتكاليف المترتبة على استخدام الديون من أجل تحديد هيكل رأس المال الأمثل (Frank & Goyal, 2011; Trejo-Pech et al., 2021; Mukherjee & Mahakud, 2010; Titman & Wessels, 1988). على الجانب الآخر، تفترض نظرية أولوية ترتيب مصادر التمويل (Pecking Order Theory) المقترحة بواسطة كل من (Myers and Majluf (1984 وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة والرافعة المالية؛ فالشركات الكبيرة ينخفض لديها مشكلة عدم تماثل المعلومات مما يجعلها أكثر ميلاً لإصدار الأسهم بدلاً من الاعتماد على الديون (Mukherjee & Mahakud, 2010; Delcours, 2007; Rajan & Zingales, 1995).

$ROA_{i,t-1}$: معدل العائد على الأصول للشركة (i) في السنة (t-1)، ويُقاس بخارج قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول، ووفقاً لنظرية أولوية ترتيب مصادر التمويل لا تميل الشركات التي تحقق أرباحاً ومعدلات أداء جيدة إلى التمويل بالديون؛ حيث تُفضل تمويل استثماراتها الجديدة عن طريق مصادرها الداخلية مثل الأرباح المحتجزة، ومن ثم يُفترض وجود علاقة عكسية بين معدل العائد على الأصول والرافعة المالية (Abdullah et al., 2023; Trejo-Pech et al., 2021; Kayo & Kimura, 2011; Mukherjee & Mahakud, 2010; Titman & Wessels, 1988). على الجانب الآخر، تنخفض احتمالية الإفلاس والتعثر في الشركات ذات الربحية المرتفعة، وهذا الأمر يُسهم في تخفيض تكلفة رأس المال ويزيد من اعتماد الشركات على التمويل بالديون بسبب انخفاض تكلفته والاستفادة من الوفورات الضريبية الناتجة عن استخدامه، ومن ثم يُفترض وجود علاقة طردية بين معدل العائد على الأصول والرافعة المالية (Deesomsak et al., 2009).

$MTB_{i,t-1}$: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة (i) في السنة (t-1)، ويُقاس بخارج قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية لحقوق الملكية، فالشركات التي تمتلك فرص نمو مرتفعة يزداد لديها عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تكون أقل عرضة لزيادة ديونها رغبة منها في

تخفيض احتمالية حدوث تعثر مالي مستقبلي، إلى جانب ذلك تميل الشركات إلى إصدار المزيد من الأسهم بدلاً من الديون عندما تكون قيمتها السوقية أعلى من قيمتها الدفترية، ومن ثم يُفترض وجود علاقة عكسية بين فرص النمو والرافعة المالية (Abdullah et al., 2023; Kayo & Kimura, 2011; Hovakimia et al., 2004; Antoniou et al., 2002; Rajan & Zingales, 1995).

$FA_{i,t-1}$: نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t-1)، ويُقاس بخارج قسمة إجمالي الأصول الثابتة على إجمالي الأصول، وزيادة هذه النسبة تُشير إلى قدرة الشركات على تقديم الضمانات الكافية للحصول على التمويل المطلوب، كما أن المقرضين يطلبون علاوة مخاطرة منخفضة من الشركات التي تمتلك نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة، ومن ثم يُفترض وجود علاقة طردية بين نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول والرافعة المالية (Abdullah et al., 2023; Kayo & Kimura, 2011; Mukherjee & Mahakud, 2010; Hovakimia et al., 2004; Titman & Wessels, 1988).

$CFO_{i,t-1}$: نسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t-1)، وتُحسب بخارج قسمة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل على إجمالي الأصول، وتميل الشركات التي تمتلك نسبة مرتفعة من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول إلى تقليل الاعتماد على الديون في تمويل استثماراتها الجديدة؛ وذلك للحد من إساءة استخدام الإدارة للتدفقات النقدية المتاحة، ومن ثم يُفترض وجود علاقة عكسية بين نسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول والرافعة المالية (Rezaei & Jafari, 2015; De Miguel & Pindado, 2001).

GDP_{t-1} : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في السنة (t-1)، ويُقاس بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي المفصح عنه في جمهورية مصر العربية، وتكون الشركات أكثر استعدادًا للاعتماد على الديون في تمويل استثماراتها الجديدة في فترات النمو الاقتصادي والازدهار، ومن ثم يُفترض وجود علاقة طردية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والرافعة المالية (De Jong et al., 2008). على الجانب الآخر، توصلت دراسة (Kayo and Kimura (2011 إلى وجود علاقة عكسية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والرافعة المالية.

INF_{t-1} : معدل التضخم في السنة (t-1)، ويُقاس بمعدل التضخم السنوي المفصح عنه في جمهورية مصر العربية، وتكون الشركات أقل اعتمادًا على الديون في ظل فترات التضخم بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، وحرص الدائنين والمقرضين على منح القروض للشركات التي تتمتع بظروف مالية جيدة فقط،

ومن ثم يُفترض وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والرافعة المالية (Mukherjee & Mahakud, 2010; Deesomsak et al., 2009; Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1999).

$\epsilon_{i,t}$: عبارة عن الخطأ العشوائي أو البواقي.

هذا، وتجدر الإشارة إلى أن تقدير الرافعة المالية المستهدفة (القيم المتوقعة) يكون على مستوى كل صناعة أو قطاع؛ وذلك بسبب اختلاف سلوكها بين القطاعات أو الصناعات المختلفة، وهذا الأمر يتطلب ضرورة توافر عدد معين من الشركات (خمس شركات على الأقل) داخل كل قطاع من القطاعات المختلفة لحساب الرافعة المالية المستهدفة بشكل يُمكن الاعتماد عليه.

المرحلة الثانية: تقدير سرعة تعديل الرافعة المالية

بعد تقدير الرافعة المالية المستهدفة على مستوى كل صناعة أو قطاع يتم قياس سرعة التعديل عن طريق النموذج الوارد في المعادلة الآتية.

$$LEV_{i,t} - LEV_{i,t-1} = \delta_{i,t} (TL_{i,t} - LEV_{i,t-1}) \text{ (Equation 5)}$$

حيث إن:

$LEV_{i,t}$: الرافعة المالية الفعلية للشركة (i) في السنة (t).

$LEV_{i,t-1}$: الرافعة المالية الفعلية للشركة (i) في السنة (t-1).

$TL_{i,t}$: الرافعة المالية المستهدفة للشركة (i) في السنة (t).

$\delta_{i,t}$: هذا المعامل يُشير إلى سرعة تعديل الرافعة المالية الفعلية تجاه الرافعة المالية المستهدفة، وإذا كانت قيمة هذا المعامل مساوية للواحد الصحيح ($\delta_{i,t} = 1$)؛ فهذا يعني أن التعديل الذي قامت به الشركة أغلق الفجوة تمامًا بين الرافعة المالية الفعلية والمستهدفة، أما إذا كانت قيمة هذا المعامل أقل من الواحد الصحيح وأكبر من الصفر ($0 < \delta_{i,t} < 1$)؛ فهذا يعني أن التعديل الذي قامت به الشركة لم يغلق الفجوة بين الرافعة المالية الفعلية والمستهدفة بشكل كامل، وتكون قيمة التعديل الذي تم إجراؤه من السنة السابقة للسنة الحالية أقل من التعديل المطلوب للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة، وإذا كانت قيمة هذا المعامل مساوية للصفر ($\delta_{i,t} = 0$)؛ فهذا يعني أن الشركة لم تقم بأي تعديل في رافعتها المالية الفعلية للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة، وإذا كانت قيمة هذا المعامل أكبر من الواحد الصحيح ($\delta_{i,t} > 1$)؛ فهذا يعني أن التعديل الذي قامت به الشركة أكبر مما يجب أو مبالغ فيه، وهذا

الأمر يكون منطقيًا أو ممكنًا عندما تقتض الشركة على أساس المشروعات الاستثمارية المستقبلية (Cho et al., 2021; Açar, 2021).

إلى جانب ذلك، تجدر الإشارة إلى أن معامل سرعة تعديل الرافعة المالية يرتبط عكسيًا بتكاليف التعديل؛ فإذا كانت تكاليف التعديل مرتفعة فإن قيمة المعامل تقترب من الصفر، أما إذا كانت تكاليف التعديل منخفضة فإن قيمة المعامل تقترب من الواحد الصحيح (Nguyen et al., 2021; Wendy & Salim, 2019).

هذا، ويمكن إعادة كتابة المعادلة (5) على النحو الآتي:

$$LEV_{i,t} = LEV_{i,t-1} + \delta_{i,t} TL_{i,t} - \delta_{i,t} LEV_{i,t-1} \text{ (Equation 6)}$$

$$LEV_{i,t} = (1 - \delta_{i,t}) LEV_{i,t-1} + \delta_{i,t} TL_{i,t} \text{ (Equation 7)}$$

وباستبدال قيمة $TL_{i,t}$ من المعادلة (4) إلى المعادلة (7) نحصل على المعادلة الآتية.

$$LEV_{i,t} = (1 - \delta_{i,t}) LEV_{i,t-1} + \delta_{i,t} \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \delta_{i,t} \beta_2 ROA_{i,t-1} + \delta_{i,t} \beta_3 MTB_{i,t-1} + \delta_{i,t} \beta_4 FA_{i,t-1} + \delta_{i,t} \beta_5 CFO_{i,t-1} + \delta_{i,t} \beta_6 GDP_{t-1} + \delta_{i,t} \beta_7 INF_{t-1} + \delta_{i,t} \varepsilon_{i,t} \text{ (Equation 8)}$$

وتماشيًا مع دراسة Memon et al. (2021) التي افترضت أن $\lambda_0 = (1 - \delta_{i,t})$ ، $\lambda_k = \delta_{i,t} \beta_k$ ،

يمكن إعادة كتابة المعادلة (8) على النحو الآتي:

$$LEV_{i,t} = \lambda_0 LEV_{i,t-1} + \lambda_1 SIZE_{i,t-1} + \lambda_2 ROA_{i,t-1} + \lambda_3 MTB_{i,t-1} + \lambda_4 FA_{i,t-1} + \lambda_5 CFO_{i,t-1} + \lambda_6 GDP_{t-1} + \lambda_7 INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Equation 9)}$$

هذا، وتجدر الإشارة إلى أن الباحثين قد اعتمدا على مقياسين لتقدير الرافعة المالية، يتمثل المقياس الأول في نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LEV1)، بينما يتمثل المقياس الثاني في نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (LEV2)، ويتفق ذلك مع ما أوردهته دراسة Mukherjee and Mahakud (2010).

⁴ في ضوء هذا المعامل يمكن حساب سرعة تعديل الرافعة المالية كما يلي:

$$\text{إذا كان هذا المعامل } \lambda_0 = (1 - \text{سرعة تعديل الرافعة المالية } \delta_{i,t}).$$

$$\text{فإن سرعة تعديل الرافعة المالية } \delta_{i,t} = (1 - \text{المعامل } \lambda_0).$$

4-2-3 المتغير المحفز: نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة (GDIV)

يعتبر التنوع بين الجنسين آلية من آليات الحوكمة المتعلقة بمجلس الإدارة، والتي من المحتمل أن يكون لها تأثير على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، ويكون مجلس الإدارة متنوعاً بين الجنسين إذا كان هناك أنثى على الأقل ضمن أعضاء مجلس الإدارة (Adams & Ferreira, 2009)، وتُقاس نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة بخارج قسمة عدد الأعضاء الإناث في مجلس الإدارة على إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة (السيد وآخرون، 2023، 2021؛ Adusei & Danquah., 2021؛ Nguyen et al., 2021; Miloud, 2022; Bazhair, 2023; Ezeani et al., 2023).

4-2-4 المتغيرات الرقابية

اعتمد الباحثان على محددات الرافعة المالية كمتغيرات رقابية، والتي تم الإشارة إليها في البند 2/2/4، وتمثلت هذه المحددات فيما يلي: حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، ونسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، والجدول (3) يوضح متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها.

جدول 3: متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

نوع المتغير	اسم المتغير	الرمز	مؤشر القياس
مستقل	قصر النظر الإداري	$MYO_{i,t-1}$	يُقاس من خلال متغير ثنائي؛ حيث تُشير القيمة (1) إلى أن المديرين يتسمون بقصر النظر الإداري، بينما تُشير القيمة (0) إلى خلاف ذلك.
تابع	الرافعة المالية (المقياس الأول)	$LEV1_{i,t}$	تُقاس بخارج قسمة الديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول.
	الرافعة المالية (المقياس الثاني)	$LEV2_{i,t}$	تُقاس بخارج قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول.
مُحفز	نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة	$GDIV_{i,t-1}$	تُقاس بخارج قسمة عدد الأعضاء الإناث في مجلس الإدارة على إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة.
رقابي	حجم الشركة	$SIZE_{i,t-1}$	يُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
	معدل العائد على الأصول	$ROA_{i,t-1}$	يُقاس بخارج قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول.
	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	$MTB_{i,t-1}$	تُقاس بخارج قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية لحقوق الملكية.
	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	$FA_{i,t-1}$	تُقاس بخارج قسمة الأصول الثابتة على إجمالي الأصول.

نوع المتغير	اسم المتغير	الرمز	مؤشر القياس
	نسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول	$CFO_{i,t-1}$	تُقاس بخارج قسمة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل على إجمالي الأصول.
	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	GDP_{t-1}	يُقاس بمعدل النمو السنوي في الناتج المحلي الإجمالي المُفصح عنه في جمهورية مصر العربية.
	معدل التضخم	INF_{t-1}	يُقاس بمعدل التضخم السنوي المُفصح عنه في جمهورية مصر العربية.

3-4 صياغة النماذج البحثية

اعتمد الباحثان على ثمانية نماذج لاختبار فروض البحث الأربعة، وتم استخدام برنامج التحليل الإحصائي Stata (Version 14.2) من أجل تشغيل هذه النماذج، وفيما يلي توضيح تفصيلي لها.

1-3-4 نموذج اختبار الفرض الأول

سوف يتم اختبار الفرض الأول القائل بأن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية تقوم بتعديل رافعتها المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها من خلال النموذجين الأول والثاني الآتيين؛ حيث يُعبر النموذج الأول عن المقياس الأول للرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LEV1)، بينما يعبر النموذج الثاني عن المقياس الثاني للرافعة المالية المتمثل في نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (LEV2)، وفيما يلي توضيح تفصيلي للنموذجين:

$$LEV1_{i,t} = \lambda_0 LEV1_{i,t-1} + \lambda_1 SIZE_{i,t-1} + \lambda_2 ROA_{i,t-1} + \lambda_3 MTB_{i,t-1} + \lambda_4 FA_{i,t-1} + \lambda_5 CFO_{i,t-1} + \lambda_6 GDP_{t-1} + \lambda_7 INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Model 1)}$$

$$LEV2_{i,t} = \lambda_0 LEV2_{i,t-1} + \lambda_1 SIZE_{i,t-1} + \lambda_2 ROA_{i,t-1} + \lambda_3 MTB_{i,t-1} + \lambda_4 FA_{i,t-1} + \lambda_5 CFO_{i,t-1} + \lambda_6 GDP_{t-1} + \lambda_7 INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Model 2)}$$

حيث إن:

$LEV1_{i,t}$, $LEV2_{i,t}$: الرافعة المالية الفعلية للشركة (i) في السنة (t)، ويُمثَلان المقياسين الأول والثاني للرافعة المالية.

$LEV1_{i,t-1}$, $LEV2_{i,t-1}$: الرافعة المالية الفعلية للشركة (i) في السنة (t-1)، ويُمثَلان المقياسين الأول والثاني للرافعة المالية.

λ_0 : المعامل الذي يمكن من خلاله حساب سرعة تعديل الرافعة المالية، وهو عبارة عن (1- سرعة تعديل الرافعة المالية $\delta_{i,t}$)، وبالتالي إذا أردنا الحصول على سرعة تعديل الرافعة المالية $\delta_{i,t}$ فإنها ستكون (1- المعامل λ_0).

$\lambda_1 - \lambda_7$: المعاملات التي يمكن من خلالها تحديد تأثير خصائص الشركة وعوامل الاقتصاد الكلي على الرافعة المالية.

4-3-2 نموذج اختبار الفرض الثاني

سوف يتم اختبار الفرض الثاني القائل بوجود تأثير لِقصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية من خلال النموذجين الثالث والرابع الآتيين، وهما عبارة عن امتداد وتوسيع للنموذجين الأول والثاني عن طريق إضافة متغير قِصر النظر الإداري (MYO) ضمن المتغيرات المستقلة، وفيما يلي توضيح تفصيلي للنموذجين⁽⁵⁾:

$$LEV1_{i,t} = \lambda_0 LEV1_{i,t-1} + \lambda_1 MYO_{i,t-1} + \lambda_2 (LEV1_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1}) + \lambda_3 SIZE_{i,t-1} + \lambda_4 ROA_{i,t-1} + \lambda_5 MTB_{i,t-1} + \lambda_6 FA_{i,t-1} + \lambda_7 CFO_{i,t-1} + \lambda_8 GDP_{t-1} + \lambda_9 INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Model 3})$$

$$LEV2_{i,t} = \lambda_0 LEV2_{i,t-1} + \lambda_1 MYO_{i,t-1} + \lambda_2 (LEV2_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1}) + \lambda_3 SIZE_{i,t-1} + \lambda_4 ROA_{i,t-1} + \lambda_5 MTB_{i,t-1} + \lambda_6 FA_{i,t-1} + \lambda_7 CFO_{i,t-1} + \lambda_8 GDP_{t-1} + \lambda_9 INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Model 4})$$

حيث إن:

$MYO_{i,t-1}$: قِصر النظر الإداري للشركة (i) في السنة (t-1).

$(LEV1_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1})$: متغير تفاعلي بين قِصر النظر الإداري والمقياس الأول للرافعة المالية في السنة (t-1).

$(LEV2_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1})$: متغير تفاعلي بين قِصر النظر الإداري والمقياس الثاني للرافعة المالية في السنة (t-1).

λ_2 : هذا المعامل يوضح اتجاه العلاقة بين قِصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وبالتالي إذا كانت قيمته موجبة فإن ذلك يشير إلى وجود تأثير طردي لقِصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية؛ وهذا يعني أن سرعة تعديل الرافعة المالية تكون أسرع لدى المديرين الذين يتمتعون بقِصر النظر الإداري، أما إذا كانت قيمته سالبة فإن ذلك يشير إلى وجود تأثير عكسي لقِصر النظر

⁽⁵⁾ المتغيرات الرقابية الواردة بالنموذج (3) تم ضربها في $LEV1_{i,t-1}$ ، بينما تم ضرب المتغيرات الرقابية الواردة بالنموذج (4) في $LEV2_{i,t-1}$ بغرض التحقق من تأثيرها على سرعة تعديل الرافعة المالية.

الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية؛ وهذا يعني أن سرعة تعديل الرافعة المالية تكون أبطأ لدى المديرين الذين يتمتعون بقصر النظر الإداري.

$\lambda_3 - \lambda_9$: المعاملات التي يمكن من خلالها تحديد تأثير خصائص الشركة وعوامل الاقتصاد الكلي على سرعة تعديل الرافعة المالية.

4-3-3 نموذج اختبار الفرض الثالث

سوف يتم اختبار الفرض الثالث القائل بعدم وجود تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية من خلال النموذجين الخامس والسادس الآتين، وهما عبارة عن امتداد وتوسيع للنموذجين الأول والثاني عن طريق إضافة متغير نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة (GDIV) ضمن المتغيرات المستقلة، وفيما يلي توضيح تفصيلي للنموذجين⁽⁶⁾:

$$LEV1_{i,t} = \lambda_0 LEV1_{i,t-1} + \lambda_1 GDIV_{i,t-1} + \lambda_2 (LEV1_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1}) + \lambda_3 SIZE_{i,t-1} + \lambda_4 ROA_{i,t-1} + \lambda_5 MTB_{i,t-1} + \lambda_6 FA_{i,t-1} + \lambda_7 CFO_{i,t-1} + \lambda_8 GDP_{t-1} + \lambda_9 INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Model 5)}$$

$$LEV2_{i,t} = \lambda_0 LEV2_{i,t-1} + \lambda_1 GDIV_{i,t-1} + \lambda_2 (LEV2_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1}) + \lambda_3 SIZE_{i,t-1} + \lambda_4 ROA_{i,t-1} + \lambda_5 MTB_{i,t-1} + \lambda_6 FA_{i,t-1} + \lambda_7 CFO_{i,t-1} + \lambda_8 GDP_{t-1} + \lambda_9 INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Model 6)}$$

حيث إن:

$GDIV_{i,t-1}$: نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة للشركة (i) في السنة (t-1).

$(LEV1_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1})$: متغير تفاعلي بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة والمقياس الأول للرافعة المالية في السنة (t-1).

$(LEV2_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1})$: متغير تفاعلي بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة والمقياس الثاني للرافعة المالية في السنة (t-1).

λ_2 : هذا المعامل يوضح اتجاه العلاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية، وبالتالي إذا كانت قيمته موجبة فإن ذلك يشير إلى وجود تأثير طردي لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية؛ وهذا يعني أن سرعة تعديل الرافعة المالية ترتفع عندما تكون نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة كبيرة، أما إذا كانت قيمته سالبة فإن ذلك يشير إلى وجود

⁽⁶⁾ المتغيرات الرقابية الواردة بالنموذج (5) تم ضربها في $LEV1_{i,t-1}$ ، بينما تم ضرب المتغيرات الرقابية الواردة بالنموذج (6) في $LEV2_{i,t-1}$ بغرض التحقق من تأثيرها على سرعة تعديل الرافعة المالية.

تأثير عكسي لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أن سرعة تعديل الرافعة المالية تتخفف عندما تكون نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة كبيرة.

$\lambda_3 - \lambda_0$: المعاملات التي يمكن من خلالها تحديد تأثير خصائص الشركة وعوامل الاقتصاد الكلي على سرعة تعديل الرافعة المالية.

4-3-4 نموذج اختبار الفرض الرابع

سوف يتم اختبار الفرض الرابع القائل بعدم وجود تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية من خلال النموذجين السابع والثامن الآتين، وهما عبارة عن امتداد وتوسيع للنموذجين الأول والثاني عن طريق إضافة متغيري قصر النظر الإداري ونسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة ضمن المتغيرات المستقلة، وفيما يلي توضيح تفصيلي للنموذجين (7):

$$LEV1_{i,t} = \lambda_0 LEV1_{i,t-1} + \lambda_1 MYO_{i,t-1} + \lambda_2 GDIV_{i,t-1} + \lambda_3 (LEV1_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1}) + \lambda_4 SIZE_{i,t-1} + \lambda_5 ROA_{i,t-1} + \lambda_6 MTB_{i,t-1} + \lambda_7 FA_{i,t-1} + \lambda_8 CFO_{i,t-1} + \lambda_9 GDP_{t-1} + \lambda_{10} INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Model 7)}$$

$$LEV2_{i,t} = \lambda_0 LEV2_{i,t-1} + \lambda_1 MYO_{i,t-1} + \lambda_2 GDIV_{i,t-1} + \lambda_3 (LEV2_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1}) + \lambda_4 SIZE_{i,t-1} + \lambda_5 ROA_{i,t-1} + \lambda_6 MTB_{i,t-1} + \lambda_7 FA_{i,t-1} + \lambda_8 CFO_{i,t-1} + \lambda_9 GDP_{t-1} + \lambda_{10} INF_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Model 8)}$$

حيث إن:

$(LEV1_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1})$: متغير تفاعلي بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وقصر النظر الإداري والمقياس الأول للرافعة المالية في السنة (t-1).

$(LEV2_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1})$: متغير تفاعلي بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وقصر النظر الإداري والمقياس الثاني للرافعة المالية في السنة (t-1).

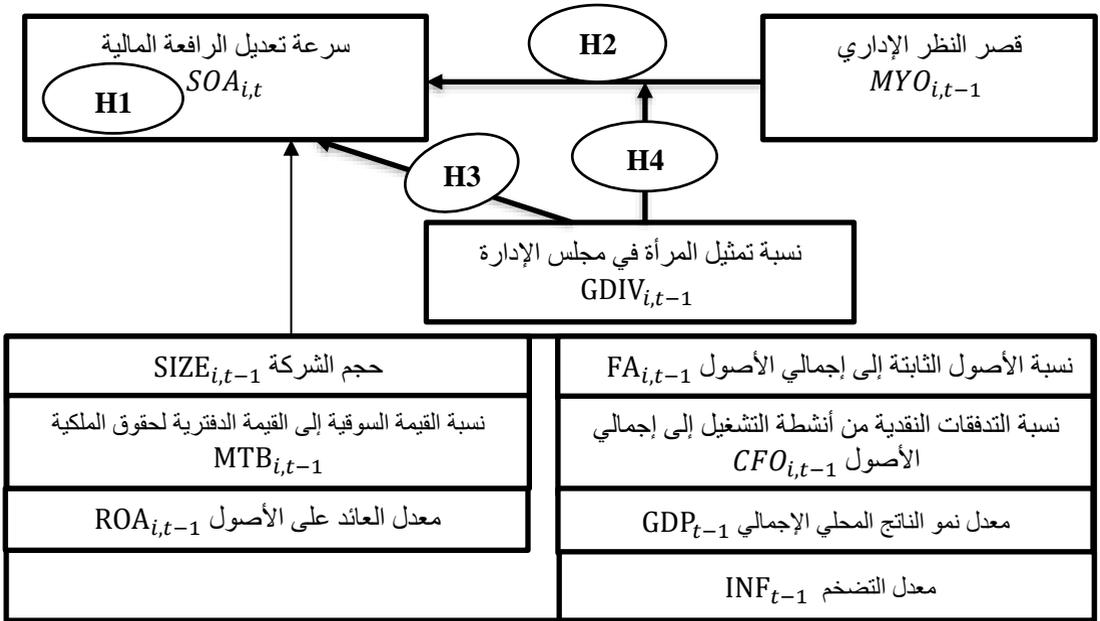
λ_3 : هذا المعامل يوضح التأثير المُحفز أو المُعدل لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وتُشير معنوية هذا المعامل إلى وجود تأثير مُحفز لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة

(7) المتغيرات الرقابية الواردة بالنموذج (7) تم ضربها في $LEV1_{i,t-1}$ ، بينما تم ضرب المتغيرات الرقابية الواردة بالنموذج (8) في $LEV2_{i,t-1}$ بغرض التحقق من تأثيرها على سرعة تعديل الرافعة المالية.

المالية، بينما تُشير عدم معنويته إلى أن نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة لا تُحفز العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية.

$\lambda_4 - \lambda_{10}$: المعاملات التي يمكن من خلالها تحديد تأثير خصائص الشركة وعوامل الاقتصاد الكلي على سرعة تعديل الرافعة المالية.

هذا، ويمكن توضيح النموذج البحثي للدراسة التطبيقية من خلال الشكل (1):



شكل 1: النموذج البحثي للدراسة التطبيقية

4-4 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التطبيقية

من أجل تجنب التأثير السلبي للقيم الشاذة أو المتطرفة على نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفروض تم معالجتها عند مستوى قطع 5%، والجدول (4) يوضح الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة بالدراسة التطبيقية.

جدول 4: الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة بالدراسة التطبيقية

المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
LEV1	0.179	0.193	0	0.624
LEV2	0.443	0.205	.108	0.798
GDIV	0.089	0.115	0	0.5
SIZE	14.286	1.785	9.914	18.748
ROA	0.088	0.098	-.07	0.304
MTB	1.512	1.226	.373	4.123
FA	0.411	0.241	.007	0.972
CFO	0.037	0.045	-.016	0.095
GDP	0.042	0.009	.029	0.055
INF	0.122	0.073	.05	0.295

يتضح من الجدول (4) ما يلي:

الوسط الحسابي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LEV1) والتي تمثل المقياس الأول للرافعة المالية يبلغ (0.179) بانحراف معياري قدره (0.193)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (صفر)، (0.624) على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن الديون طويلة الأجل لدى شركات عينة الدراسة تُشكل (17.9%) من إجمالي أصولها، والتفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم الديون طويلة الأجل والأصول لدى شركات عينة الدراسة.

الوسط الحسابي لنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (LEV2) والتي تمثل المقياس الثاني للرافعة المالية يبلغ (0.443) بانحراف معياري قدره (0.205)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (0.108)، (0.798) على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن إجمالي الالتزامات لدى شركات عينة الدراسة تُشكل (44.3%) من إجمالي أصولها، والتفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم الالتزامات والأصول لدى شركات عينة الدراسة.

الوسط الحسابي لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة (GDIV) يبلغ (0.089) بانحراف معياري قدره (0.115)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (صفر)، (0.5) على التوالي؛ وهذا يعني أن تمثيل المرأة في مجالس إدارة شركات عينة الدراسة يقدر بحوالي (8.9%)، وتشير القيمة (صفر) إلى عدم وجود تمثيل للمرأة في مجالس إدارة بعض شركات العينة، وهذا يدل على ضعف آليات الحوكمة بهذه الشركات، وعدم التزامها بمتطلبات الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن وجود عنصر نسائي داخل مجلس الإدارة، الأمر الذي يتطلب

من الجهات المسؤولة في البيئة المصرية ضرورة تفعيل آليات الحوكمة والتأكد من التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح.

الوسط الحسابي لحجم الشركة (SIZE) يبلغ (14.286) بانحراف معياري قدره (1.785)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (9.914)، (18.748) على التوالي، والفرق بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم الأصول لدى شركات عينة الدراسة.

الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول (ROA) يبلغ (0.088) بانحراف معياري قدره (0.098)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-0.07)، (0.304) على التوالي؛ وهذا يعني أن شركات عينة الدراسة تحقق في المتوسط عائدًا على أصولها يبلغ 8.8%، وتشير أدنى قيمة البالغة (-7%) إلى تحقيق بعض شركات العينة لخسائر خلال الفترة محل الدراسة.

الوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB) يبلغ (1.512) بانحراف معياري قدره (1.226)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (0.373)، (4.123) على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن شركات عينة الدراسة لديها قيمة سوقية أعلى من قيمتها الدفترية، والتفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يرجع إلى اختلاف القيمة السوقية والدفترية لدى شركات عينة الدراسة.

الوسط الحسابي لنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول (FA) يبلغ (0.411) بانحراف معياري قدره (0.241)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (0.007)، (0.972) على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن الأصول الثابتة لدى شركات عينة الدراسة تُشكل (41.1%) من إجمالي أصولها، والتفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم الأصول الثابتة لدى شركات عينة الدراسة؛ فهناك شركات تُشكل فيها الأصول الثابتة حوالي (97.2%) من إجمالي أصولها، في حين توجد شركات أخرى لا تمثل فيها الأصول الثابتة نسبة تذكر من إجمالي أصولها (0.7%)، وهذا قد يرجع إلى طبيعة نشاط الشركات.

الوسط الحسابي لنسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول (CFO) يبلغ (0.037) بانحراف معياري قدره (0.045)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-0.016)، (0.095) على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل لدى شركات عينة الدراسة تمثل (3.7%) من إجمالي أصولها، والتفاوت بين أدنى وأعلى قيمة يرجع إلى اختلاف حجم الأصول والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل لدى شركات عينة الدراسة.

الوسط الحسابي لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) يبلغ (0.042) بانحراف معياري قدره (0.009)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (0.029)، (0.055) على التوالي؛ وهذا الأرقام تُشير إلى الاستقرار النسبي لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بجمهورية مصر العربية خلال الفترة محل الدراسة.

الوسط الحسابي لمعدل التضخم (INF) يبلغ (0.122) بانحراف معياري قدره (0.073)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (0.05)، (0.295) على التوالي؛ والتفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يشير إلى عدم استقرار المستوى العام لأسعار السلع والخدمات خلال الفترة محل الدراسة، وهذا قد يرجع إلى الظروف الاقتصادية التي تعرضت لها جمهورية مصر العربية خلال هذه الفترة، ويتمثل أهمها في تحرير سعر صرف الجنيه المصري.

إلى جانب ذلك، يوضح الجدول (5) الإحصاء الوصفي للمتغير المنفصل بالبحث الحالي وهو متغير قصر النظر الإداري.

جدول 5: الإحصاء الوصفي لمتغير قصر النظر الإداري

النسبة المئوية %	التكرارات	بيان
86.7 %	451	مديرون لا يتصفون بقصر النظر الإداري (صفر)
13.3 %	69	مديرون يتصفون بقصر النظر الإداري (1)
100 %	520	الإجمالي

يتضح من الجدول (5) أن نسبة المديرين الذين لا يتصفون بقصر النظر الإداري بلغت (86.7%) بما يعادل (451) مشاهدة من إجمالي (520) مشاهدة، بينما بلغت نسبة المديرين الذين يتصفون بقصر النظر الإداري (13.3%) بما يعادل (69) مشاهدة من إجمالي (520) مشاهدة، وهذه النتائج تشير إلى انخفاض نسبة المديرين الذين يتصفون بقصر النظر الإداري في بيئة الأعمال المصرية مقارنة بنظرائهم في البيئة الإيرانية الذين بلغت نسبتهم (35.56%) بما يعادل (441) مشاهدة من إجمالي (1240) مشاهدة، وذلك وفقاً لما أشارت إليه دراسة (Rostami et al., 2022).

هذا، ويُرجع الباحثان انخفاض نسبة المديرين الذين يتصفون بقصر النظر الإداري في بيئة الأعمال المصرية للأسباب الآتية؛ أولاً: تحقيق عدد كبير من مشاهدات العينة لفروق سالبة بين القيمة الفعلية والمتوقعة لمعدل العائد على الأصول خلال الفترة محل الدراسة؛ حيث بلغ عددهم (284) مشاهدة، ثانياً: استبدال بند تكاليف البحوث والتطوير بالنفقات الرأسمالية لعدم وجود إفصاح كافٍ عن تكاليف البحوث والتطوير في بيئة الأعمال المصرية، ثالثاً: انخفاض حجم العينة التي تم الاعتماد عليها.

4-5 الأسلوب الإحصائي المناسب واختبار الفروض

لاختبار نماذج الدراسة السالف الإشارة إليها في البند (3/4) اعتمد الباحثان على الطريقة العامة للعزوم (GMM) المقترحة بواسطة (Arellano and Bond (1991) للأسباب الآتية (Baltagi, 2021; Greene, 2012): أولاً: ملاءمتها للنماذج الديناميكية التي يعتمد عليها البحث الحالي، والتي تقوم على تحديد فترة إبطاء Lag للمتغير التابع ($LEV1_{i,t-1}$, $LEV2_{i,t-1}$) وإدراجه ضمن المتغيرات المستقلة، ومن ثم فإن الاعتماد على أي طريقة أخرى بخلاف الطريقة العامة للعزوم في تقدير نماذج البحث الحالي سوف يعطي نتائج متحيزة وغير متسقة. ثانياً: ملاءمتها لطبيعة بيانات البحث الحالي؛ حيث إن هذه الطريقة تُستخدم وتصبح ذات فعالية عندما تكون هناك فترات زمنية صغيرة T (8 سنوات) وعدد كبير من الشركات N (65 شركة). ثالثاً: قدرتها على التعامل مع المشكلة المتعلقة بوجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة والبواقي أو ما يعرف بمشكلة Endogeneity؛ حيث إنها تقوم على تحديد فترات إبطاء للمتغيرات التفسيرية أو المستقلة بالنموذج واستخدامها كمتغيرات مساعدة (Instrumental Variables)، وهي تلك المتغيرات التي تؤثر على المتغير التابع، ولكنها لا ترتبط بالبواقي. رابعاً: قدرتها على إعطاء نتائج متسقة للنماذج التي تعاني من مشكلة عدم ثبات تباين البواقي.

هذا، وتعتمد الطريقة العامة للعزوم على بعض الاختبارات المهمة للتأكد من صلاحيتها ومدى إمكانية الاعتماد على نتائجها، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهذه الاختبارات (Baltagi, 2021; Greene, 2012):

- اختبار **Wald**: يقيس هذا الاختبار معنوية النموذج ككل، ويتمثل الفرض العدم لهذا الاختبار في عدم معنوية النموذج ككل (معاملات الانحدار الواردة بالنموذج تساوي صفر)، ويُقبل هذا الفرض إذا كان مستوى المعنوية أكبر من 5%، بينما يتمثل الفرض البديل في معنوية النموذج ككل (معاملات الانحدار الواردة بالنموذج لا تساوي صفر)، ويُقبل هذا الفرض إذا كان مستوى المعنوية أقل من 5%.
- اختبار **Hansen**: يقيس هذا الاختبار مدى صلاحية وملاءمة المتغيرات المساعدة التي تم الاعتماد عليها، ويتمثل الفرض العدم لهذا الاختبار في أن النموذج محدد بشكل سليم والمتغيرات المساعدة التي تم الاعتماد عليها غير مرتبطة بالبواقي، ويُقبل هذا الفرض إذا كان مستوى المعنوية أكبر من 5%، بينما يتمثل الفرض البديل في أن النموذج غير محدد بشكل سليم والمتغيرات المساعدة التي تم الاعتماد عليها مرتبطة بالبواقي، ويُقبل هذا الفرض إذا كان مستوى المعنوية أقل من 5%.
- اختبار **Arellano-Bond Test for AR (2)**: يقيس هذا الاختبار مدى وجود ارتباط ذاتي أو تسلسلي بين البواقي عبر الفترات الزمنية المختلفة، ويتمثل الفرض العدم لهذا الاختبار في عدم وجود

ارتباط ذاتي أو تسلسلي بين البواقي عبر الفترات الزمنية المختلفة، ويُقبل هذا الفرض إذا كان مستوى المعنوية أكبر من 5%، بينما يتمثل الفرض البديل في وجود ارتباط ذاتي أو تسلسلي بين البواقي عبر الفترات الزمنية المختلفة، ويُقبل هذا الفرض إذا كان مستوى المعنوية أقل من 5%، والجدول (6) يوضح نتائج الاختبارات الخاصة بصلاحية الطريقة العامة للزوم.

جدول 6: نتائج الاختبارات الخاصة بصلاحية الطريقة العامة للزوم

الاختبارات الخاصة بصلاحية الطريقة العامة للزوم			المتغير التابع	رقم النموذج	الفروض
احتمالية AR (2)	احتمالية Hansen	احتمالية Wald			
0.270	0.787	0.000	LEV1 _{i,t}	النموذج الأول	الفرض الأول
0.371	0.404	0.000	LEV2 _{i,t}	النموذج الثاني	
0.293	0.801	0.000	LEV1 _{i,t}	النموذج الثالث	الفرض الثاني
0.165	0.452	0.000	LEV2 _{i,t}	النموذج الرابع	
0.219	0.585	0.000	LEV1 _{i,t}	النموذج الخامس	الفرض الثالث
0.439	0.734	0.000	LEV2 _{i,t}	النموذج السادس	
0.290	0.525	0.000	LEV1 _{i,t}	النموذج السابع	الفرض الرابع
0.099	0.717	0.000	LEV2 _{i,t}	النموذج الثامن	

في ضوء النتائج الواردة بالجدول (6) فإن الاعتماد على الطريقة العامة للزوم في اختبار فروض البحث سوف يعطي نتائج متسقة وغير متحيزة بسبب تحقق افتراضاتها؛ حيث كانت قيمة الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Wald أقل من 5% لجميع النماذج، كما اتضح عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المساعدة التي تم الاعتماد عليها والبواقي؛ حيث كانت قيمة الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Hansen أكبر من 5% لجميع النماذج، بالإضافة إلى ذلك وُجد أن النماذج لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي عبر الفترات الزمنية المختلفة؛ حيث كانت قيمة الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار AR (2) أكبر من 5%.

4-5-1 نتيجة اختبار الفرض الأول

لاختبار الفرض الأول القائل بأن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية تقوم بتعديل رافعتها المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها تم تشغيل النموذجين الأول والثاني؛ حيث يرتبط النموذج الأول بالمقياس الأول للرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون طويلة إلى إجمالي الأصول (LEV1)، في

حين يرتبط النموذج الثاني بالمقياس الثاني للرافعة المالية المتمثل في نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (LEV2)، والجدول (7) يوضح نتائج اختبار الفرض الأول بالطريقة العامة للتعزوم.

جدول 7: نتائج اختبار الفرض الأول بالطريقة العامة للتعزوم

Model (2)	Model (1)	المتغيرات
LEV2 _{i,t}	LEV1 _{i,t}	
	0.681*** (16.08)	LEV1 _{i,t-1}
0.711*** (16.51)		LEV2 _{i,t-1}
0.0183*** (6.63)	0.00793** (2.26)	SIZE _{i,t-1}
-0.335*** (-5.62)	-0.151*** (-3.54)	ROA _{i,t-1}
0.0111*** (3.07)	0.00759** (2.49)	MTB _{i,t-1}
-0.149*** (-8.15)	0.0302 (1.28)	FA _{i,t-1}
-0.216** (-2.53)	-0.390*** (-5.75)	CFO _{i,t-1}
-0.278 (-1.42)	-0.0272 (-0.15)	GDP _{t-1}
0.0856*** (3.18)	-0.0544** (-2.31)	INF _{t-1}
-0.0489 (-1.18)	-0.0432 (-0.84)	_cons
قيمة (t) ما بين الأقواس		
* معنوية عند مستوى 10%، ** معنوية عند مستوى 5%، *** معنوية عند مستوى 1%		

يتضح من الجدول (7) وجود علاقة طردية بين المقياسين المستخدمين لحساب الرافعة المالية في العام السابق (LEV1_{i,t-1} & LEV2_{i,t-1}) ونفس المقياسين في العام الحالي (LEV1_{i,t} & LEV2_{i,t})؛ حيث بلغت قيم معامل الانحدار للمقياسين (0.681، 0.711) على التوالي، وهذه المعاملات معنوية عند

مستوى 1%؛ وهذا يُشير إلى أن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية لديها رافعة مالية مستهدفة وتقوم بتعديلات جزئية للوصول إليها.

في ضوء معاملات الانحدار السالف الإشارة إليها يمكن تحديد سرعة تعديل الرافعة المالية؛ حيث تقدر سرعة التعديل في حالة الاعتماد على المقياس الأول للرافعة المالية بحوالي (31.9%) وهي عبارة عن (-1) قيمة معامل الانحدار (0.681)، بينما تقدر في حالة الاعتماد على المقياس الثاني للرافعة المالية بحوالي (28.9%) وهي عبارة عن (-1) قيمة معامل الانحدار (0.711)؛ وهذا يعني أن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية تُغلق الفجوة بين الرافعة المالية الحالية والمستهدفة بنسب سنوية قدرها (31.9%، 28.9%).

وعند مقارنة سرعة تعديل الرافعة المالية في الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة اتضح أنها قريبة نسبياً من الدراسات الآتية: السيد وآخرون. (2023)؛ (2022) Gulzar and Haque؛ (2021) Acar؛ حيث بلغت سرعة التعديل في هذه الدراسات (35.5%)، (30.9%)، (23%) على التوالي، وقد أُجريت الدراسة الأولى على البيئة المصرية، بينما أُجريت الدراسة الثانية على البيئة التركية، في حين أُجريت الدراسة الثالثة على البيئة الهندية. على الجانب الآخر، تعتبر سرعة التعديل بالدراسة الحالية بعيدة إلى حد ما عما توصلت إليه الدراسات الآتية: Cho et al. (2021)؛ Memon et al. (2021)؛ Abdullah et al. (2023)؛ Mukherjee and Mahakud (2010)؛ (2021)؛ حيث بلغت سرعة التعديل في هذه الدراسات (47%)، (62.1%)، (12.4%)، (43%) على الترتيب، وقد أُجريت هذه الدراسات في بيئات مختلفة مثل ماليزيا، وإندونيسيا، وكوريا، والهند.

في سبيل تحديد الفترة الزمنية التي تستغرقها الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة اعتمد الباحثان على الطريقة الواردة بدراسة Mukherjee and Mahakud (2010)، والتي تقيس الفترة الزمنية بالمعادلة الآتية:

$$\text{الفترة الزمنية} = 1 \div \text{سرعة تعديل الرافعة المالية}$$

في ضوء هذه المعادلة، يمكن القول بأن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية تحتاج إلى حوالي (3.1) سنة للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة (1 ÷ 31.9%)، وذلك في حالة الاعتماد على نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول كمقياس للرافعة المالية (المقياس الأول)، بينما تحتاج إلى حوالي (3.5) سنة (1 ÷ 28.9%) في حالة الاعتماد على نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول كمقياس للرافعة المالية (المقياس الثاني)، والجدول (8) يوضح سرعة التعديل والفترة الزمنية التي تحتاجها الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة.

جدول 8: سرعة التعديل والفترة الزمنية المطلوبة للوصول إلى الرافعة المالية المُستهدفة

بيان	LEV1 _{i,t}	LEV2 _{i,t}
قيمة المعامل	0.681	0.711
سرعة التعديل (1- المعامل)	%31.9	%28.9
الفترة الزمنية (1 ÷ سرعة التعديل)	3.1 سنة	3.5 سنة

فيما يتعلق بمحددات الرافعة المالية (المتغيرات الرقابية)، أوضحت النتائج الواردة بالجدول (7) وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ($SIZE_{i,t-1}$) والمقياسين المستخدمين لقياس الرافعة المالية ($LEV1_{i,t}$ & $LEV2_{i,t}$)؛ حيث بلغت قيم معامل الانحدار للمقياسين (0.00793، 0.0183) على التوالي، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 5% للمقياس الأول، وعند مستوى 1% للمقياس الثاني، وتُشير هذه النتيجة إلى أن الشركات الكبيرة تواجه مخاطر إفلاس أقل من الشركات الصغيرة، وتستطيع الوصول إلى أسواق الائتمان بسهولة، وهو ما تم تدعيمه من قبل الدراسات الآتية، (Trejo-Pech et al., 2021; Kayo & Kimura, 2011; Mukherjee & Mahakud, 2010; Frank & Goyal, 2009; Titman & Wessels, 1988).

كما أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية بين معدل العائد على الأصول ($ROA_{i,t-1}$) والمقياسين المستخدمين لقياس الرافعة المالية ($LEV1_{i,t}$ & $LEV2_{i,t}$)؛ حيث بلغت قيم معامل الانحدار (-0.151، -0.335) على التوالي، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 1% للمقياسين، وتُشير هذه النتيجة إلى أن الشركات التي تحقق أرباح ومعدلات أداء جيدة لا تميل إلى التمويل بالديون؛ حيث تفضل تمويل استثماراتها الجديدة عن طريق مصادرها الداخلية مثل الأرباح المحتجزة، وهو ما تم تدعيمه من قبل الدراسات الآتية، (Abdullah et al., 2023; Trejo-Pech et al., 2021; Kayo & Kimura, 2011; Mukherjee & Mahakud, 2010; Titman & Wessels, 1988).

علاوة على ذلك، أوضحت نتائج الجدول (7) وجود علاقة طردية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية ($MTB_{i,t-1}$) والمقياسين المستخدمين لقياس الرافعة المالية ($LEV1_{i,t}$ & $LEV2_{i,t}$)؛ حيث بلغت قيم معامل الانحدار (0.00759، 0.0111) على التوالي، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 5% للمقياس الأول، وعند مستوى 1% للمقياس الثاني، وتُشير هذه النتيجة إلى أن الشركات التي لديها فرص نمو مرتفعة قد تزيد من رافعتها المالية رغبة منها في حماية فرص نموها المستقبلية، وتتعارض هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية؛ (Abdullah et al., 2023; Kayo & Kimura, 2011; Hovakimia et al., 2004; Antoniou et al., 2002; Rajan & Zingales, 1995).

كما أظهرت النتائج وجود علاقة طردية غير معنوية بين نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول $(FA_{i,t-1})$ والمقياس الأول للرافعة المالية $(LEV1_{i,t})$ ؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (0.0302) ، بينما كانت العلاقة في ظل المقياس الثاني للرافعة المالية $(LEV2_{i,t})$ عكسية؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.149) ، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 1%، وتتعارض هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Abdullah et al., 2023; Kayo & Kimura, 2011; Mukherjee & Mahakud, 2010; Hovakimia et al., 2004; Titman & Wessels, 1988)، التي أوضحت وجود علاقة طردية بين نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول والرافعة المالية.

إضافةً إلى ما سبق، أظهرت النتائج الواردة بالجدول (7) وجود علاقة عكسية بين نسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول $(CFO_{i,t-1})$ والمقياسين المستخدمين لقياس الرافعة المالية $(LEV1_{i,t} \& LEV2_{i,t})$ ؛ حيث بلغت قيم معامل الانحدار $(-0.390, -0.216)$ على التوالي، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 1% للمقياس الأول، وعند مستوى 5% للمقياس الثاني، وتُشير هذه النتيجة إلى أن الشركات التي تمتلك نسبة مرتفعة من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول تميل إلى تقليل الاعتماد على الديون في تمويل استثماراتها الجديدة؛ وذلك للحد من إساءة استخدام الإدارة للتدفقات النقدية المتاحة، وهو ما تم تدعيمه من قبل الدراسات الآتية (Rezaei & Jafari, 2015; De Miguel & Pindado, 2001).

كما أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية غير معنوية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP_{t-1}) والمقياسين المستخدمين لقياس الرافعة المالية $(LEV1_{i,t} \& LEV2_{i,t})$ ؛ حيث بلغت قيم معامل الانحدار $(-0.0272, -0.278)$ على التوالي. وأخيراً، أظهرت النتائج الواردة بالجدول (7) وجود علاقة عكسية معنوية عند مستوى 5% بين معدل التضخم (INF_{t-1}) والمقياس الأول للرافعة المالية $(LEV1_{i,t})$ ؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.0544) ، بينما كانت العلاقة في ظل المقياس الثاني للرافعة المالية $(LEV2_{i,t})$ طردية؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (0.0856) ، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 1%، وتتعارض هذه النتيجة مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات بشأن وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والرافعة المالية (Mukherjee & Mahakud, 2010; Deesomsak et al., 2009; Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1999).

باختصار، تُشير نتائج اختبار الفرض الأول إلى أن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية لم تغلق الفجوة تمامًا بين الرافعة المالية الحالية والمستهدفة، ولكنها تقوم بتعديل رافعتها المالية بشكل جزئي؛ حيث بلغت سرعة التعديل على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس الرافعة المالية $(31.9\%, 28.9\%)$ على

التوالي، وعليه يتم قبول الفرض القائل بأن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية تقوم بتعديل رافعتها المالية للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة.

4-5-2 نتيجة اختبار الفرض الثاني

لاختبار الفرض الثاني القائل بوجود تأثير لقصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية تم تشغيل النموذجين الثالث والرابع؛ حيث يرتبط النموذج الثالث بالمقياس الأول للرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LEV1)، في حين يرتبط النموذج الرابع بالمقياس الثاني للرافعة المالية المتمثل في نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (LEV2)، والجدول (9) يوضح نتائج اختبار الفرض الثاني بالطريقة العامة للعزوم.

جدول 9: نتائج اختبار الفرض الثاني بالطريقة العامة للعزوم

Model (4)	Model (3)	المتغيرات
LEV2 _{i,t}	LEV1 _{i,t}	
	0.801*** (12.70)	LEV1 _{i,t-1}
0.725*** (12.14)		LEV2 _{i,t-1}
0.330*** (2.74)	-0.00402 (-0.58)	MYO _{i,t-1}
	-0.0674* (-1.79)	LEV1 _{i,t-1} × MYO _{i,t-1}
-0.633*** (-2.93)		LEV2 _{i,t-1} × MYO _{i,t-1}
0.0182*** (5.50)	0.00524** (2.31)	SIZE _{i,t-1}
-0.476*** (-5.18)	-0.0823* (-1.68)	ROA _{i,t-1}
0.00860** (2.14)	0.00682** (2.48)	MTB _{i,t-1}
-0.145*** (-5.20)	0.00674 (0.42)	FA _{i,t-1}
-0.195** (-1.98)	-0.384*** (-4.98)	CFO _{i,t-1}

Model (4)	Model (3)	المتغيرات
LEV2 _{i,t}	LEV1 _{i,t}	
0.364 (1.08)	-0.0618 (-0.31)	GDP _{t-1}
0.125*** (2.93)	-0.0631** (-2.29)	INF _{t-1}
-0.0811* (-1.66)	-0.0168 (-0.52)	_cons
قيمة (t) ما بين الأقواس		
* معنوية عند مستوى 10%، ** معنوية عند مستوى 5%، *** معنوية عند مستوى 1%		

يتضح من الجدول (9) انخفاض سرعة تعديل الرافعة المالية عند إدخال متغير قصر النظر الإداري ($MYO_{i,t-1}$) ضمن المتغيرات المستقلة⁽⁸⁾؛ حيث بلغت سرعة التعديل في ظل المقياس الأول للرافعة المالية ($LEV1_{i,t}$) ما يعادل 19.9% (-1 معامل الانحدار 0.801)، بينما بلغت في ظل المقياس الثاني للرافعة المالية ($LEV2_{i,t}$) ما يعادل 27.5% (-1 معامل الانحدار 0.725)، وهذه النتيجة تؤكد ما تم التوصل إليه في الفرض الأول بشأن قيام الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بتعديل رافعتها المالية بشكل جزئي للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة.

تُظهر النتائج الواردة بالجدول (9) سلبية معاملات الانحدار للمتغيرات التفاعلية بين قصر النظر الإداري والمقياسين المستخدمين لحساب الرافعة المالية ($LEV1_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1}$ & $LEV2_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1}$)؛ حيث بلغت قيم هذه المعاملات (-0.0674، -0.633) على التوالي، كما أظهرت النتائج معنوية المتغير التفاعلي الأول عند مستوى 10%، ومعنوية المتغير التفاعلي الثاني عند مستوى 1%، وهذه النتيجة تُشير إلى وجود علاقة عكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أن المديرين الذين يتصفون بقصر النظر الإداري يسببون تباطؤ في سرعة تعديل الرافعة المالية مقارنةً بالمديرين الذين لا يتصفون بهذه السمة، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Niu et al., 2023; Rostami et al., 2022; Sun et al., 2022).

⁽⁸⁾ بمقارنة سرعة تعديل الرافعة المالية الواردة بهذا الفرض مع تلك الواردة بالفرض الأول اتضح أنها انخفضت من (31.9%) إلى (19.9%) في ظل المقياس الأول للرافعة المالية، بينما انخفضت من (28.9%) إلى (27.5%) في ظل المقياس الثاني للرافعة المالية.

هذا، ويمكن إرجاع العلاقة العكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية للأسباب الآتية؛ أولاً: يركز المديرون الذين يتصفون بقصر النظر الإداري على تحقيق الأرباح في الأجل القصير، وبالتالي يكونون أقل ميلاً لتحمل التكاليف المتعلقة بتعديل الرافعة المالية، وهذا الأمر يجعل عملية التعديل أبطأ. ثانياً: تستغرق عملية تعديل الرافعة المالية وقتاً زمنياً طويلاً، وهو أمر لا يتماشى مع طبيعة المديرين الذين يركزون على الأجل القصير، مما يجعلهم أقل ميلاً نحو تعديل الرافعة المالية. ثالثاً: يتسم المديرون الذين يتصفون بقصر النظر الإداري بأنهم متجنبون للخطر، وبالتالي لا يفضلون المستويات المرتفعة من الرافعة المالية، ومن ثم يكونون أقل حرصاً لزيادة مستويات الرافعة المالية، وهذا الأمر يجعل عملية التعديل أقل سرعة. رابعاً: من أجل مقابلة توقعات وتنبؤات المحللين الماليين يقوم المديرون الذين يتصفون بقصر النظر الإداري بالتركيز على تحسين الأرباح في الأجل القصير، والبعد عن الأنشطة والاستثمارات التي قد تستغرق وقتاً طويلاً، وهذا الأمر قد يقلل من سرعة تعديل الرافعة المالية.

باختصار، تُشير نتائج اختبار الفرض الثاني إلى أن سرعة تعديل الرافعة المالية تتخفف في الشركات التي يتصف مديروها بقصر النظر الإداري؛ نظرًا لكونهم أقل ميلاً لتحمل التكاليف المرتبطة بعملية التعديل، وأكثر كرهًا للخطر، وتمارس عليهم ضغوط من أجل مقابلة تنبؤات المحللين الماليين، كما أنهم لا يعطون أهمية كبيرة للأنشطة والاستثمارات التي تستغرق وقتاً زمنياً طويلاً. وبناء على ما تقدم، يتم قبول الفرض الثاني القائل بوجود تأثير لقصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية.

4-5-3 نتيجة اختبار الفرض الثالث

لاختبار الفرض الثالث القائل بعدم وجود تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية تم تشغيل النموذجين الخامس والسادس؛ حيث يرتبط النموذج الخامس بالمقياس الأول للرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LEVI)، في حين يرتبط النموذج السادس بالمقياس الثاني للرافعة المالية المتمثل في نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (LEV2)، والجدول (10) يوضح نتائج اختبار الفرض الثالث بالطريقة العامة للعزوم.

جدول 10: نتائج اختبار الفرض الثالث بالطريقة العامة للعزوم

Model (6)	Model (5)	المتغيرات
LEV2 _{i,t}	LEV1 _{i,t}	
	0.694*** (14.68)	LEV1 _{i,t-1}
0.858*** (7.90)		LEV2 _{i,t-1}
0.299 (1.56)	-0.378 (-1.52)	GDIV _{i,t-1}
	-0.711** (-2.30)	LEV1 _{i,t-1} × GDIV _{i,t-1}
-0.778* (-1.76)		LEV2 _{i,t-1} × GDIV _{i,t-1}
0.0144*** (4.23)	0.00896* (1.87)	SIZE _{i,t-1}
-0.300*** (-4.07)	-0.131** (-2.52)	ROA _{i,t-1}
0.00634 (1.52)	0.0120*** (3.00)	MTB _{i,t-1}
-0.137*** (-4.83)	0.0526* (1.68)	FA _{i,t-1}
-0.0519 (-0.50)	-0.339*** (-4.05)	CFO _{i,t-1}
-0.362 (-1.34)	0.0435 (0.19)	GDP _{t-1}
0.108*** (3.15)	-0.0457 (-1.60)	INF _{t-1}
-0.0591 (-1.33)	-0.0478 (-0.75)	_cons
قيمة (t) ما بين الأقواس		
* معنوية عند مستوى 10%، ** معنوية عند مستوى 5%، *** معنوية عند مستوى 1%		

يتضح من الجدول (10) انخفاض سرعة تعديل الرافعة المالية عند إدخال متغير نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة ($GDIV_{i,t-1}$) ضمن المتغيرات المستقلة⁽⁹⁾؛ حيث بلغت سرعة التعديل في ظل المقياس الأول للرافعة المالية ($LEV1_{i,t}$) ما يعادل 30.6% (-1 معامل الانحدار 0.694)، بينما بلغت وفقاً للمقياس الثاني ($LEV2_{i,t}$) ما يعادل 14.2% (-1 معامل الانحدار 0.858)، وهذه النتيجة تؤكد ما تم التوصل إليه في الفرض الأول بشأن قيام الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بتعديل رافعتها المالية بشكل جزئي للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة.

تُظهر النتائج الواردة بالجدول (10) سلبية معاملات الانحدار للمتغيرات التفاعلية بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة والمقياسين المستخدمين لحساب الرافعة المالية ($LEV1_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1}$ & $LEV2_{i,t-1} \times GDIV_{i,t-1}$)؛ حيث بلغت قيم هذه المعاملات (-0.711، -0.778) على التوالي، كما أظهرت النتائج معنوية المتغير التفاعلي الأول عند مستوى 5%، ومعنوية المتغير التفاعلي الثاني عند مستوى 10%، وهذه النتيجة تُشير إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة انخفضت سرعة تعديل الرافعة المالية، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Ibrahim & Zulkafli, 2023; Sardo et al., 2022)، ويمكن إرجاع العلاقة العكسية بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية إلى كون الإناث أكثر كرهًا للخطر مقارنةً بنظرائهم من الرجال، وهذا الأمر يجعلهم أقل ميلاً نحو خيارات التمويل التي تتطوي على قدر كبير من المخاطر، وقد يصاحب ذلك انخفاضاً في سرعة تعديل الرافعة المالية من أجل تجنب المخاطر والتكاليف ذات الصلة بعملية التعديل، في حين تختلف هذه النتيجة مع الدراسات الآتية (Shazlin et al., 2020; Nguyen et al., 2022 & 2023) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية، وكذلك تختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (السيد وآخرون، 2023؛ Bazhair, 2023) التي أوضحت عدم وجود علاقة بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية.

باختصار، تُشير نتائج اختبار الفرض الثالث إلى أن سرعة تعديل الرافعة المالية تتخفف في الشركات التي يزداد بها نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة؛ نظراً لكونهم أكثر تجنباً للمخاطر، وأقل تفضيلاً للمستويات المرتفعة من الرافعة المالية. وبناءً على ما تقدم، يتم رفض الفرض العدم القائل بعدم وجود

⁽⁹⁾ بمقارنة سرعة تعديل الرافعة المالية الواردة بهذا الفرض مع تلك الواردة بالفرض الأول اتضح أنها انخفضت من (31.9%) إلى (30.6%) في ظل المقياس الأول للرافعة المالية، بينما انخفضت من (28.9%) إلى (14.2%) في ظل المقياس الثاني للرافعة المالية.

تأثير نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية، وقبول الفرض البديل القائل بوجود تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية.

4-5-4 نتيجة اختبار الفرض الرابع

لاختبار الفرض الرابع القائل بعدم وجود تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية تم تشغيل النموذجين السابع والثامن؛ حيث يرتبط النموذج السابع بالمقياس الأول للرافعة المالية المتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LEV1)، في حين يرتبط النموذج الثامن بالمقياس الثاني للرافعة المالية المتمثل في نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (LEV2)، والجدول (11) يوضح نتائج اختبار الفرض الرابع بالطريقة العامة للعزوم.

جدول 11: نتائج اختبار الفرض الرابع بالطريقة العامة للعزوم

Model (8)	Model (7)	المتغيرات
LEV2 _{i,t}	LEV1 _{i,t}	
	0.872*** (26.24)	LEV1 _{i,t-1}
0.858*** (12.29)		LEV2 _{i,t-1}
0.122** (2.04)	-0.00920 (-1.40)	MYO _{i,t-1}
0.142 (1.04)	0.0211 (0.80)	GDIV _{i,t-1}
	-0.416** (-2.12)	LEV1 _{i,t-1} × MYO _{i,t-1} × GDIV _{i,t-1}
-0.964* (-1.81)		LEV2 _{i,t-1} × MYO _{i,t-1} × GDIV _{i,t-1}
0.0124*** (4.09)	0.00489** (2.39)	SIZE _{i,t-1}
-0.368*** (-4.18)	-0.0728 (-1.54)	ROA _{i,t-1}
0.00356 (0.95)	0.00579** (2.11)	MTB _{i,t-1}

Model (8)	Model (7)	المتغيرات
LEV2 _{i,t}	LEV1 _{i,t}	
-0.106*** (-4.19)	-0.00236 (-0.16)	FA _{i,t-1}
-0.0468 (-0.39)	-0.392*** (-4.72)	CFO _{i,t-1}
-0.179 (-0.59)	0.0745 (0.39)	GDP _{t-1}
0.143*** (3.43)	-0.0726*** (-2.71)	INF _{t-1}
-0.0738* (-1.73)	-0.0238 (-0.81)	_cons
قيمة (t) ما بين الأقواس		
* معنوية عند مستوى 10%، ** معنوية عند مستوى 5%، *** معنوية عند مستوى 1%		

يتضح من الجدول (11) انخفاض سرعة تعديل الرافعة المالية عند إدخال متغيري قصر النظر الإداري (MYO_{i,t-1})، ونسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة (GDIV_{i,t-1}) ضمن المتغيرات المستقلة⁽¹⁰⁾؛ حيث بلغت سرعة التعديل في ظل المقياس الأول للرافعة المالية (LEV1_{i,t}) ما يعادل 12.8% (-1 معامل الانحدار 0.872)، بينما بلغت سرعة التعديل في ظل المقياس الثاني (LEV2_{i,t}) ما يعادل 14.2% (-1 معامل الانحدار 0.858)، وهذه النتيجة تؤكد ما تم التوصل إليه في الفرض الأول بشأن قيام الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بتعديل رافعتها المالية بشكل جزئي للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة.

كما تُظهر النتائج الواردة بالجدول (11) سلبية معاملات الانحدار للمتغيرات التفاعلية بين كل من قصر النظر الإداري، ونسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة، والمقياسين المستخدمين لحساب الرافعة المالية (LEV1_{i,t-1} × MYO_{i,t-1} × GDIV_{i,t-1} & LEV2_{i,t-1} × MYO_{i,t-1} × GDIV_{i,t-1})؛ حيث بلغت قيم هذه المعاملات (-0.416، -0.964) على التوالي، كما أظهرت النتائج معنوية المتغير التفاعلي الأول عند مستوى 5%، ومعنوية المتغير التفاعلي الثاني عند مستوى 10%، وهذه النتيجة تشير إلى أن نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تُحفز العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية؛ وهذا يعني أن

⁽¹⁰⁾ بمقارنة سرعة تعديل الرافعة المالية الواردة بهذا الفرض مع تلك الواردة بالفرض الأول اتضح أنها انخفضت من (31.9%) إلى (12.8%) في ظل المقياس الأول للرافعة المالية، بينما انخفضت من (28.9%) إلى (14.2%) في ظل المقياس الثاني للرافعة المالية.

الشركات التي يتصف مديروها بقصر النظر الإداري، ويرتفع بها نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تكون أبطأ في تعديل رافعتها المالية مقارنة بالشركات التي لا يوجد بها هذه السمات.

باختصار، تُشير نتائج اختبار الفرض الرابع إلى أن سرعة تعديل الرافعة المالية تتخفف في الشركات التي يزداد بها نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة، ويتصف مديروها بقصر النظر الإداري، والسبب في ذلك هو ميل الإناث إلى تجنب المستويات المرتفعة من الرافعة المالية التي قد تتسبب في انهيار الشركة وإفلاسها، وهذا الأمر يلقي قبولاً من المديرين الذين يركزون على تحسين الأرباح في الأجل القصير عن طريق تجنب التكاليف المرتبطة بتعديل الرافعة المالية التي تستغرق وقتاً زمنياً طويلاً، وهو ما يترتب عليه في النهاية انخفاض سرعة تعديل الرافعة المالية. وبناءً على ما تقدم، يتم رفض الفرض العدم القائل بعدم وجود تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وقبول الفرض البديل القائل بوجود تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية.

4-6 الاختبارات الإضافية

من أجل التحقق من سلامة وصحة النتائج التي تم التوصل إليها في ظل الاختبارات الأساسية بشأن العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، خاصةً في ظل قيام الباحثين بإجراء تعديل على المقياس المستخدم لحساب قصر النظر الإداري، والذي يتمثل في استبدال بند تكاليف البحوث والتطوير بالنفقات الرأسمالية بسبب عدم وجود إفصاح كافٍ عن هذا البند في بيئة الأعمال المصرية، قام الباحثان بإعادة حساب متغير قصر النظر الإداري عن طريق استبعاد بند تكاليف البحوث والتطوير، والاكتفاء بمعدل العائد على الأصول وتكاليف التسويق في عملية الحساب، واختبار الفرض الثاني مرة أخرى، والجدول (12) يوضح نتائج إعادة اختبار الفرض الثاني بالطريقة العامة للعزوم.

جدول 12: نتائج إعادة اختبار الفرض الثاني بالطريقة العامة للعزوم

LEV2 _{i,t}	LEV1 _{i,t}	المتغيرات
	0.708*** (17.35)	LEV1 _{i,t-1}
0.704*** (11.71)		LEV2 _{i,t-1}
0.174** (2.16)	0.0208 (1.30)	MYO _{i,t-1}
	-0.134* (-1.88)	LEV1 _{i,t-1} × MYO _{i,t-1}
-0.287** (-2.12)		LEV2 _{i,t-1} × MYO _{i,t-1}
0.0199*** (6.37)	0.00697** (2.28)	SIZE _{i,t-1}
-0.449*** (-5.05)	-0.165*** (-3.83)	ROA _{i,t-1}
0.0102** (2.51)	0.00631** (2.15)	MTB _{i,t-1}
-0.160*** (-6.39)	0.0275 (1.21)	FA _{i,t-1}
-0.180* (-1.95)	-0.369*** (-5.84)	CFO _{i,t-1}
-0.167 (-0.59)	0.115 (0.54)	GDP _{t-1}
0.0998** (2.57)	-0.0565** (-2.38)	INF _{t-1}
-0.0676 (-1.31)	-0.0384 (-0.82)	_cons
قيمة (t) ما بين الأقواس		
* معنوية عند مستوى 10%، ** معنوية عند مستوى 5%، *** معنوية عند مستوى 1%		

تظهر النتائج الواردة بالجدول (12) سلبية معاملات الانحدار للمتغيرات التفاعلية بين قصر النظر الإداري والمقياسين المستخدمين لحساب الرافعة المالية $(LEV1_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1} \& LEV2_{i,t-1} \times MYO_{i,t-1})$ ؛ حيث بلغت قيم هذه المعاملات $(-0.134, -0.287)$ على التوالي، كما أظهرت النتائج معنوية المتغير التفاعلي الأول عند مستوى 10%، ومعنوية المتغير التفاعلي الثاني عند مستوى 5%، وهذه النتيجة تدعم ما تم التوصل إليه في الفرض الثاني ضمن الاختبارات الأساسية بشأن وجود علاقة عكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، كما أنها تؤكد صحة الافتراض الذي اعتمد عليه الباحثان عند استبدال بند تكاليف البحوث والتطوير بالنفقات الرأسمالية؛ حيث إن النتيجة لم تختلف كثيراً في ظل استبدال البند أو عند استبعاده. في ضوء العرض السابق، يمكن تلخيص نتائج اختبار فروض البحث في الجدول (13) التالي.

جدول 13: ملخص نتائج اختبار فروض البحث

رقم الفرض	نص الفرض	نتيجة الفرض
الأول	تقوم الشركات العاملة في البيئة المصرية بتعديل الرافعة المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها	قبول الفرض
الثاني	يوجد تأثير لقصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية	قبول الفرض
الثالث	لا يوجد تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية	رفض الفرض العدم وقبول البديل
الرابع	لا يوجد تأثير لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية	رفض الفرض العدم وقبول البديل

5- الخلاصة والتوصيات والدراسات المستقبلية

1-5 خلاصة البحث ونتائجه

أولت الأدبيات الحديثة في مجال المحاسبة والتمويل اهتماماً كبيراً لقرارات الرفع المالي التي تتخذها الشركات، وتُعتبر سرعة تعديل الرافعة المالية نحو المستوى المستهدف لها واحدة من القرارات التمويلية المهمة التي ينبغي على الإدارة أن تتخذها بدقة وعناية شديدة، خاصةً وأن مثل هذا القرار سيكون له آثار واضحة على قيمة الشركة وثروة مساهميها والمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها (Oino & Ukaegbu, 2015; An et al., 2021; Rostami et al., 2022).

هذا، وهناك العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر بشكل أو بآخر على قرار سرعة تعديل الرافعة المالية، وتمثل العوامل السلوكية أحد الاتجاهات البحثية المهمة في هذا الصدد، ويعتبر قصر النظر الإداري من أهم العوامل السلوكية التي بدأت الكتابات المحاسبية في تناولها مؤخرًا، ويُتوقع أن يكون له تأثير جوهري على القرارات المختلفة للمديرين، ومن بينها قرار سرعة تعديل الرافعة المالية (Rostami et al., 2022; Sun et al., 2022; Niu et al., 2023).

إضافةً لما سبق، فلقد حظيت قضية التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة باهتمام كبير في الآونة الأخيرة، وأصبحت واحدة من أهم الاتجاهات الحديثة في أبحاث حوكمة الشركات، خاصةً في ظل تزايد نسبة مشاركة المرأة في المناصب العليا بالشركة (Miloud, 2022; Sardo et al., 2022)، ويعتبر التنوع بين الجنسين إحدى خصائص مجلس الإدارة التي يمكن أن يكون لها تأثير واضح على سرعة تعديل انحرافات الرافعة المالية (Shazlin et al., 2020; Nguyen et al., 2021; Li et al., 2021; Miloud, 2022; Ezeani et al., 2022 & 2023).

علاوةً على ذلك، قد يختلف تأثير سلوكيات قصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية باختلاف نسبة التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة؛ فالرجال يميلون إلى تحمل المخاطر بشكل أكبر من الإناث (Faccio et al., 2016; Sila et al., 2016)، ويرجع ذلك إلى أن الإناث يتمتعون باختلافات بيولوجية ونفسية تؤثر على تفضيلاتهم للمخاطر مقارنةً بنظرائهم من الرجال (Gulzar & Haque, 2022)، وكذلك يُجد أن الرجال يتسمون بقدر أكبر من الثقة الإدارية مقارنةً بالإناث، وذلك عند اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية المختلفة (Cueva et al., 2019).

في ضوء العرض السابق، فإن البحث الحالي يهدف إلى التحقق من مدى قيام الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بتعديل رافعتها المالية وصولاً إلى المستوى المستهدف لها، كما يهدف إلى التحقق من تأثير كل من قصر النظر الإداري ونسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على سرعة تعديل الرافعة المالية، وما إذا كان لنسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تأثير مُحفز على العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية.

ولتحقيق أهداف البحث، قام الباحثان بتناول الإطار النظري للمتغيرات الأساسية والذي عرضا من خلاله سرعة تعديل الرافعة المالية من حيث مفهومها وأهم العوامل المؤثرة عليها، وكذلك قصر النظر الإداري من حيث مفهومه وماهيته وأهم العوامل التي تُحفز هذا السلوك، وكذلك تم عرض نبذة مختصرة عن نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة. إلى جانب ذلك، تم عرض وتحليل الدراسات السابقة التي تضمنها الفكر المحاسبي في مجموعتين، تتضمن المجموعة الأولى الدراسات التي تناولت العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، في حين تتضمن المجموعة الثانية الدراسات التي تناولت العلاقة بين نسبة تمثيل

المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية، وذلك بهدف تحليل النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات وتقييمها، وتحديد الفجوة البحثية، واشتقاق وبناء فروض البحث.

علاوةً على ذلك، قام الباحثان بإجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (65) شركة من الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية خلال الفترة من 2014 حتى 2021، وذلك من أجل اختبار فروض البحث، وتم التوصل إلى النتائج الآتية:

(أولاً): الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية لديها رافعة مالية مستهدفة، وتقوم بتعديل رافعتها المالية في حالة الانحراف عن هذا المستوى المستهدف بشكل جزئي؛ حيث بلغت سرعة التعديل على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس الرافعة المالية (31.9%)، (28.9%) على التوالي، وهذا يعني أن الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية تحتاج إلى حوالي (3.1) سنة، أو (3.5) سنة للوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة.

(ثانياً): وجود علاقة عكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أن المديرين الذين يتسمون بقصر النظر الإداري يتسببون في تباطؤ سرعة تعديل الرافعة المالية.

(ثالثاً): وجود علاقة عكسية بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة انخفضت سرعة تعديل الرافعة المالية.

(رابعاً): وجود تأثير عكسي للمتغير التفاعلي بين نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة وقصر النظر الإداري على سرعة تعديل الرافعة المالية، وهذا يعني أن نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تُحفز العلاقة بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، ومن ثم يمكن القول بأن الشركات التي يتصف مديروها بقصر النظر الإداري، ويرتفع بها نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة تكون أبطأ في تعديل رافعتها المالية مقارنة بالشركات التي لا يوجد بها هذه السمات أو الخصائص.

(خامساً): أكدت نتائج الاختبارات الإضافية عند استخدام مقياس بديل لقصر النظر الإداري على وجود علاقة عكسية بين قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية، وهذه النتيجة تدعم صحة النتائج التي تم التوصل إليها في الاختبارات الأساسية.

5-2 توصيات البحث

النتائج التي توصل إليها الباحثان تقودهما إلى التوصيات الآتية، والجدول رقم (14) يوضح توصيات البحث المقترحة، والجهة المسؤولة عن تنفيذها، وآليات التنفيذ.

جدول 14: توصيات البحث المقترحة

م	التوصية	جهة التنفيذ	آليات التنفيذ
1	ضرورة تضمين القرارات المتعلقة بسرعة تعديل الرافعة المالية ضمن الأهداف الإستراتيجية للشركة.	الإدارة العليا بالشركة	قيام الإدارة بإعادة صياغة الأهداف الإستراتيجية للشركة بحيث تأخذ في الحسبان القرارات التمويلية المهمة مثل قرار سرعة تعديل الرافعة المالية.
2	تحسين ممارسات الحوكمة لدى الشركات؛ نظراً لدورها الهام في الحد من مشاكل الوكالة، ومن ثم التأثير على القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال بصفة عامة، وقرار سرعة تعديل الرافعة المالية بصفة خاصة.	الإدارة العليا بالشركة الجهات الرقابية والتنظيمية في بيئة الأعمال المصرية	تفعيل دور الجهات المسؤولة عن تنفيذ الحوكمة بالشركات مثل لجان المراجعة، ومجلس الإدارة، وإدارة المراجعة الداخلية. تفعيل دور الجهات الرقابية في بيئة الأعمال المصرية مثل الهيئة العامة للرقابة المالية، للتأكد من قيام الشركات بتطبيق آليات الحوكمة والالتزام بمتطلبات الإفصاح.
3	ضرورة تحقيق التوازن بين الأهداف قصيرة وطويلة المدى من أجل تدعيم قيمة الشركة واستمراريتها، ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين.	الإدارة العليا بالشركة	وضع آليات رقابية للمديرين الذين يميلون إلى اتخاذ قرارات قصيرة المدى لتحقيق مصالحهم الخاصة، مثل إنشاء جهة أو إدارة بالشركات لمتابعة الجوانب السلوكية للمديرين بشكل مستمر. وضع نظام حوافز قوي للمديرين الذين يسعون إلى تعظيم قيمة الشركة وثروة مساهميها على الأجلين الطويل والقصير.

5-3 الدراسات المستقبلية ومجالات البحث المقترحة

نظراً لحدائثة كل من قصر النظر الإداري وسرعة تعديل الرافعة المالية فإنهما قد يشكلان أساساً لبحوث مستقبلية متعددة يتمثل أهمها فيما يلي:

- دراسة تأثير قصر النظر الإداري على كل من: (أولاً) سرعة تعديل الرافعة المالية بالتطبيق على القطاع المالي؛ حيث إن سرعة التعديل في القطاع المالي سيكون لها محددات وعوامل أخرى مختلفة عن باقي القطاعات. (ثانياً) أداء الشركة وقيمتها؛ فتركيز المديرين على تحقيق الأرباح في

الأجل القريب سيكون له انعكاساته على أداء وقيمة الشركة، وأسعار أسهمها، وكذلك خطر انهيار أسعار الأسهم. (ثالثاً) ممارسات إدارة الأرباح؛ فالمديرون الذين يتسمون بقصر النظر الإداري قد يميلون إلى التلاعب بالأرباح من أجل زيادة مستوياتها في الأجل القصير.

- دراسة تأثير آليات الحوكمة على سلوكيات قصر النظر لدى المديرين.
- دراسة تأثير سرعة تعديل الرافعة المالية على كل من: (أولاً) أداء وقيمة الشركة؛ فالمستوى الأمثل لدرجة الرفع المالي، وسرعة تعديل هذا المستوى في حالة انحرافه ينعكس بشكل كبير على أداء وقيمة الشركة. (ثانياً) تكلفة رأس المال؛ حيث إن اختيار المزيج الأمثل لهيكل رأس المال، وتعديل الانحرافات التي قد تطرأ عليه على نحو سريع قد يقلل من تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن. (ثالثاً) خطر انهيار أسعار الأسهم؛ فانحراف الرافعة المالية عن المستوى الأمثل لها بدرجة كبيرة قد يتسبب في زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة تأثير بعض العوامل السلوكية الأخرى على سرعة تعديل الرافعة المالية، مثل: الثقة الإدارية الزائدة، والنجسية، والقدرة الإدارية، ودرجة تحمل المخاطر، وكذلك دراسة تأثير دورة حياة الشركة على سرعة تعديل الرافعة المالية؛ حيث من المتوقع أن تختلف سرعة التعديل خلال المراحل المختلفة التي تمر بها الشركة.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- البتانوني، محمود أمين، والغاوي، هالة سمير عبد الحميد. (2015). تحليل المخاطر والعوائد في سوق الأوراق المالية في مصر وتحديد النموذج الأمثل للتنبؤ بعوائد المؤشر العام في تلك السوق عبر الزمن: تحليل كمي. *المجلة المصرية للتنمية والتخطيط*، 23(2)، 5-61.
- السيد، محمد صابر جوده، الجندي، خالد محمد، وعيد، السيد عيد. (2023). أثر جودة حوكمة الشركات والتدفقات النقدية التشغيلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية. *مجلة التجارة والتمويل*، 43(1)، الجزء الأول، 52-104.
- الشحات، نظير رياض محمد، عبده، السعيد فرحات جمعه، ومحمد، السيد خليل رزق. (2016). نماذج قياس كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية: بالتطبيق على الشركات المقيدة بمؤشر EGX30: دراسة مقارنة. *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، 36(1)، 325-361.
- عوض، محمد حمدي. (2023). تأثير جودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم: أدلة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، 1(7)، 457-539.

ثانيًا: المراجع باللغة الأجنبية

- Abarbanell, J., & Bernard, V. (2000). Is the US stock market myopic?. *Journal of Accounting Research*, 38(2), pp. 221-242.
- Abdullah, M., Gulzar, I., Chaudhary, A., Tabash, M., Rashid, U., Naaz, I., & Ali, A. (2023). Dynamics of speed of leverage adjustment and financial distress in the Indian steel industry. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 9(4), pp. 1-9.
- Açar, M. (2021). The determinants of the adjustment speed towards target leverage ratio: Evidence from Turkey. *Journal of Financial Politic & Economic Reviews*, 58(658), pp. 101-136.
- Adams, R., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), pp. 291-309.
- Adusei, M., & Danquah, B. (2021). Institutional quality and the capital structure of microfinance institutions: The moderating role of board gender diversity. *Journal of Institutional Economics*, 17(4), pp. 641-661.
- Almaleki, M., Salehi, M., & Moradi, M. (2021). The relationship between narcissism, managerial overconfidence and comparability of financial statements of listed companies. *Journal of Facilities Management*, 19(5), pp. 681-700.
- Amin, A., Ur Rehman, R., Ali, R., & Mohd Said, R. (2022). Corporate governance and capital structure: Moderating effect of gender diversity. *SAGE Open*, 12(1), pp. 1-17.
- An, Z., Chen, C., Li, D., & Yin, C. (2021). Foreign institutional ownership and the speed of leverage adjustment: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 68, pp. 1-21.
- Anam, A., Khajar, I., & Mutamimah, H. (2023). Managerial myopia control to improve financial performance in micro-finance institutions. *Review of Economics and Finance*, 21, pp. 176-185.

- Anderson, T., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18(1), pp. 47–82.
- Antia, M., Pantzalis, C., & Park, J. (2010). CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), pp. 288–301.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2002). The determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries. Available at, https://www.researchgate.net/publication/239504636_Determinants_of_Corporate_Capital_Structure_Evidence_from_European_Countries.
- 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), pp.277–297.
- Arianpoor, A., & Mehrfard, N. (2023). The impact of managerial attributes on cash holding and investment efficiency and the mediator role of cash holding. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(4), pp. 610–628.
- Arikawa, Y., & Hoang, H. (2022). Capital structure adjustment in emerging markets: Evidence from Vietnam. Available at SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4009437.
- Baltagi, B. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data*. (6th ed). Springer.
- Bazhair, A. (2023). Board governance mechanisms and capital structure of Saudi non-financial listed firms: A dynamic panel analysis. *SAGE Open*, 13(2), pp. 1–12.
- Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 73(3), pp. 305–333.
- Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets?. *The Journal of Finance*, 63(6), pp. 3069–3096.
- Cahyaningdyah, D. (2021). Leverage deviation and speed of adjustment toward target leverage: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 12(2), pp. 156–167.

- Chang, Y., Chou, R., & Huang, T. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking & Finance*, 48, pp. 374-385.
- Cheng, S. (2004). R&D expenditures and CEO compensation. *The Accounting Review*, 79(2), pp. 305-328.
- Chen, Y., Lin, F., & Yang, S. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia?. *Journal of Business Research*, 68(4), pp. 845-850.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Sakr, S., & Lee, S. (2016). Do co-opted directors mitigate managerial myopia? Evidence from R&D investments. *Finance Research Letters*, 17, pp. 285-289.
- Cho, H., Choi, G., & Choi, S. (2021). Is managerial ability associated with capital structure adjustment speed?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(3), pp. 308-333.
- Collis, J., & Hussey, R. (2014). *Business research: A practical guide for undergraduate & postgraduate student*. Fourth Edition (4th), Palgrave Macmillan.
- Cook, D., & Tang, T. (2010). Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed. *Journal of Corporate Finance*, 16(1), pp. 73-87.
- Cueva, C., Iturbe-Ormaetxe, I., Ponti, G., & Tomás, J. (2019). Boys will still be boys: Gender differences in trading activity are not due to differences in (over) confidence. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 160, pp.100-120.
- Daliri, J., Rezaei, F., & Mohammadi, F. (2020). Investigating the impact of managers' lake of foresight on socioeconomic components of sustainability performance report. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 9(36), pp. 19-40.
- Dang, T., Dang, V., Moshirian, F., Nguyen, L., & Zhang, B. (2019). News media coverage and corporate leverage adjustments. *Journal of Banking & Finance*, 109, pp.1-22.

- Delcoure, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics & Finance*, 16(3), pp. 400–415.
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954–1969.
- De Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), pp.77–99.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, 54(3), pp. 295–336.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2009). Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), pp. 26–42.
- Do, T., Huang, H., & Ouyang, P. (2022). Product market threats and leverage adjustments. *Journal of Banking & Finance*, 135, pp. 1–18.
- Drobetz, W., Schilling, D., & Schröder, H. (2015). Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle. *European Financial Management*, 21(5), pp. 936–973.
- 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, pp. 62–71.
- Ezeani, E., Salem, R., Kwabi, F., Boutaine, K., Bilal, L & Komal, B. (2022). Board monitoring and capital structure dynamics: Evidence from bank-based economies. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58, pp. 1–26.
- Ezeani, E., Kwabi, F., Salem, R., Usman, M., Alqatamin, R., & Kostov, P. (2023). Corporate board and dynamics of capital structure: Evidence from UK, France and Germany. *International Journal of Finance & Economics*, 28(3), pp. 3281–3298.

- Faccio, M., Marchica, M., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, pp. 193–209.
- Faulkender, M., Flannery, M., Hankins, K., & Smith, J. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), pp. 632–646.
- Flannery, M., & Rangan, K. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), pp. 469–506.
- Frank, M., & Goyal, V. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), pp.1–37.
- Greene, W. (2012). *Econometric analysis*. (7th ed). Pearson Education Limited.
- Gulzar, I., & Haque, S. (2022). Determining the key factors of corporate leverage in Indian manufacturing firms using dynamic modeling. *Cogent Business & Management*, 9(1), pp. 1–15.
- Gyimah, D., Kwansa, N., Kyiu, A., & Sikochi, A. (2021). Multinationality and capital structure dynamics: A corporate governance explanation . *International Review of Financial Analysis*, 76, pp. 1–18.
- Hegde, A., Masuna, V., Panda, A., & Kumar, S. (2023). What we know and what we should know about speed of capital structure adjustment: A retrospective using bibliometric & system thinking approach. *Qualitative Research in Financial Markets*, 15(2), pp. 224–253.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71(3), pp. 517–540.
- Huang, R., & Ritter, J. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), pp. 237–271.
- Ibrahim, H., & Zulkafli, A. (2023). The speed of adjustment towards optimal capital structure: Do ownership concentration & board diversity matter? *International Journal of Business & Society*, 24(1), pp. 440–458.

- Javaid, A., Nazir, M., & Fatima, K. (2023). Impact of corporate governance on capital structure: Mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 39(4), pp. 1-21.
- Jiang, Y. (2019). Managerial macro-cognition and the speed of leverage adjustment. *American Journal of Industrial and Business Management*, 10(1), pp. 75-98.
- Kayo, E., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 35(2), pp. 358-371.
- Li, Y., Xu, X., Zhu, Y., & Haq, M. (2021). CEO decision horizon & corporate R&D investments: An explanation based on managerial myopia and risk aversion. *Accounting & Finance*, 61(4), pp. 5141-5175.
- Luo, Y., Wu, H., Ying, S., & Peng, Q. (2022). Do company visits by institutional investors mitigate managerial myopia in R&D investment? Evidence from China. *Global Finance Journal*, 51, pp 1-25.
- Memon, P., Shah Syed, M., Ghumro, N., & Rus, R. (2020). Capital structure and adjustment Speed: Evidence from listed manufacturing firms in Indonesia and Malaysia. *The Indonesian Capital Market Review*, 11(2), pp. 1-14.
- Miloud, T. (2022). Corporate governance & the capital structure behavior: Empirical evidence from France. *Managerial Finance*, 48(6), pp. 853-878.
- Mukherjee, S., & Mahakud, J. (2010). Dynamic adjustment towards target capital structure: Evidence from Indian companies. *Journal of Advances in Management Research*, 7(2), 250-266.
- Mukherjee, T., & Wang, W. (2013). Capital structure deviation and speed of adjustment. *Financial Review*, 48(4), pp. 597-615.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp.187-221.
- Naseem, M., Lin, J., Rehman, R., Ahmad, M., & Ali, R. (2019). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance?. *Management Decision*, 58(1), pp. 164-181.

- Nguyen, T., Bai, M., Hou, Y., & Vu, M. (2021). Corporate governance and dynamics capital structure: Evidence from Vietnam. *Global Finance Journal*, 48, pp. 1-14.
- Niu, Y., Wang, S., Wen, W., & Li, S. (2023). Does digital transformation speed up dynamic capital structure adjustment? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, pp. 1-19.
- Oino, I., & Ukaegbu, B. (2015). The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian stock exchange. *Research in International Business and Finance*, 35, pp. 111-121.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), pp. 1421-1460.
- Rezaei, M., & Jafari, S. (2015). Identifying the relationship between financial leverage and cash flows of the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Indian Journal of Science and Technology*, 8(27), pp. 1-13.
- Rostami, V., Kargar, H., & Samimifard, M. (2022). The effect of managerial myopia on the adjustment speed of the company's financial leverage towards the optimal leverage. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), pp. 581-593.
- Safiullah, M., Akhter, T., Saona, P., & Azad, M. (2022). Gender diversity on corporate boards, firm performance, & risk-taking: New evidence from Spain. *Journal of Behavioral & Experimental Finance*, 35, pp. 1-10.
- Sardo, F., Vieira, E., & Serrasqueiro, Z. (2022). The role of gender and succession on the debt adjustments of family firm capital structure. *Eurasian Business Review*, 12(2), pp. 349-372.
- Saunders, M., Thornhill, A. & Lewis, P. (2019). *Research methods for business students*. (8th Edition, Pearson Education Limited, London, UK.

- Seifzadeh, M., Salehi, M., Khanmohammadi, M., & Abedini, B. (2022). The relationship between management attributes and accounting comparability. *Journal of Facilities Management*, 20(1), pp. 1-18.
- Shazlin, S., Hisyam, A., Shan, C., & Lau, W. (2020). CEO's characteristics and firm's specific factors on optimal leverage in Malaysia. *International Journal of Accounting, Finance and Business*, 5(26), pp. 91-106.
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk?. *Journal of Corporate Finance*, 36, pp. 26-53.
- Sun, R., Ho, K., Chang, C., & Luo, S. (2022). How does analyst coverage influence corporate leverage adjustment: Evidence from China. *Emerging Markets Finance & Trade*, 58(13), pp. 3881-3897.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), pp. 1-19.
- Trejo-Pech, C., Kyaw, N., & He, W. (2021). Capital structure adjustment behavior of listed firms on the Mexican stock exchange. *Journal of Economics and Finance*, 45(4), pp. 573-595.
- Wendy & Salim, K. (2019). The speed of adjustment towards optimal capital structure: A test of dynamic trade-off model. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 53(3), pp.91-102.
- Zhu, Q., Huang, Y., Yan, C., & Zeng, Y. (2020). Your gender identity is who you are: Female CEOs and corporate debt structure. Available at SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3572752.