

تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال: هل هناك دور وسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية؟ دراسة اختبارية

د/ السيد أحمد محمود فودة
أستاذ المحاسبة المساعد
كلية التجارة - جامعة الزقازيق
elsayed_foda@zu.edu.eg

ملخص البحث

الهدف: استهدف البحث، اختبار الدور الوسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة (مخاطر المعلومات الخاصة، مخاطر نقص شفافية المعلومات، ومخاطر نقص جودة أو دقة المعلومات المحاسبية) في تفسير التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) سواء بشكل إجمالي، أو كلٍ منها على حدة.

المنهجية والتصميم: اعتمد البحث، على سلسلة زمنية من البيانات الأرشيفية (Archival Data Methodology)، من خلال تشغيل برنامج Stata (V.17)، وتطبيق منهجية تحليل المسار (Path Analysis)، وذلك باستخدام عينة ميسرة وحكمية من الشركات غير المالية المتداول أسهماها ببورصة الأوراق المالية المصرية، والبالغ عددها (121) شركة خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام 2008 حتى عام 2022.

النتائج: أظهرت النتائج بصفة عامة، أن تزايد القدرة الإدارية للمدراء ستنسهم في تخفيض تكلفة رأس المال بشكل إجمالي، وخاصة تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية). بينما، لم تثبت معنوية التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض). كما، وأوضحت النتائج معنوية الدور الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة في نقل التأثير السالب للقدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) معاً سواء بشكل إجمالي، أو كلٍ منها على حدة. كما، بينت النتائج معنوية الدور الوسيط لمخاطر نقص شفافية المعلومات في نقل التأثير السالب للقدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال بشكل إجمالي من مصادرها المختلفة معاً، وخاصة تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) فقط، وذلك باستثناء تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض)، التي لم تثبت معها معنوية الدور الوسيط لمخاطر نقص شفافية المعلومات. أخيراً، لم يتوصل البحث إلى أدلة علمية واضحة حول الدور الوسيط لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية في تفسير التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال - باختلاف المقاييس الإجرائية المعبرة عنها.

الأصالة/ القيمة: في حدود علم الباحث، يعد البحث الحالي من أوائل البحوث في بيئة الأعمال المصرية، التي اهتمت بتقديم الأدلة العلمية، حول الدور الوسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة في تفسير التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) سواء بشكل إجمالي، أو كلٍ منها على حدة، وذلك خاصة في فترات عدم الاستقرار التي مرت بها بيئة الأعمال المصرية؛ مروراً بالأزمة المالية العالمية في عام 2008، والأزمات السياسية نتيجة الثورات الشعبية في الخامس والعشرين من يناير في عام 2011 والثلاثون من يونيو عام 2013، وأزمة نقشى جائحة (كوفيد - 19) في عام 2020، وأخيراً أزمة تعويم العملية المحلية بدءاً من عام 2016 وانتهاءً بوضع نظام مرن لتحديد سعر صرف العملة المحلية في عام 2022. بالشكل الذي، قد يضع الشركات في أزمات تمويلية تحد من قدرتها على تنفيذ خططها الاستثمارية، بما قد يجعل بيئة الأعمال المصرية حينئذ، بيئة خصبة لاكتشاف تأثير الاستعانة بالمدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة علي تخفيض تكلفة رأس المال بشكل مباشر، و/أو بشكل غير مباشر عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية.

الكلمات الدالة: القدرة الإدارية للمدراء، تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية)، تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض)،

مخاطر المعلومات المحاسبية.

¹ تقديم البحث في 2024/10/1 وقبول نشره في 2024/10/20

The Impact of Managerial Ability on Cost of Capital: Is There a Mediation Role for Accounting Information Risk?

An Empirical Study

Abstract

Purpose: This research aims to investigate the mediating role of accounting information risk (private information risk, information transparency risk and information quality "or accuracy" of accounting information risk) in explaining the direct impact of managerial ability on cost of capital from its sources (cost of equity and/or cost of debts), whether in total or separately.

Design/methodology: This research uses a time series of archival data, by running Stata (V.17) and applying Path Analysis methodology, using a purposive sample of (121) companies from non-financial companies traded on the Egyptian Stock Exchange, during the period from 2008 to 2022.

Results: In general, the results indicate that, the increase in managerial ability will reduce the cost of capital, especially, cost of equity. However, the direct effect of managerial ability on cost of debts is not significant. Also, results show a mediating role of private information risk in transferring the negative effect of managerial ability on cost of capital from its sources (cost of equity and/or cost of debts), whether in total or separately. The results also show a mediating role of information transparency risk in transferring the negative effect of managerial ability on cost of capital from both sources together, especially, cost of equity only, with the exception of cost of debts, thus, significance of mediating role of information transparency risk is not proven for cost of debts. Finally, the research does not find clear scientific evidence on the mediating role of information quality (or accuracy) risk of accounting information in explaining the direct impact of managerial ability on cost of capital - despite using different proxies.

Originality/ Value: For the best knowledge of the researcher, the current paper is one of the first that applied in the Egyptian environment, which focuses on provide empirical evidence, on the mediating role of types of accounting information risk in explaining the direct impact of managerial ability on cost of capital from its sources (cost of equity and/or cost of debts), whether totally or separately, especially during periods of instability experienced by the Egyptian environment; the global financial crisis in 2008, the two revolutions of January 25, 2011 and June 30, 2013, the (Covid-19) pandemic in 2020 and floatation of the local currency in 2022, in a way that may expose companies to financing distress which can limit their ability to implement their investment projects, which may turn the Egyptian environment to become a fertile environment for discovering the effect of managers abilities to reduce cost of capital directly and/or indirectly through mediating accounting information risk.

Keywords: Managerial Ability, Cost of Equity, Cost of Debts, Accounting Information Risk

1- مقدمة ومشكلة البحث

تعتبر تكلفة رأس المال أحد المفاهيم الأساسية في مجال الأدبيات المحاسبية والتمويلية؛ حيث تلعب تكلفة رأس المال دوراً هاماً في تحديد القرارات المرتبطة بهيكل رأس المال، فمن أجل تحديد الموارد المالية يجب على إدارة الشركة تحديد تكلفة التمويل وتحديد العوامل المؤثرة عليها. كما، يتم احتساب تكلفة رأس المال كمقياس لتقييم الأداء وفقاً لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة، حيث يتم تطبيقها كمعايير لقبول المشروعات الاستثمارية الجديدة وتحديد معدل الخصم المناسب لحساب القيمة المضافة (Maranjory and Keykha, 2016).

تعتبر، تكلفة رأس المال من المنظور الخاص بالشركة عن الأعباء المالية (تكلفة التمويل) التي تتحملها الشركة لتمويل مشروعاتها الاستثمارية سواء من خلال الاقتراض أو إصدار الأسهم أو ما تحتجزه من أرباح في فترات زمنية سابقة أو حالية. كما، تُعرف تكلفة رأس المال من المنظور الخاص بالمساهمين أو الدائنين عن الحد الأدنى من العائد المتوقع من قبل المساهمين (تكلفة حقوق الملكية) والدائنين (تكلفة الاقتراض)؛ والذي يساوي العائد الذي يمكن الحصول عليه من الاستثمار الخالي من المخاطر، مضافاً إليه علاوة التعويض عن المخاطر المحيطة بالشركة (جمعة وآخرون، 2017).

وبالتالي، فإن القرارات المرتبطة بهيكل رأس المال وما يترتب عليها من تكاليف تمويلية، تعد من القرارات المعقدة التي تتطلب فهماً جيداً لكافة الظروف المحيطة بالشركة، خاصة في ظل تزايد حدة الأزمات التمويلية وإشتراطات المديونية، وذلك خاصة في فترات عدم الاستقرار. الأمر الذي، قد يدفع الشركات نحو الاستعانة بمدراء أكثر قدرة إدارية، لما قد يمتلكونه من خصائص ومقومات للحصول على شروط تعاقدية ملائمة وتخفيض تكلفة رأس المال وذلك، من خلال تعزيز مستوى الثقة في أداء الشركات، وجذب جهات التمويل الخارجية إلى أسواق المال بشكل أكثر سهولة، إلى جانب تلبية توقعات جهات التمويل المتعلقة بسوق الأوراق المالية وغيرها من جهات التمويل الأخرى، بما قد يؤثر بدوره على السياسات التمويلية والتشغيلية للشركات (الشريف، 2023)؛ (Tran and Vo, 2020; Huo et al., 2021).

لذا، فإن القدرة الإدارية مفهوم متعدد الأبعاد؛ فمن منظور التعاقدات الفعالة (Efficient Contacting Perspective)؛ فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء كأحد الأصول غير الملموسة للشركة، قد يسهم في التخصيص الأمثل والفعال للموارد المحدودة الخاصة بها لتحقيق أعلى عائد ممكن، وذلك لما لديهم من خبرات ومهارات بمجال عمل الشركات والبيئة التي تعمل في ظلها، بما قد يمكنهم من إضافة قيمة لأداء الشركات التي يديرونها من خلال اختيار المشروعات الاستثمارية التي تدر صافي قيمة حالية موجبة، بالإضافة إلى التحوط

ضد المخاطر المالية بنكويين قدر مناسب من الاحتياطيّات النقدية (عبد المجيد والشهري، 2023؛ Baik et al., 2018; Abernathy et al., 2018; Demerjian et al., 2013).

ومن ثم، التأثير بشكل إيجابي على جودة القرارات التمويلية المرتبطة بتكوين مزيج متوازن من مصادر التمويل الداخلية من خلال الأسهم والسندات والأرباح المحتجزة، ومصادر التمويل الخارجية من خلال الاقتراض، وذلك عند تكوين هيكل رأس المال، بما يحقق أعلى عائد على الاستثمار بأقل تكلفة ممكنة (Bhutta et al., 2021; Valaskova et al., 2019). بالشكل الذي، قد يجنب الشركات العديد من المخاطر في الأجلين القصير والطويل، ويضيف ميزة للشركات التي يتمتع مدراءها بقدرات إدارية مرتفعة مقارنة بمثلتها من الشركات الأخرى التي تنتمي لنفس الصناعة (القطاع)، لكن لا تتمتع بهذه الميزة (Peizhi and Ramzan, 2020).

كما، أن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء قد يسهم في تخفيض تكلفة التمويل من خلال رأس المال المملوك (حقوق الملكية)، وذلك نتيجة تخفيض علاوة المخاطر التي قد يطالب بها المساهمين كتعويض لهم في حالة انعدام تفتهم فيما يمتلكه مدراء شركاتهم من قدرات إدارية تمكنهم من إدارة موارد الشركات بكفاءة وفعالية، وتحقيق الأرباح المستهدفة وإجراء توزيعات للأرباح (Dogan and Acar, 2020). أفاد، كل من (Bonsall et al. (2017) وCornaggia et al. (2017)، أن الشركات التي لديها مدراء ذوي قدرات إدارية مرتفعة تميل إلى الحصول على تصنيفات ائتمانية أكثر إيجابية، وتوثق دراسات أخرى أن القدرة الإدارية ترتبط بانخفاض تكاليف الاقتراض ورأس المال المملوك (Agarwal et al., 2011; Bonsall et al., 2017).

كذلك، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء في ظل تزايد حدة الأزمات المالية العالمية؛ كالأزمة المالية العالمية الواقعة في عام 2008، قد يسهم في تأمين القدر الكافي من التمويل اللازم لتنفيذ المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، وتشكيل هيكل رأس المال بشروط تعاقدية ملائمة وتكلفة منخفضة، وذلك من خلال التأثير الإيجابي للقدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين على أداء الشركات بشكل جوهري، بما قد يساعدها على تحسين قيمتها السوقية، من خلال توفير القدر الملائم من السيولة لمواجهة المخاطر غير المتوقعة مستقبلاً، والوفاء بالتزاماتها، والمحافظة على تحقيق أرباح غير عادية، خاصة خلال فترة الأزمة (Gichaiya et al., 2019; Andreou et al., 2017). لذا، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء قد يكون له تأثير إيجابي على الاستغلال الأمثل للموارد وتدنية المخاطر المرتبطة بتدهور التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، بما قد ينعكس إيجابياً على تخفيض تكلفة رأس المال، ويسهم في تحقيق كفاءة الاستثمار.

على النقيض، ومن منظور الترخّج الإداري (Rent Extraction Perspective) وتعظيم المنفعة؛ فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء يمكن أن يكون له تأثير سلبي على القرارات الاستثمارية والتمويلية للشركة، بما يحقق مصالحهم الشخصية (الذاتية) على حساب باقي أصحاب المصالح؛ حيث يرى Eisfeldt and

Papanikolaou (2013)، أن الشركات التي لديها المزيد من رأس المال التنظيمي المتجسد في الموظفين الرئيسيين تتعرض لمخاطر إضافية، بما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، وذلك نتيجة قيام الشركات بدفع تعويضات مبالغ فيها بشكل غير طبيعي للمدراء الأكثر موهبة وقدرة إدارية، باعتبارهم الأكثر قدرة على المنافسة في سوق العمل، بما قد يدفعهم نحو تنفيذ العديد من المشروعات الاستثمارية المحفوفة بالمخاطر بسبب ثقتهم المفرطة. وبالتالي، إذا كان الاحتفاظ بمدراء أكثر كفاءة وقدرة إدارية يؤدي إلى تكاليف محتملة مثل: التعويضات الباهظة والاستثمارات غير الفعالة، فإن القدرة الإدارية يمكن أن ترتبط بشكل طردى بتكلفة رأس مال (Jang et al., 2024).

أوضحت، بعض الدراسات (e.g., Eissa and Hashad, 2021; Anom, 2018; Habib and Hasan, 2017)، أن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء قد يرتبط بالتأثير السلبي على النتائج المالية عبر التلاعب في المعلومات المرتبطة بالأداء التشغيلي والاستثماري للشركات التي يديرونها، بهدف تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب المتبقي من أصحاب المصالح، بما قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.

كما، أشارت بعض الدراسات الأخرى إلى نتائج مختلطة، بشأن العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال؛ حيث أوضحت دراسة (Bhagat et al. (2011)، أن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء تقيد عملية التمويل من خلال الديون طويلة الأجل، وذلك لتجنب المراقبة الخارجية من حاملي الديون. من ثم، تخفيض تكاليف الاقتراض (الديون) على حساب زيادة تكاليف رأس المال المملوك (حقوق الملكية)، وذلك تمشياً مع ما توصلت إليه دراسة (Cho et al. (2021)، بشأن إظهار الشركات التي تتمتع بمدراء أكثر قدرة إدارية سرعة تعديل أبطاً للروافع المالية نحو المستويات المستهدفة بالنسبة للشركات الأصغر حجماً والأحدث من حيث العمر، وذلك لتجنب تكاليف المعاملات والتركيز على الأنشطة الأساسية بدلاً من تعديل الرافعة المالية نحو المستويات المستهدفة لتحسين قيمة الشركة. أما، دراسة كلٍ من الشريف (2023)؛ (Khan et al. (2020)، لم تتوصلا إلى أدلة معنوية بشأن تأثير القدرة الإدارية للمدراء على تكلفة حقوق الملكية (رأس المال المملوك)، وذلك في ظل تجاهل عامل حجم الشركة (الشريف، 2023)، واختلاف لغات المستثمرين عن اللغة الأصلية للشركة (Khan et al., 2020).

لكن، أوضحت دراسة كلٍ من (Agarwal et al. (2011); Bonsall et al. (2017); Cornaggia et al. (2017)، أنه عندما يقوم سوق رأس المال بتقييم القدرة الإدارية للمدراء بشكل صحيح، فإن التمويل الخارجي سيؤدي إلى تحمل تكاليف تمويل أقل بالنسبة للشركات التي تتمتع بمدراء ذوي قدرات إدارية مرتفعة، وذلك مقارنة بالتمويل من خلال مصادر داخلية (حقوق الملكية). من ثم، يستطيع المدراء الأكثر نشاطاً ممن يتمتعون بقدرات إدارية مرتفعة على اتخاذ قراراتهم التشغيلية في تحريك الرفع المالي للشركات

نحو المستويات المستهدفة، وذلك إذا كانوا يعتقدون أن الوصول إلى نسب الرفع المالي المستهدفة سيؤدي إلى تحسين قيمة الشركة.

في ضوء ما سبق، يتضح للباحث تضارب الأدلة البحثية حول التأثير الموجب (أو السالب) للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها سواء من مصادر خارجية و/أو داخلية. لذا، سينصب تركيز البحث الحالي نحو تفسير ذلك التأثير من خلال تحديد القنوات المحتملة التي يمكن أن تؤثر من خلالها القدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة. ويرى الباحث، أن مخاطر المعلومات المحاسبية (Accounting Information Risk)، قد تعد بمثابة القناة الناقلة لتأثير القدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة. وتشير، مخاطر المعلومات المحاسبية، إلى احتمال قيام الشركة بنشر معلومات محاسبية غير دقيقة (غير كاملة) إلى المستثمرين الحاليين والمرقبين ممن يرغبون في الاستثمار في الشركة. من ثم، تقدم هذه المخاطر نوعاً جديداً من المخاطر المنتظمة (Systematic Risk) كأحد المخاطر غير القابلة للتوزيع، مما قد يتطلب تعويض المستثمرين عن تحمل تلك المخاطر (Eckles et al., 2014)، ويسهم في زيادة تكلفة رأس المال.

من هذا المنطلق، حازت مخاطر المعلومات كإحدى القضايا البحثية على اهتمام الأديبات المحاسبية والتمويلية كمقياس للمخاطر السلبية أو مخاطر الهبوط (Downside Risk)، وكذلك الأدبيات المتعلقة بكيفية تسعير الأصول؛ حيث تفترض النماذج التقليدية لتسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model "CAPM")، تماثل توقعات المستثمرين وارتفاع درجة قابلية المعلومات للمقارنة عبر الأصول. مع ذلك، قد لا تكون هذه الافتراضات دقيقة دائماً، نظراً لعدم إبلاغ القائمين على التداول بشكل متساوٍ. لذا، فإن المعلومات الخاصة عبر التداول تصبح مشتتة في أسعار الأسهم. من ثم، تنشأ هذه المعلومات السرية فجوة عدم تماثل المعلومات، وتضع القائمين على التداول من غير المطلعين في وضع غير مواتٍ. نتيجة لذلك، قد يضطر المستثمرين نحو المطالبة بزيادة علاوة المخاطر لمواجهة مخاطر المعلومات المتزايدة (Easley and O'hara, 2004)، بما قد يسهم في زيادة تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية). لكن، في نماذج المنافسة الكاملة، تؤثر درجة تفاوت المعلومات بين المستثمرين على تكلفة رأس مال الشركة من خلال متوسط جودة المعلومات المتاحة للمستثمرين بدلاً من عدم تماثل المعلومات (Lambert et al., 2007).

بالمثل، أشار Barth et al. (2013)، إلى أن المعلومات الأقل شفافية هي سبب آخر لمخاطر المعلومات المحاسبية؛ حيث تم تعريف شفافية التقارير المالية، على أنها الدرجة التي تكشف بها التقارير المالية عن اقتصاديات الوحدة الاقتصادية بطريقة يسهل على المستخدمين النهائيين للقوائم والتقارير المالية فهمها. مع ذلك، فإن هذا لا يقيد مخاطر المعلومات المحاسبية الناشئة عن انخفاض جودة التقارير المالية والعلاقات مع

المستخدمين (المستثمرين) الذين يتلقون هذه المعلومات ويفهمونها (Saleem and Usman, 2021). كما، ربطت دراسة (Rjiba et al. (2021)، بين إنشاء الشركة للمعلومات وبين تلقي المعلومات وفهمها من قبل المستخدمين الخارجيين للمعلومات؛ حيث تخفض إفصاحات الشركات المعقدة من قدرة المستثمرين على معالجة التقارير السنوية وتفسيرها، مما قد يستلزم معه تكلفة أعلى لحقوق الملكية (رأس المال المملوك).

وفقاً، لدراسة (Lambert et al. (2007)، فإن دقة المعلومات، وليس عدم تماثل المعلومات، قد تعزز تكلفة حقوق الملكية (رأس المال المملوك) في ظل سيادة المنافسة الكاملة؛ حيث يمكن الحد من مخاطر المعلومات المحاسبية من خلال تقديمها بجودة أفضل. لذا، عندما تنتم أسواق رأس المال بسيادة حالة المنافسة الكاملة بين المستثمرين، فإن الأسعار التوازنية للأسهم تعد دالة لميزتين لهيكل المعلومات في الاقتصاد، وهما: متوسط دقة تقييم المستثمرين للتدفقات النقدية المتوقع أن تحققها الشركات في نهاية الفترة، ومعدل الخصم الذى يطلبه المستثمرون كمقابل للمخاطر المرتبطة بالاحتفاظ بأسهم تلك الشركات، والذي يعتمد على متوسط مصفوفة الدقة المقدرة من قبل المستثمرين (أي معكوس تغاير المصفوفة) (Inverse of Covariance Matrix) لتوزيع التدفقات النقدية للشركات في نهاية الفترة. وبعبارة أخرى، يعد متوسط الدقة المقدرة من قبل المستثمرين محددًا رئيسياً للعائد المتوقع على سعر سهم الشركة، ومن ثم تكلفة رأس المال.

أوضحت، دراسة (Cornaggia et al. (2015)، أن هذه الأنواع الثلاثة من مخاطر المعلومات المحاسبية - المرتبطة بالمعلومات الخاصة، نقص شفافية المعلومات ونقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية - تتسبب في تزايد فجوة عدم تماثل المعلومات، مما قد يؤدي إلى انعدام رغبة صغار المستثمرين في الاستثمار خشية تحقيق المستثمرون ذوى المعلومات أو المطلعون (Insiders) أرباحاً على حساب مصالحهم الشخصية، وذلك استجابة لسلوك الاختيار العكسي للمستثمرين (Investors' Adverse Selection). وهذا بدوره، قد يعظم من تكلفة حصول الشركات على رأس المال اللازم لمباشرة أعمالها، مما يعرض الاقتصاد للعديد من المخاطر والأضرار، وذلك إلى الحد الذي يتحمل فيه عدد أقل من المستثمرين تلك المخاطر؛ وهم الأقل دراية بالمعلومات. بالمثل، قد يطالب المستثمرون علاوة للمخاطر المتوقع مواجهتها في المستقبل كعائد للاستثمار في أسواق رأس المال، التي تعاني من ارتفاع مخاطر المعلومات المحاسبية، وتزايد فجوة عدم تماثل المعلومات.

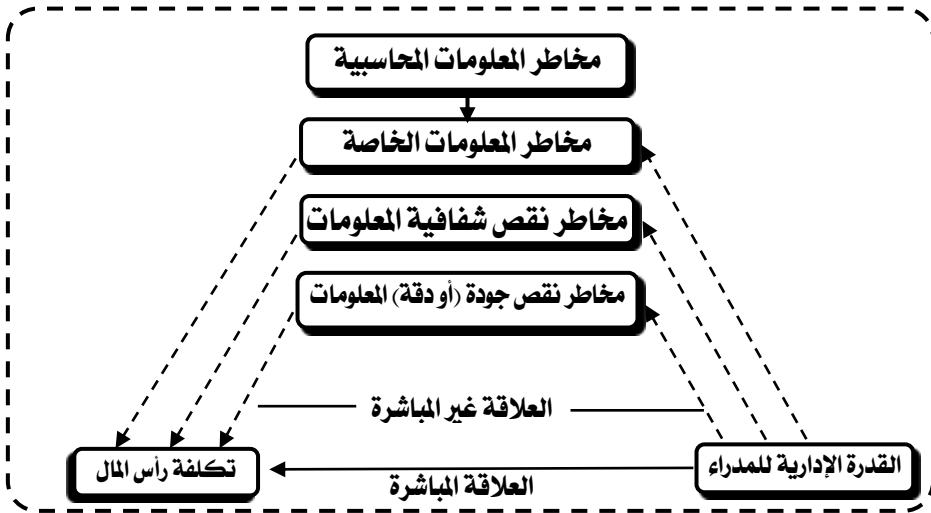
تأسيساً على ما سبق، يتوقع الباحث أن تلعب مخاطر المعلومات المحاسبية - المرتبطة بالمعلومات الخاصة، ونقص شفافية المعلومات، ونقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية الموضح عنها - دوراً وسيطاً في تفسير تضارب الأدلة البحثية حول تأثير القدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة، بالإضافة إلى الكشف عن الدرجة التي يتم بها تسعير مخاطر المعلومات المحاسبية في تكاليف رأس المال. وبالتالي، دراسة العلاقة المتكاملة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال بمكوناتها

المختلفة، وذلك بكافة مساراتها الممكنة المباشرة، وغير المباشرة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها الثلاثة الرئيسية.

لذا، يمكن تلخيص مشكلة البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

"هل يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية؟". وينبثق من التساؤل الرئيسي لمشكلة البحث التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات الخاصة، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية؟
 - هل يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة عبر توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية؟
 - هل يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة عبر توسيط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية؟
- ويخلص الشكل التالي التساؤل الرئيسي لمشكلة البحث وتساؤلاته الفرعية، على النحو التالي:



شكل 1: التساؤل الرئيسي لمشكلة البحث وتساؤلاته الفرعية

2- أهداف البحث

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث، في اختبار التأثيرات غير المباشرة للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، سواء من خلال حقوق الملكية (رأس المال المملوك) و/أو الافتراض

الخارجي (رأس المال المقترض)، وذلك عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية. وينبثق عن الفرض الرئيسي للبحث، الأهداف الفرعية التالية:

- اختبار تأثير القدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات الخاصة، وذلك بالتطبيق علي الشركات المساهمة المصرية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية.
- اختبار تأثير القدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة عبر توسيط مخاطر مخاطر نقص شفافية المعلومات، وذلك بالتطبيق علي الشركات المساهمة المصرية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية.
- اختبار تأثير القدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة عبر توسيط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، وذلك بالتطبيق علي الشركات المساهمة المصرية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية.

3- أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من الناحية العلمية كونه امتداداً للأدبيات المحاسبية والتمويلية المهمة بمناقشة الجدول القائم والأدلة البحثية غير الحاسمة فيما يتعلق بتحليل تأثير الخصائص الفردية للمدراء - وخاصة القدرة الإدارية - على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، سواء بشكل مباشر و/أو بشكل غير مباشر عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة (مخاطر المعلومات الخاصة، مخاطر نقص شفافية المعلومات، ومخاطر نقص جودة "أو دقة" المعلومات المحاسبية)، باعتبارها القناة الرئيسية الناقلة لتأثير القدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة. وهو، ما لم تتطرق إليه أي من الأدبيات المحاسبية السابقة - في حدود علم الباحث. الأمر الذي، يستلزم معه ضرورة **تضييق الفجوة البحثية**، والقيام بالمزيد من الدراسات، للوقوف على العلاقة المتكاملة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة.

بينما، يستمد البحث أهميته من **الناحية العملية**، من خلال الوقوف على النقاط التالية:

- يتوقع أن تسهم نتائج البحث، في توفير الدليل العلمي من بيئة سوق الأوراق المالية المصرية كأحد الأسواق المالية الناشئة، حول الدرجة التي يتم بها تقييم القدرة الإدارية للمدراء من قبل المساهمين والدائنين عند تحديد تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك لحسم الجدول القائم حول ما إذا كانت القدرة الإدارية للمدراء تعد أحد الموارد غير الملموسة التي تضيف قيمة إيجابية للشركة، وتسهم في تخفيض تكلفة رأس المال اللازم لتمويل مشروعاتها الاستثمارية، وذلك توافقاً مع منظور التعاقدات الفعالة (Efficient Contract

(Perspective). أم أن، القدرة الإدارية للمدراء تعد أحد المصادر التي يستتفز من خلالها الموارد المحدودة للشركة، وذلك توافقاً مع منظور التريح الإداري (Rent Extraction Perspective) ومصادرة ثروات المساهمين وغيرهم من الدائنين (المقرضين)، لتحقيق مصالحهم الشخصية، بما قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.

- يتوقع أن تسهم نتائج البحث، في الكشف عن مدى إدراك المساهمين وغيرهم من المقرضين (الدائنين) لأهمية مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة، عند تحديد تكلفة رأس المال وما تتضمنه من علاوات لمقابلة تلك المخاطر. بالإضافة إلى، توعيتهم بالدور الإيجابي (أو السلبي) المتوقع للقدرة الإدارية للمدراء على مواجهة تلك المخاطر، وتخفيض (أو زيادة) تكلفة رأس المال. بالشكل الذي، قد يوضح ما إذا كانت مخاطر المعلومات المحاسبية تعد بمثابة القناة الناقلة للتأثير الموجب (أو السالب) للقدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة بشكل غير مباشر، أم لا. وهو ما قد يشكل، الفجوة البحثية التي سيسعى البحث الحالي إلى تغطيتها في بيئة الأعمال المصرية.
- يتوقع أن تسهم نتائج البحث، في زيادة وعي وإدراك الجمعية العمومية (العامة) للمساهمين بالشركة، حول أهمية تعيين المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة، لكسب ثقة المساهمين (كأحد مصادر التمويل الداخلية)، بالإضافة إلى جذب مصادر التمويل الخارجية (جهات الإقراض الخارجية) للحصول على التمويل اللازم لتنفيذ المشروعات الاستثمارية الجيدة، وذلك بتكلفة مقبولة وشروط تعاقدية ملائمة.
- يتوقع أن تسهم نتائج البحث، في زيادة وعي وإدراك الجهات الرقابية والتنظيمية على الأسواق المالية، بأهمية ونوعية مخاطر المعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية للشركات، وتحديد مدى استجابتها للخصائص الإدارية للمدراء (القدرة الإدارية للمدراء) عند تحديد تكلفة التمويل من خلال الأسواق المالية.
- يتوقع أن تسهم نتائج البحث، في مساعدة الأكاديميين والباحثين حول أهمية دراسة العلاقة المتكاملة بكافة مساراتها المباشرة وغير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال (من مصادرها المختلفة معاً، وكل على حدة) عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية، وذلك للوقوف على مدى أهمية القدرة الإدارية للمدراء في تحسين بيئة المعلومات وتخفيض تكلفة رأس المال، خاصة في ظل تزايد تداعيات الأزمات والقيود التمويلية التي قد تواجهها الشركات.

4- حدود ونطاق البحث

تتمثل حدود ونطاق البحث، في معالجة القضايا التالية:

- لم يتناول البحث، كافة الخصائص الإدارية الفردية للمدراء عند اختبار العلاقة بينها وبين تكلفة رأس المال؛ ومنها على سبيل المثال، ما يتعلق ب: الثقة الإدارية الزائدة (Overconfidence)، التفاؤل

(أو التشاؤم) الزائد (Over Optimism or Pessimism)، قصر النظر الإداري (Managerial Myopia)، والتوجه نحو تحمل المخاطر (Risk Attitude) من عدمه، وذلك باستثناء القدرة الإدارية للمدراء (Managerial Ability)، من أجل الكشف عن النواحي الإيجابية لسلوكيات المدراء المتعلقة بقدراتهم الإدارية ودورها في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بالشركة، وتخفيض تكلفة رأس المال.

- لم يتناول البحث، كافة النماذج المستخدمة في الكشف عن القدرة الإدارية للمدراء؛ ومنها على سبيل المثال، معدل الاستشهادات في وسائل الإعلام (Media Citation) (Malmendier and Tate, 2009)، والعوائد التاريخية على الأسهم (Malmendier and Tate, 2005)، والخصائص الثابتة للمدراء التنفيذيين والمرتبطة ب: معدل دوران المدراء التنفيذيين، وطول فترة التعاقد معهم، وشهرة وسمعة المدراء التنفيذيين، ومستوى التعليم وجودة التوقعات الإدارية (Bertrand and Schoar, 2003; Demerjian et al., 2012). وتم استبعاد المقاييس السابقة، نظراً لكونها مقاييس غير مباشرة وأقل ترابطاً بالقدرة الإدارية للمدراء؛ حيث تحتوي على معلومات وجوانب تخرج عن نطاق تحكم المدراء، بالإضافة إلى أنها لا توفر معلومات تعكس الخصائص المؤثرة على القدرة الإدارية للمدراء (Gan, 2019؛ (محمد، 2020)). لذا، سيتم الاعتماد على مقياس القدرة الإدارية للمدراء الخاص بدراسة (Demerjian et al. (2012)؛ والذي يتميز بقدرته على قياس مدى قدرة المدراء على تحويل موارد الشركة (المدخلات) إلى إيرادات (المخرجات)، وذلك بعد استبعاد خصائص الشركات.

- لم يتناول البحث، كافة النماذج المستخدمة في قياس تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، سواء من مصادر داخلية (حقوق الملكية) و/أو خارجية (الاقتراض)؛ ومنها على سبيل المثال، نموذج دراسة كلٍ من (Easton (2004); Claus and Thomas (2001); Gebhardt et al. (2001); Francies et al. (2005); Ohlson and Juettner-Nauroth (2005)؛ لتقدير التكلفة الضمنية لحقوق الملكية. بينما، سيعتمد البحث الحالي على استخدام نموذج (Omran and Pointon (2004)، لإيجاد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (حقوق الملكية، الاقتراض)، وذلك لإمكانية تطبيقه على البيانات الواردة بالتقارير المالية المنشورة للشركات في بيئة الأعمال المصرية.

- لم يتناول البحث، الدور الوسيط لكافة المقاييس البديلة لمخاطر المعلومات المحاسبية في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال؛ منها على سبيل المثال، المقاييس المرتبطة بالاستحقاقات وجودة تنبؤات الإدارة (Eckles et al., 2014; Baik et al., 2018)، وجودة

واستمرارية الأرباح، والتحفيز المحاسبي، وبعض خصائص جودة المعلومات المحاسبية كالتوقيت المناسب. وسيقتصر البحث الحالي، على استخدام المقاييس التقريبية البديلة لمخاطر المعلومات المحاسبية المرتبطة بالمعلومات الخاصة، ونقص كلٍ من شفافية وجودة (أو دقة) المعلومات، وذلك تمشياً مع دراسة (Saleem and Usman, 2022).

- لم يتناول البحث، التأثيرات المنظمة (المعدلة) للعلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك في إطار تضارب الأدلة البحثية والنظرية حول تلك العلاقة وفقاً لمبررات نظريتي الموارد والصفوف الإدارية العليا في مقابل نظرية الوكالة. لكن، سيقتصر البحث على تفسير التضارب في الأدلة البحثية حول تلك العلاقة المباشرة من خلال اقتراح مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة كقنوات مسؤولة عن نقل تأثير القدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك بشكل غير مباشر. من ثم، يتوقع أن تعكس مخاطر المعلومات المحاسبية (كمتغيرات وسيطة) المحصلة النهائية للمتغيرات التي قد تُنظم (تُعدل) العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، سواء في الاتجاه الموجب أو السالب.

- لم يتناول البحث، قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية، نظراً لخضوع عملية إعداد التقارير المالية في تلك القطاعات لمقررات بازل، بخلاف القواعد المنظمة الأخرى التي تصدرها الجهات التنظيمية والرقابية على هذه القطاعات. سيقتصر البحث الحالي، على عينة من الشركات غير المالية المنتمية لقطاعات اقتصادية مختلفة خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2008 حتى عام 2022، والتي شهدت فيها الشركات المساهمة المصرية بعض من الأزمات؛ كالأزمة المالية العالمية في عام 2008، والأزمات السياسية الناتجة عن ثورات الربيع العربي ومنها؛ ثورتى 25 يناير 2011 و30 يونيو عام 2013، وما صاحبها من أزمات تمويلية خلال الفترة الأخيرة من عام 2013 حتى عام 2022؛ نتيجة اتخاذ الدولة المصرية بعض القرارات الاقتصادية المتعلقة بالتعويم الجزئي للعملة المحلية في عام 2016، وتراجع الاحتياطيات الدولارية، ورفع أسعار الفائدة على الاقتراض، بالإضافة إلى ما قد أثاره تفشي جائحة (كوفيد-19) في مطلع عام 2020 (وفق ما أعلنته منظمة الصحة العالمية) من أزمات تمويلية في بعض القطاعات الاقتصادية دون غيرها.

5- منهجية البحث

سيعتمد البحث، على استخدام المنهج الاستنباطي لمراجعة وتحليل الأدبيات المحاسبية التي قد تبدو متعارضة حول دور القدرة الإدارية للمدراء في تخفيض (أو زيادة) تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك في إطار مراجعة الافتراضات القائمة عليها نظريتي الموارد والصفوف الإدارية العليا في مقابل نظرية الوكالة، وما يترتب عليها من مشاكل كالاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية. بالإضافة إلى، استعراض

الجوانب المختلفة لمخاطر المعلومات المحاسبية، المتعلقة ب: مخاطر المعلومات الخاصة، مخاطر نقص شفافية المعلومات، ومخاطر جودة (أو دقة) المعلومات، وذلك للكشف عن دورها المقترح كقنوات ناقلة للتأثير الموجب (أو السالب) للقدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، بشكل غير مباشر. لذا، سيتم بناء نموذج لقياس العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة. كما، سيعتمد البحث علي المنهج الاستقرائي لتطبيق النموذج الهيكلي المقترح لاختبار علاقات الوساطة محل الدراسة، وذلك باستخدام البيانات الأرشيفية (Archival Data) المستخرجة من التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية.

6- خطة البحث

تحقيقاً لمشكلة وأهداف البحث الرئيسية والفرعية، يستهدف الجزء التالي بيان الخلفية النظرية للبحث في ضوء مراجعة بعض الدراسات السابقة واشتقاق الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، ويلى ذلك، تصميم الدراسة الاختبارية، وتحليل ومناقشة نتائج اختبارات الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، وكذلك حدود النتائج. أخيراً، بيان الخلاصة وأهم مجالات البحوث المستقبلية.

7- الخلفية النظرية للبحث في ضوء مراجعة بعض الدراسات السابقة واشتقاق الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية

يستعرض الباحث، الخلفية النظرية للبحث في ضوء مراجعة بعض من الدراسات السابقة المتعلقة بالتساؤلات الرئيسية والفرعية لمشكلة البحث تمهيداً لاشتقاق فروضه، وذلك من خلال تناول النقاط التالية:

1-7 مراجعة الدراسات السابقة حول العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال (أدلة نظرية واختبارية)

تعد القدرة الإدارية للمدراء - كأحد عناصر الأصول غير الملموسة المرتبطة برأس المال الفكرى أو البشرى- من أهم العوامل المسؤولة عن إنجاح الشركات واستدامة أدائها فى المستقبل، نظراً لارتباطها بالعديد من القرارات الإستراتيجية المتعلقة بتعظيم القيمة السوقية للشركات، وذلك بما يتوافق مع الدور الإيجابى للقدرة الإدارية كأحد الخصائص الإدارية المحددة لسلوك الشركات وأدائها (Bertrand and Schoar, 2003; Hackbarth, 2008; Ferris et al., 2017).

على الرغم، من التدفق النشط للدراسات السابقة حول كيفية تأثير القدرة الإدارية للمدراء على سلوكيات الشركات، إلا إن تأثير القدرة الإدارية على تقييمات المستثمرين لمخاطر رأس المال لم تحظى بالقدر الكاف من الاهتمام؛ حيث ركزت معظم الدراسات السابقة على سوق الديون، وأظهرت باستمرار أن

المدراء الأكثر قدرة إدارية يخفضون من المخاطر الائتمانية، بالإضافة إلى الحصول على تصنيفات ائتمانية إيجابية مقارنة بغيرها من الشركات (Bonsall et al., 2017; Cornaggia et al., 2017). من ثم، سيهتم البحث الحالي بتوسيع نطاق الأدبيات المحاسبية من خلال دراسة كيفية تأثير القدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (حقوق الملكية و/أو الاقتراض).

في هذا الإطار، تناولت الأدبيات المحاسبية والتمويلية العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة؛ حيث أوضحت بعض الدراسات السابقة (e.g., Baik et al., 2011; Demerjian et al., 2013; Hasan, 2020)، أن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء يسهم في تعزيز بيئة المعلومات الخاصة بالشركة، من خلال الحفاظ على تحقيق جودة ودقة أعلى لتنبؤات الإدارة، بالإضافة إلى تحقيق جودة أعلى للاستحقاقات المحاسبية، تخفيض التعديلات المرتبطة بإعادة إصدار القوائم المالية، ونشر المزيد من الإفصاحات السردية الأكثر قابلية للقراءة؛ نظراً لأن ارتفاع جودة المعلومات المقدمة من المدراء الأكثر قدرة إدارية تعمل على تحسين تقييمات المستثمرين لتباين التدفقات النقدية للشركة مقارنة بمثيلتها من الشركات الأخرى، بما قد يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية).

كما، تسهل القدرة الإدارية للمدراء من تحليلات المستثمرين للمخاطر والتقلبات التي قد تواجهها الشركة في الفترة الحالية وفي المستقبل؛ حيث يمكن للمدراء الأكثر قدرة إدارية أن يخفضوا من تقلبات الأرباح المستقبلية وعوائد الأسهم، وكذلك حالة عدم التأكد بشأن مخاطر الائتمان الخاصة بالشركة، ومخاطر الأعمال التي تم تقييمها من قبل المراجعين (Krishnan and Wang, 2015; Bonsall IV et al., 2017; Cornaggia et al., 2017). من ثم، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء قد تحد من المخاطر المدركة التي يواجهها المستثمرون في الشركات، بما قد يسهم في تحقيق تكلفة أقل لرأس المال المملوك (حقوق الملكية) (Lambert et al., 2007; Richardson et al., 2021; Rjiba et al., 2021)، وأشارت دراسة (Agarwal et al. (2011)، إلى أن القدرة الإدارية للمدراء ترتبط بانخفاض تكاليف الديون ورأس المال المملوك (حقوق الملكية) معاً.

أوضحت، بعض من الدراسات (e.g., Chemmanur and Paeglis, 2005; Chemmanur et al., 2009; Andreou et al., 2017)، أنه في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية المتاحة، يمكن الاعتماد على ما يوفره المدراء ذوى القدرة الإدارية من رأس مال معنوى وسمعة، كضمان لتأمين جودة الأسواق الخارجية لتمويل الشركة، والوصول لمصادر التمويل الخارجية للشركة، من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمتعاملين بسوق المال، بما يسمح بتوقع الأداء المستقبلي للشركة وإجراء تقييم أكثر دقة لمخاطر التأخر أو التوقف عن السداد. ومن ثم، إجراء المفاوضات المستمرة مع المشاركين في السوق، للحصول

على إشتراطات مديونية أكثر ملائمة وقابلية للتنفيذ، بالإضافة إلى تقديم ضمانات معقولة، بما قد يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال من خلال تخفيض معدلات فوائد الديون.

من هذا المنظور، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء، قد يسهم في جذب المزيد من جهات التمويل الخارجية والدخول إلى أسواق رأس المال بسهولة، بما قد يدفع المدراء نحو اتخاذ العديد من القرارات الاستثمارية والتمويلية التي تعظم ثروة الملاك وغيرهم من أصحاب المصالح، وذلك استغلالاً لما قد يتوفر لديهم من معارف ومهارات ومواهب وخبرات شخصية في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة (مدخلات) وتحويلها إلى إيرادات (مخرجات) بكفاءة (Baik et al., 2012). فضلاً عن، تحقيق المدراء ذوى القدرات الإدارية المرتفعة فهماً أفضل لطبيعة أعمال شركاتهم وما يرتبط بها من تغيرات اقتصادية، بما قد يساعدهم على نقل تلك المعرفة للأطراف الخارجية بشكل أكثر مصداقية، من أجل تحديد القيمة العادلة لشركاتهم بدقة (Puwanenthiren et al., 2019)، مما قد ينعكس في النهاية على تخفيض تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

تأكيداً على ما سبق، بينت دراسة (Cho et al. (2021)، قيام المدراء ذوى القدرات الإدارية المرتفعة بتخفيض تكلفة رأس المال من خلال إظهار الشركات التي لديها مدراء أكثر قدرة إدارية سرعة تعديل أبطاً لهيكل رأس المال نحو المستويات المستهدفة، وذلك خاصة بالنسبة للشركات الأحدث من حيث العمر، والأصغر حجماً. وأرجعت، الدراسة نتائجها إلى تجنب المدراء ذوى القدرة الإدارية تكاليف معاملات التمويل الخارجى. لذا، سيختار هؤلاء المدراء الحفاظ على الهيكل الحالى لرأس المال بدلاً من تحمل تكاليف المعاملات، وذلك إذا اعتقد المدراء ذوى القدرات الإدارية المرتفعة أن الانخفاض في تكاليف المعاملات بسبب تقييم أسواق رأس المال للقدرة الإدارية أقل من الفوائد الإضافية المرتبطة بالوصول إلى هيكل رأس المال المستهدف. بالإضافة إلى، قيام المدراء بالتركيز على الأنشطة الأساسية بدلاً من التحول بين أنشطة متعددة بما في ذلك الأنشطة غير الأساسية؛ التي قد تتطلب إنفاق مزيد من الوقت والجهد في قرارات تعديل هيكل رأس المال، بما يؤدي إلى تدهور أداء الشركة.

كذلك، لاحظت دراسة (Ting et al. (2021)، أن القدرة الإدارية للمدراء قد تفسر مستوى ديون الشركة والتكلفة المرتبطة بها؛ حيث أوضحت نتائج الدراسة وجود مستويات منخفضة (مرتفعة) من الديون في الشركات التي يعمل فيها مدراء تنفيذيين يتمتعون بقدرات إدارية مرتفعة (منخفضة). على نفس المنوال، وثقت دراسة (Dalwai et al. (2023)، أن القدرة الإدارية للشركة تخفض من تكلفة الأموال المقترضة وفقاً لنظريتي الصفوف الإدارية العليا ونظرية الوكالة؛ فقد يرتبط مديرو الشركات الصناعية ذوى القدرات الإدارية والكفاءة العالية بزيادة سيولة الشركات، بما يتوافق مع الدافع الوقائي المتمثل في الاحتفاظ بالنقدية.

كما، أوضحت دراسة (Jang et al. (2024)، ارتباط القدرة الإدارية الأعلى بانخفاض التكلفة الضمنية لحقوق الملكية (تكلفة رأس المال المملوك). علاوة على ذلك، فإن التأثير العكسي للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال المملوك ستكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تعاني من ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مع انخفاض الملكية المؤسسية، وارتفاع كثافة رأس المال (Capital Intensity).

على الجانب الآخر، قد ترتبط القدرة الإدارية للمدراء بزيادة تكلفة رأس مال؛ حيث قام Bhagat et al. (2011)، ببناء نموذج الوكيل - الأصيل الذي يتضمن الضرائب وتكاليف الإفلاس والشفافية الإدارية في التمويل والأداء، لتسهيل استخلاص عقود المديرين وتشكيل توليفة هيكل رأس مال الشركة. ووجدوا، أن القرارات الإدارية التي تؤدي إلى خفض الديون الأجل ترجع إلى انخفاض القدرة الإدارية وملكية المدراء من الأسهم الداخلية، مما يؤدي إلى تزايد حدة تأثير المخاطر طويلة الأجل على قيمة الشركة. وتمشياً مع ذلك، وجد (Matemilola et al. (2018)، أن المدراء ذوي الخبرات والقدرات الإدارية قد يلجأون إلى التوسع في الديون لحماية أرباح الشركة من الضرائب، مع مراعاة عدم ارتفاع تكلفة رأس المال من خلال الاقتراض (الديون)، حتى لا تتأثر قيمة الشركة في الأجل الطويل.

كما، أشارت دراسة (Dasgupta and Ding (2010)، إلى أن المدراء ذوي القدرات الإدارية غالباً ما يكون لديهم فرص أكبر لتلقي عروض أفضل في سوق العمل من شركات أخرى، بما قد يجعلهم أقل عرضة للاعتماد على مستقبل الشركة، وأكثر عرضة للارتباط بمشاريع جريئة ومحفوفة بالمخاطر وقصيرة الأجل. بالإضافة إلى، مطالبة المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة الحصول على أجور ومكافآت أعلى مقارنة بنظرائهم ممن لا يتوفر لديهم نفس القدر من القدرة الإدارية، وذلك باعتبارهم أكثر قدرة على المنافسة في سوق العمل.

لذا، عندما يرغب المساهمون في الاحتفاظ بمدراء أكثر قدرة إدارية، فمن المرجح أن يقوموا بتوزيع المزيد من التدفقات النقدية على هؤلاء المدراء والاحتفاظ بقدر أقل لأنفسهم. ومن ثم، فإن الشركات التي قد يتوفر لديها مدراء أكثر موهبة قد تخضع لتكلفة أعلى لرأس مال الأسهم (Mishra, 2014). قدمت، دراسة (Mishra (2014)، باستخدام مؤشر يعكس المهارات الإدارية العامة للمدراء التنفيذيين كمقياس بديل للقدرة الإدارية العامة (Using an index increasing in CEO general managerial skills as a proxy for general managerial ability)، فرضيتان تدعمان وجهة النظر القائلة بأن "المساهمين من المرجح أن يطالبوا بمعدلات عائد أعلى للاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي تضم مدراء

تنفيذيين يتمتعون بمهارات إدارية عامة؛ وهما: فرضية رأس المال البشري للمدير التنفيذي، وفرضية حوافز المدير التنفيذي.

تعتمد، فرضية رأس المال البشري للمدير التنفيذي، على النموذج النظري لدراسة Eisfeldt and Papanikolaou (2013)، وبموجب هذا النموذج ترمز المواهب الرئيسية للشركة (رأس المال البشري) إلى رأس مالها التنظيمي، ويتعرض مساهمو الشركة ذوي المستوى المرتفع من رأس المال التنظيمي لمخاطر إضافية. ويشير، النموذج إلى أن التدفق النقدي للشركة يتم تقاسمه بين المدراء ذوي المواهب الرئيسية للشركة والمساهمين. وعندما، تزداد هذه المواهب في شركة جديدة، يزداد تعرض المساهمين ممن يستثمرون في الشركات ذات رأس المال التنظيمي المرتفع لخطر مغادرة المدراء ذوي المواهب الرئيسية للشركة". ومن ثم، يجب على الشركة أن تدفع حصصاً أعلى من التدفقات النقدية للاحتفاظ بمواهبها الرئيسية، مما ينخفض معه الجزء المتبقى من التدفقات النقدية الخاصة بالمساهمين، بما قد يدفع المستثمرين نحو المطالبة بمعدلات عائد أعلى للاستثمار في الشركات ذات رأس المال التنظيمي (المدراء ذوي القدرات الإدارية العامة). بعبارة أخرى، يُقدم المدراء التنفيذيين ذوي المهارات الإدارية العامة عوائد متوقعة أعلى لجذب العدد الأمثل من المستثمرين أو الاحتفاظ بقاعدة المساهمين الحالية للشركة، بما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية).

بينما، تعتمد فرضية حوافز المدير التنفيذي على نظرية الوكالة؛ حيث تشير الأدبيات إلى أن المدراء التنفيذيين العموميين قد يميلون في كثير من الأحيان إلى الاستفادة من سوق العمل المواتية والإنخراط في التنقل بين الوظائف (Giannetti, 2011). بالتالي، فإن خطر بقائهم عاطلين عن العمل ضئيل. ونتيجة لذلك، فإن الثروة طويلة الأجل للمدير التنفيذي المتخصص تكون أقل اعتماداً على مستقبل الشركة التي يقودها، في حين أن الثروة طويلة الأجل للمدير التنفيذي المتخصص تتوقف بشكل كبير على أداء وطول عمر الشركة التي يقودها. وأحد، الآثار المترتبة على هذا الاحتمال، هو أن المدراء التنفيذيين العموميين ذوي المهارات الإدارية العامة، قد يكون لديهم حوافز للاستثمار في مشاريع ذات مخاطر أعلى وأداء قصير الأجل دون الخوف من تأثير مثل هذه الإستراتيجية على عمر الشركة، مما يؤدي إلى عدم توافق حوافز المدير التنفيذي مع حوافز المساهمين في هذه العملية. لذا، تخضع الشركات التي تعاني من مشاكل (حوافز) الوكالة الأعلى (المنخفضة) لتكاليف أعلى (منخفضة) لرأس مال الأسهم (Easley and O'Hara, 2004; Lambert et al., 2007; Chen et al., 2011).

وبناءً على، هاتين الفرضيتين (رأس المال البشري للمدير التنفيذي، حوافز المدير التنفيذي)، فإن المدراء التنفيذيين العموميين ذوي المهارات الإدارية العامة - على عكس المدراء التنفيذيين المتخصصين - أكثر عرضة

لإجبار المستثمرين على المطالبة بعوائد أعلى بما يسهم في زيادة تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية)، لأن هؤلاء المدراء التنفيذيين العموميين يمثلون حصة أعلى من رأس المال التنظيمي، ولديهم حوافز أقل لتجنب المخاطرة ويخضعون لمشاكل وكالة أعلى من المدراء التنفيذيين المتخصصين.

لذا، تتوافق النتائج التي توصلت إليها دراسة (Mishra (2014)، مع الحجج التي أوردتها دراستي (Murphy and Zbojnik (2007); Custódio et al. (2013)، بشأن استعداد الشركات على تقديم حزم أجور أعلى للمدراء التنفيذيين الأكثر ثراءً في المهارات الإدارية العامة المكتسبة على سنوات الخبرة في العمل؛ ويشار إليهم باسم "المدراء التنفيذيين العموميين" (Generalist CEOs)، مقارنة بأولئك الذين لديهم مهارات خاصة بشركة أو صناعة معينة، ويشار إليهم بالمدراء التنفيذيين المتخصصين (Specialist CEOs)؛ وينظر السوق إلى هؤلاء المدراء التنفيذيين على أنهم رأس مال تنظيمي ثمين قد يكون أكثر قيمة في أوقات الصدمات وإعادة الهيكلة (Eisfeldt and Papanikolaou, 2013)، وقد يكون لديهم حوافز لتحمل المزيد من المخاطر (May, 1995). قد، يؤثر هذا التصور في تسعير الأوراق المالية الخاصة بالشركات، بما قد يدفع المستثمرون نحو المطالبة بمعدلات عائد أعلى للاستثمار (علاوات مخاطر الاستثمار في الأسهم) في الشركات التي لديها مدراء تنفيذيين عموميين، بالإضافة إلى خصم التدفقات النقدية لتلك الشركات بمعدل أعلى، بما يؤدي في النهاية إلى زيادة تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية).

بالإضافة إلى ذلك، توثق بعض من الدراسات السابقة (e.g., Hermalin and Weisbach, 1998; Bebchuk et al., 2002; Bebchuk and Fried, 2004; Kalyta and Magnan, 2008; Francis et al., 2008)، أن المدراء الأكثر قدرة إدارية لديهم حوافز لحجب المعلومات من خلال تقديم تقارير مالية غامضة، وذلك استغلالاً لما قد يتوفر لديهم من وضع معلومات أفضل من الأطراف الأخرى نتيجة حيازتهم للمعلومات الداخلية من أجل تعظيم مصالحهم الشخصية على حساب حملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح الأخرى، ومن ثم التشويش على الأداء العادل للشركة، مما يصعب على حملة الأسهم وغيرهم من الأطراف الخارجية مراقبة أداء المدراء، وتقييم جودة ما يتخذونه من قرارات، بما قد يضعف البيئة المعلوماتية لها، ويؤثر سلباً على ثقة المساهمين وجهات التمويل الخارجية، ويسهم في ارتفاع تكلفة رأس المال.

أشارت، دراسة (Khurana et al. (2018)، إلى وجود تأثير سالب للقدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين على جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية، بما قد يسهل من عملية الترحيح الإداري وتطبيق الممارسات الانتهازية من خلال اتباع أية وسائل تحد من تأثير الأداء السلبي للشركة على مقدار الحوافز والمكافآت الممنوحة للمدراء، بالإضافة إلى التلاعب برقم الأرباح الظاهر بالقوائم المالية، بما قد يضر بقيمة الشركة، ويؤثر سلباً على تكلفة رأس المال. وعلى الرغم، من أن (Demerjian et al. (2013)، من بين دراسات أخرى (e.g., Baik et al.,

(2011; Baik et al., 2018; Baik et al., 2020)، وثقوا أن المدراء الأكثر قدرة إدارية ينتجون معلومات متفوقة وعلى درجة عالية من الكفاءة والدقة، إلا إن امتلاك القدرة على تقديم معلومات عالية الجودة، لا يعني بالضرورة وجود الحافز لديهم للقيام بذلك.

مما تقدم، يلاحظ الباحث عدم استقرار أو تضارب الأدلة البحثية حول العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة. الأمر الذي، سيدفع الباحث نحو محاولة تفسير هذا التضارب من خلال اقتراح الدور الوسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، كما سيرد لاحقاً في الجزء التالي.

2-7-2-7 مراجعة الدراسات السابقة حول العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية (أدلة نظرية واختبارية)

يرى الباحث، أن مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة قد تعد بمثابة القناة الرئيسية التي ينتقل من خلالها تأثير القدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك استناداً على ما أوضحته بعض من الأدبيات المحاسبية السابقة: (مليجي، 2019)؛ (محمد، 2021، 2023)؛ (e.g., Baik et al., 2018; Petkevich and Prevost, 2018; García-Meca and García-Sánchez, 2018; Huang and Sun, 2017; Choi et al., 2015; Demerjian et al., 2013) بشأن تأثير القدرة الإدارية للمدراء على العديد من المتغيرات المرتبطة بجودة بيئة المعلومات المحاسبية الخاصة بالشركة؛ ومنها على سبيل المثال، جودة التقارير المالية، جودة الإفصاح المحاسبى، جودة الأرباح، لغة التقرير عن الأرباح، تمهيد الدخل، إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات والأنشطة الحقيقية، التحفظ المحاسبى، التوقيت المناسب للتقارير المالية، وغيرها من المتغيرات الأخرى التي يمكن أن تؤثر على مخاطر المعلومات المحاسبية (Accounting Information Risk) التي يجب أن يأخذها المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية (المقرضين أو الدائنين) عند تقييم تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

وجدير بالذكر، أن اهتمام الدراسات السابقة بشأن مدى انعكاس متغيرات جودة بيئة المعلومات المحاسبية على مخاطر تلك المعلومات، لم تتل بالقدر الكافي من الاهتمام عند تقييم تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك استجابة للخصائص السلوكية للمدراء؛ ومن أهمها القدرة الإدارية. ومن هذا المنطلق، يقترح الباحث أن دراسة العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة قد تعد زائفة في ظل غياب (تجاهل) الدور الوسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية، بما قد يساعد على فهم العلاقة المتكاملة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة بكافة مساراتها المباشرة وغير المباشرة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية. وهو ما قد يشكل، الفجوة

البحثية التي يستهدف البحث الحالي تغطيتها لتفسير تضارب الأدلة البحثية حول العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

وتوافقاً مع، دراسة (Saleem and Usman (2022)، تتصرف مخاطر المعلومات المحاسبية إلى ثلاثة أنواع رئيسية، وهم: مخاطر المعلومات الخاصة ("Private Information Risk "PIR")، مخاطر نقص شفافية المعلومات ("Information Transparent Risk "ITR")، ومخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية ("Information Quality Risk "IQR"). لذا، سيتناول الباحث المجهوات السابقة حول الدور الوسيط المتوقع لكل نوع من الأنواع المختلفة من مخاطر المعلومات المحاسبية في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك على النحو التالي:

1-2-7 الدور الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (أدلة نظرية واختبارية)

يستعرض الباحث، الأدبيات المحاسبية التي تناولت مساري العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات الخاصة (عدم تماثل المعلومات)، وذلك من خلال توضيح تأثير القدرة الإدارية للمدراء على مخاطر المعلومات الخاصة، ثم دراسة مدى انعكاس مخاطر المعلومات الخاصة على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

حظي، الموضوع الخاص بمخاطر المعلومات الخاصة على اهتمام الأدبيات المحاسبية والتمويلية في ظل تزايد حدة الانتقادات الموجهة لفرض كفاءة السوق؛ والذي ينص على أن جميع المعلومات يجب أن تنعكس بشكل فوري في أسعار الأسهم، ويتطلب هذا الافتراض أن يتوفر لدى المستثمرين نفس القدر من المعلومات، إلى جانب امتلاكهم قدرة غير محدودة على معالجة المعلومات كرد فعل لأي معلومات جديدة (Fama, 1970). إلا إن المستثمرين ليسوا على درجة متساوية من التأهيل العلمي، ومن فإن السوق قد يعد غير كفء في عكس كل المعلومات والمعارف في أسعار الأسهم. ونتيجة لذلك، يطالب مقدمي السيولة (Liquidity Providers) من حملة الأسهم وجهات التمويل الخارجية، بعائد معنوي أكبر وزيادة هامش السعر المقرر (Stated Spread)، مما قد يسهم في تخفيض السيولة، نتيجة زيادة مخاطر المعلومات الخاصة، ويتسبب في ارتفاع تكلفة حقوق الملكية (Easley and O'hara, 2004).

كذلك، قد تسهم زيادة المعلومات الخاصة من المخاطر الكامنة التي قد يواجهها المستثمرين غير المطلعين ممن لا يمتلكون تلك المعلومات، لأن هؤلاء المستثمرين قد يغيرون محافظهم المالية ويدمجون المعلومات الجديدة في استثماراتهم. لذا، قد يميل المستثمرون ذوي المعلومات الأقل إلى الاحتفاظ بالكثير من الأسهم عندما ينكمش السوق، بالإضافة إلى تخفيض الاستثمار في الأسهم عندما يكون أداء السوق

جيداً (Healy and Palepu, 2001). ومع ذلك، فإن الاحتفاظ بالكثير من الأسهم لا يلغي المخاطر المرتبطة بالأسهم، لأن المستثمرين ذوى المعلومات الأقل غالباً ما يقدمون على إعداد تنبؤات خاطئة حول السوق. في الوقت نفسه، يؤدي عدم الاحتفاظ بأي أسهم على الإطلاق إلى قرارات دون المستوى الأمثل (غير مثالية)؛ لأن الرضا عن الاحتفاظ بالأصول الخطرة عادة ما يكون أعلى من الأصول الأقل خطورة. لذا، قد يُقدّم هؤلاء المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية على المطالبة بإيجاد طرق بديلة للتعويض عن مخاطر المعلومات الخاصة، بما قد يسهم في ارتفاع تكلفة رأس المال (Bloomfield and Bloomfield, 2015).

كما، أوضحت دراستي (Lu et al. (2010); Bloomfield and Fischer (2011)، أن مخاطر المعلومات الخاصة، تعكس تحقيق الإدارة أو فئة معينة من المستثمرين المطلعين (Informed Investors) ميزة معلوماتية مقارنة بغيرهم من المستثمرين غير المطلعين (Uninformed Investors)؛ ممن لم تتوفر لهم نفس المعرفة أو حيازة بعض المعلومات الخاصة (الداخلية) عن القيمة العادلة للشركات المراد الاستثمار فيها كباقي أطراف المعاملات، بما قد يؤهلهم لأن يكونوا في وضع معلوماتي أقل، وذلك نتيجة حجب الإدارة لمعلومات معينة ذات تأثير جوهري على المستثمرين (صفقات الداخلين)، أو تسريب بعض من المعلومات الخاصة (الداخلية) من خلال قنوات اتصال غير رسمية، لتحقيق عوائد غير عادية على حساب بقية الأطراف المتعاملة داخل سوق الأوراق المالية، وذلك كنتاج منطقي لتزايد فجوة عدم تماثل المعلومات بين تلك الأطراف.

في هذا السياق، أشارت كل من نظرية الموارد (Resource Theory) ونظرية الصفوف الإدارية العليا (Upper Echelons Theory)، إلى أهمية القدرة الإدارية للمدراء في الحد من المخاطر المرتبطة بوجود المعلومات الخاصة وتزايد فجوة عدم تماثل المعلومات سواء بين الإدارة والمستثمرين، أو بين المستثمرين وبعضهم البعض، وذلك انطلاقاً من التأثير الإيجابي للقدرة الإدارية للمدراء على تحسين البيئة المعلوماتية للشركة، وزيادة تدفق المعلومات المتوفرة لدى المدراء التنفيذيين ذوى القدرات الإدارية المرتفعة إلى أسواق رأس المال، وذلك من خلال إرسال إشارات إيجابية حول الفرص الاقتصادية المتاحة أمام الشركة لتحسن قيمتها، بالإضافة إلى بناء وحماية سمعتهم في سوق العمل (Building Reputation) (Baik et al., 2018).

يتفق ما سبق، مع ما أوضحته دراسة (Demerjian et al. (2012)، بشأن الدور الجوهري للقدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين في الحد من تباين المعلومات، وذلك في ظل معنوية التأثير العكسي للقدرة الإدارية على فجوة عدم تماثل المعلومات من ناحية، ومخاطر المعلومات الخاصة من ناحية أخرى. بالشكل الذي، قد ينعكس على الحد من محاولات بعض المستثمرين في سوق الأوراق المالية للبحث عن

المعلومات الخاصة - سواء بطرق مشروعة أو غير مشروعة، والحصول عليها مهما ارتفعت تكلفتها، وذلك للاعتماد عليها في ترشيد عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، بما قد يسهم في تخفيض فجوة عدم تماثل المعلومات وزيادة سيولة السوق (الشواربي ومحمد، 2024)، وتخفيض تكلفة رأس المال نتيجة توافر الأموال اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية، وانخفاض مخاطر الاستثمار (Frankel and Li, 2004). الأمر الذي، قد يجعل القدرة الإدارية، عاملاً على درجة عالية من الأهمية عند تحديد السياسات المالية والتمويلية للشركات (Baik et al., 2018).

كما، وثقت دراسة (Jang et al. (2023)، أهمية الاستعانة بالمدراء ذوى القدرات الإدارية المرتفعة للتخفيض من حالة عدم التأكد لدى حملة الأسهم وغيرهم من جهات التمويل الخارجية، وذلك من خلال الكشف عن ما قد يتوفر لديهم من معلومات خاصة (داخلية)، من أجل إرسال إشارات واضحة حول الأداء المستقبلي لشركاتهم ونشر معلومات ذات جودة أعلى، بما قد يؤدي إلى تخفيض مخاطر المعلومات الخاصة، وتضييق فجوة عدم تماثل المعلومات حول التدفقات النقدية المستقبلية للشركة. بالشكل الذي، تتخفف معه تكاليف الحصول على المعلومات من قبل المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية، وتسهيل قرار إمداد الشركة بالتمويل اللازم لها سواء من خلال الأسهم أو الديون (القروض)، وذلك بتكاليف وشروط تعاقدية ملائمة وعند مستويات منخفضة.

على النقيض مما سبق - توافقاً مع **نظرية الوكالة**، فإن القدرة الإدارية للمدراء قد تتسبب في زيادة مخاطر المعلومات الخاصة وليس العكس، وذلك نتيجة تزايد حوافز الإدارة نحو حجب ما قد يتوفر لديهم من معلومات خاصة لتعظيم مصالحهم الشخصية على حساب باقى الأطراف من أصحاب المصالح؛ ومن أهمهم، حملة الأسهم وجهات التمويل الخارجية (أحمد، 2020). وبالتالي، قد تسهم القدرة الإدارية للمدراء في زيادة غموض التقارير المالية، وزيادة مخاطر المعلومات الخاصة نتيجة استغلالها أو تسريبها من خلال كبار رجال الإدارة لبعض فئات المستثمرين، وذلك لتحقيق عوائد غير عادية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، بما قد يحفز حملة الأسهم والمقرضين (الدائنين) على المطالبة بتعويضات لمواجهة تلك المخاطر، بما قد يؤدي في النهاية إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.

بينت، دراستي (Fu et al. (2012); Saini and Hermann (2012)، أن ارتفاع مخاطر المعلومات الخاصة وتزايد فجوة عدم تماثل المعلومات، من شأنها أن تتسبب في زيادة تكلفة التمويل (رأس المال) التي تتحملها الشركة، وذلك كنتيجة لتزايد مشكلتي الاختيار العكسي (Adverse Selection) والمخاطر الأخلاقية (Moral Hazard). وتعكس، مشكلة الاختيار العكسي؛ امتلاك المدراء التنفيذيين للمعلومات الداخلية (الخاصة) التي تتعلق بالأداء الحالى والمستقبلى للشركة، بما قد يدفعهم نحو اتخاذ قرارات استثمارية

خاطئة، من خلال التركيز على المشروعات الاستثمارية المحفوفة بالمخاطر، لتحقيق عوائد غير عادية على حساب باقى أصحاب المصالح. كما، تعكس مشكلة المخاطر الأخلاقية، استغلال المدراء التنفيذيين سمعتهم ومنصبهم لتعظيم مصالحهم الشخصية على حساب باقى الأطراف الخارجية، وذلك بسبب حيازتهم للمعلومات الداخلية (الخاصة) التى تتيح لهم وضع معلوماتى أفضل من باقى أصحاب المصالح، بما يصعب معه مراقبة ومتابعة أداء الإدارة، وتقييم جودة قراراتها (محمد والشهرى، 2023).

بهذا الشكل، قد تسهم مشكلتي الاختيار العكسى والمخاطر الأخلاقية فى زيادة مخاطر الاستثمار التى يتحملها المستثمرون، نتيجة عدم قدرتهم على القيام بتقدير دقيق للعوائد المتوقعة من استثماراتهم فى الشركة بسبب عدم كفاية المعلومات عن تلك الشركة، بما قد يحفز المستثمرين على المطالبة بعائد إضافى عوضاً عن تلك المخاطر "علاوة المخاطر" (Risk Premium)، وذلك بجانب العائد الذى يمكن الحصول عليه من توجيه أموالهم نحو استثمار خالى من المخاطر "معدل العائد الخالى من المخاطرة" (Risk Free Rate)، بما يودى إلى زيادة تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

مما تقدم، يتوقع الباحث أهمية الدور الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة لتفسير الأدلة المتضاربة حول العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك فى ضوء الاستدلالات النظرية والاختبارية لنظريتي الموارد والصفوف الإدارية العليا مقابل نظرية الوكالة، والتى سبق الإشارة إليها. الأمر الذى، سيدفع الباحث نحو التحقق من هذا الدور الوسيط عملياً فى بيئة الأعمال المصرية.

2-2-7 الدور الوسيط لمخاطر نقص شفافية المعلومات فى العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (أدلة نظرية واختبارية)

شهدت الآونة الأخيرة، تزايداً ملحوظاً فى اهتمام الأدبيات المحاسبية بمخاطر نقص شفافية المعلومات، خاصة فى أعقاب الأزمات المالية العالمية الأخيرة التى تعرضت لها كبرى الكيانات الاقتصادية على مستوى العالم وما تلاها من انهيارات مالية، وذلك بسبب عدم توفر الشفافية بالقدر الكافى فى كلٍ من المعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية، وتقارير المراجعة الخارجية. وقد، تسهم مخاطر نقص شفافية المعلومات، وما يترتب عليها من عدم مصداقية المعلومات المحاسبية التى تتضمنها التقارير المالية، فى التأثير سلباً على قيمة الشركات المصدره لها، إلى جانب تدنية فرص الاستثمار المتاحة لديها (Gigler and Hemmer, 2004; Lee et al., 2015; Ho et al., 2023).

دعمت، دراسة (Healy and Palepu (2001)، حقيقة الارتباط السالب بين تدعيم الشفافية المعلوماتية (من خلال توسيع نطاق الإفصاح المحاسبى) وتكلفة رأس المال؛ حيث إن توسيع نطاق الإفصاح المحاسبى وتحسين الشفافية المعلوماتية، قد يسهم فى تعزيز سيولة سوق الأوراق المالية، وتدنية تكاليف المعاملات أو زيادة

الطلب على الأوراق المالية للشركة، إلى جانب الحد من مخاطر التقدير غير القابلة للتنبؤ والناشئة عن تقديرات المستثمرين لمعدلات العائد على استثماراتهم أو توزيع العوائد، بما قد يسهم في تخفيض توقعات المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية كالمقرضين (الدائنين) بشأن العلاوة (أو معدلات الفائدة على الديون) التي قد يطالبون بها لتعويض تلك المخاطر، بما قد يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال.

اهتمت، دراسة (Botosan and Plumlee (2002)، باختبار العلاقة بين التكلفة المتوقعة لرأس مال الأسهم، وثلاثة أنواع من الإفصاحات (التقرير المالي السنوي، التقارير المالية ربع السنوية وغيرها من التقارير المالية المنشورة، وعلاقات المستثمرين). توصلت الدراسة، إلى أن توسيع نطاق الإفصاح المحاسبي عن التقرير المالي السنوي يرتبط بانخفاض تكلفة رأس المال، وذلك بعد ضبط تأثير حجم الشركة ومعامل بيتا. على عكس التوقعات، توصلت الدراسة إلى أن الإفصاحات المحاسبية الأخرى الأكثر تواتراً يمكن أن تجتذب المستثمرين العابرين (المضاربين) الراغبين في تحقيق أرباح في الأجل القصير، بما يسهم في زيادة تقلبات العوائد، ويتسبب في زيادة تكلفة رأس المال.

أوضحت، دراسة (Lambert et al. (2007)، أن مخاطر نقص شفافية المعلومات المحاسبية، ودرجة تفاوت المعلومات بين المستثمرين تؤثر على تكلفة رأس مال الشركة. علاوة على ذلك، يسهم انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات المحاسبية في جعل عملية جمع المعلومات أكثر سهولة ويسر، بما يسهم في زيادة كفاءة عملية التفسير الفوري للمعلومات الخاصة بالشركة (Li and Zu, 2011)، مما قد يحد من تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية).

اختبرت، دراسة (Kothari and Short (2009)، التأثيرات الإيجابية لتوسيع نطاق الإفصاح المحاسبي، وتحسين الشفافية المعلوماتية، من خلال ما تفصح عنه الإدارة والمحللون الماليون والصحافة المالية من معلومات على تكلفة رأس المال. استناداً إلى، تحليل محتوى النصوص، وجد المؤلفون دليلاً على أن الإفصاحات الإيجابية (غير المواتية أو السلبية) تخفض (تزيد) تكلفة رأس المال. لكن، يختلف هذا التأثير اعتماداً على من سيقوم بتلك الإفصاحات؛ حيث كان التأثير أكثر وضوحاً في الإفصاحات التي قدمتها الصحافة المالية، والتي تتوافق مع الفرضية القائلة بأن هؤلاء المرسلين ليس لديهم عادةً أي روابط وعلاقات اقتصادية قوية مع الشركات، كما يمكنهم تقديم تلك التقارير بشكل مستقل. في المقابل، فإن الإفصاحات التي يقدمها المحللون ليس لها أي تأثير معنوي على تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية)، نظراً لما قد يعاني منه المحللون الماليون من الانقمار إلى الموضوعية، بسبب ميلهم إلى كسب تأييد الإدارة.

بالمثل، أشار (Barth et al. (2013)، إلى أن المعلومات الأقل شفافية، هي سبب آخر لمخاطر المعلومات؛ حيث تم تعريف شفافية التقارير المالية على أنها الدرجة التي تكشف بها التقارير المالية عن اقتصاديات الوحدة الاقتصادية بطريقة تسهل فهم المستخدمين النهائيين للتقارير المالية. مع ذلك، فإن هذا لا يقيد مخاطر المعلومات الناشئة عن انخفاض جودة التقارير المالية، والعلاقات مع المستخدمين الذين يتلقون هذه المعلومات ويفهمونها. وبالتالي، فإن شفافية المعلومات تعد بمثابة الدرجة التي تعكس بها التقارير المالية - وما تتضمنه من معلومات محاسبية - القيمة الاقتصادية الحقيقية (العادلة) للشركة، بما قد يجعل الأرباح المحاسبية تعكس بشكل أكثر دقة وموضوعية التغيرات في الحالة الاقتصادية للشركة، وذلك بطريقة يسهل على المستثمرين فهمها (Saleem and Usman, 2021). لذا، تم الربط بين إفشاء الشركة عن كل ما قد يتوفر لديها من معلومات، وبين تلقي تلك المعلومات وفهمها من قبل المستخدمين الخارجيين، وبهذا الشكل فإن الإفصاحات المعقدة للشركات قد تخفض من قدرة المستثمرين على معالجة التقارير المالية السنوية وتفسيرها، مما قد يستلزم معه تكلفة أعلى لرأس المال (Rjiba et al., 2021).

بالتالي، فإن الشفافية المعلوماتية تعد أحد الوسائل الهامة للحد من تكلفة رأس المال؛ حيث ينصب اهتمام المستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار كالدائنين، بتقييم المخاطر المحيطة باستثماراتهم والعائد المحقق منها، بما قد يدفعهم نحو المطالبة بتوسيع نطاق الإفصاح المحاسبى وتحسين مستوى شفافية المعلومات التي تساعدهم في تحديد ما إذا كان عليهم اتخاذ قرار الشراء أو الاحتفاظ بالاستثمار أو البيع، بالإضافة إلى إمدادهم بالمعلومات التي تساعد في تقييم قدرة الشركة على إجراء توزيعات الأرباح. بهذا الشكل، كلما زادت جودة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها، كلما ساعد الشركات الحصول على التمويل اللازم بتكلفة أقل، بما قد يعكس التأثيرات الإيجابية لتحسن الشفافية المعلوماتية على قيمة الشركة في الأجل الطويل، نتيجة انخفاض المخاطرة في المعلومات (جمعة وآخرون، 2017).

من ثم، فإن ارتفاع مخاطر نقص شفافية المعلومات المحاسبية، قد يترتب عليها عدم القدرة على منع الإدارة من الإتجار بما تمتلكه من معلومات خاصة (داخلية) عن حقيقة الوضع الاقتصادي للشركة، إلي جانب المخاطر المتوقعة وفرص الاستثمار المتاحة، وذلك لتحقيق مصالحها الشخصية (الذاتية) على حساب باقى أصحاب المصالح. بالإضافة إلى، تزايد احتمالات انتشار الشائعات والمعلومات المضللة (غير الصحيحة) بهدف التأثير بشكل معين علي القرارات الاستثمارية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، وتحقيق مكاسب بدون وجه حق. لكن، تحقيق شفافية المعلومات من شأنه أن يوفر المعلومات الصحيحة في الأسواق المالية، بما قد يسهم في ترشيد اتخاذ المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح كالمقرضين

(الدائنين) لقراراتهم الاستثمارية والتمويلية، كنتيجة متوقعة لانخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات لديهم (Bushman et al., 2004).

في هذا السياق، قد يسهم انخفاض مخاطر شفافية المعلومات المحاسبية في زيادة فعالية التعاقدات مع الإدارة أو المقرضين والرقابة عليها، وذلك من خلال ما توفره من معلومات للمستثمرين، بما يؤدي إلى المحافظة على ثروتهم والحد من السلوكيات الانتهازية للإدارة. وبالتالي، فهي تساهم بشكل إيجابي في جذب رؤوس الأموال والمستثمرين، بما يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة؛ حيث إن انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات، قد يسهم في تدفق المعلومات المحاسبية بالتقارير المالية بشكل أفضل، مما قد يؤدي إلى رفع كفاءة تخصيص الموارد. لذا، قد يعتبر تحقيق شفافية المعلومات، والوضوح في التقارير المالية، من أهم الاتجاهات التي يمكن استخدامها كوسيلة للحد من النتائج السلبية الناتجة عن إتباع الإدارة لممارسات محاسبية معينة من شأنها تحقيق مصالح الإدارة، وذلك على حساب مصلحة المساهمين وباقي الأطراف الأخرى ذات العلاقة (EL-Gazzar, 2006).

على الرغم، مما قد يحققه انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات من تأثيرات إيجابية على ثقة المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية وباقي الأطراف الأخرى ذات العلاقة، فيما تصدره الشركات من معلومات محاسبية في تقاريرها المالية، إلا أن تحقيق تلك الشفافية المعلوماتية قد تواجه بعض الصعوبات والتحديات؛ أهمها: اتباع الإدارة لبعض الممارسات والأساليب التي من شأنها التأثير على نوعية وكمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها، بما قد يحد من منفعة المعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية من حيث مدى صدق المعلومات المنشورة والتوقيت الملائم لنشرها. ومن ثم، صعوبة تحقيق شفافية المعلومات بصورة تضمن تحقيق التوازن بين مصالح كافة الأطراف الأخرى، خاصة في ظل ارتفاع تكلفة تحقيق الشفافية المعلوماتية المرتبطة بتكاليف تجميع ومراجعة وتشغيل ونشر هذه المعلومات (Ackert et al., 2019; Lambert et al., 2007).

من هذا المنطلق، يمكن الاستعانة بالمدراء الأكثر قدرة إدارية لتجنب الصعوبات والتحديات المرتبطة بتحقيق شفافية المعلومات المحاسبية، لمراعاة التوازن بين عدم الإضرار بمصالح الشركة وتحقيق الشفافية، وذلك في ظل عدم تعارض الأهداف بين الإدارة والمستثمرين وباقي الأطراف الأخرى. كما، يتوقع أن تضمن القدرة الإدارية للمدراء في إطار فهم طبيعة نشاط الشركة، وتحليل أوضاع المنافسة بالسوق، من تحقيق شفافية المعلومات بخصوص بعض المعلومات بشكل إجمالي وليس تفصيلي، وخاصة المعلومات التي قد تؤثر على مصالح الشركة وتنازل اهتمام الشركات المنافسة؛ مثل، المعلومات الخاصة بخطط الإدارة بتطوير المنتجات وتحسين جودتها والدخول إلى أسواق جديدة، أو المعلومات الخاصة بإعادة الهيكلة

التكنولوجية والإدارية والخطط الإستراتيجية، فهذه النوعية من المعلومات يمكن عدم إدراجها في التقارير والقوائم المالية ذات الغرض العام، ويمكن الاتفاق علي إطار معين يضمن تحقيق الشفافية والإفصاح عن تلك المعلومات للفئات المهتمة بها فقط (Khajavi et al., 2023).

وفي إطار، بيان العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتحسين البيئة المعلوماتية للشركة وتخفيض مخاطر نقص الشفافية، هدفت دراسة (Baik et al. (2011، إلى اختبار العلاقة بين درجة القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين وتحسين البيئة المعلوماتية للشركات. وتوصلت الدراسة، إلى أن المدراء التنفيذيين ذوي القدرات الإدارية المرتفعة يقومون بتحسين البيئة المعلوماتية للشركة، من خلال زيادة تدفق المعلومات المتاحة عن الشركة إلى أسواق رأس المال، بما قد يسهم في زيادة مصداقية توقعات الإدارة بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وينعكس إيجابياً على تخفيض تكلفة رأس المال.

استنتجت، دراسة (Baik et al. (2018، أن المدراء التنفيذيين ذوي القدرات الإدارية المرتفعة يعززون بيئة معلومات الشركة، ويعملون على توسيع نطاق شفافية الإفصاح عن المعلومات في التقارير المالية. كما، أن القدرة الإدارية قد ينظر إليها من قبل المستثمرين وأصحاب المصالح على أنها بمثابة شهادة جودة لسلامة البيئة المعلوماتية الخاصة بالشركة؛ نظراً لدورها المتوقع في زيادة شفافية التقارير المالية وتخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية، بما قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

أوضحت، دراسة (محمد، 2021)، أن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة يعملون على تحسين مستوى الإفصاح، تعزيز الشفافية بالتقارير المالية، وتوفير المعلومات الملائمة وفي التوقيت المناسب لكافة الأطراف من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة، مما قد يخفض من حالة عدم تماثل المعلومات بين الشركة ومستخدمي التقارير المالية، وبما ينعكس على ارتفاع جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية. ومن ثم، إطلاع المستثمرين على الفرص الاستثمارية المتاحة، بما يعظم قيمة الشركة ويخفض من تكاليف الوكالة، ومن ثم تخفيض تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

بناءً على ما سبق، يستنتج الباحث أن القدرة الإدارية للمدراء تعد أحد العوامل الرئيسية لنجاح الشركات، وأنها تعد حصيلة الخصائص والخبرات الشخصية للمدراء التنفيذيين؛ حيث يستطيع المدراء الأعلى قدرة تعظيم قيمة الشركات التي يديرونها، بالإضافة إلى تسويق تلك القيمة إلى الأطراف الخارجية بشكل أفضل، ومن ثم تخفيض مشاكل عدم تماثل المعلومات، وحالة عدم التأكد ما بين الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى. كذلك، قد يكون للمدراء سلطة اتخاذ كافة القرارات الاستثمارية والتمويلية

والتشغيلية وغيرها، فضلاً عن تحديد السياسات المحاسبية الخاصة بإعداد التقارير المالية وما تحويه من إفصاحات أو معلومات.

كما، يتوقع أن تسهم القدرة الإدارية للمدراء من ذوي القدرات والسمعة المرتفعة في تحسين البيئة المعلوماتية للشركة، من خلال زيادة تدفق المعلومات المتاحة لدى المدراء عن الشركة إلى أسواق المال، بالإضافة إلى تخفيض حوافز المدراء نحو تخزين المعلومات، بما قد ينعكس على تحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية مع زيادة القدرة الإدارية للمدراء. وهذا قد يدل، على أن القدرة الإدارية للمدراء تعد مؤشراً لمساعدة المستثمرين على التنبؤ بالأرباح المستقبلية، بما قد يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال (السعدى وآخرون، 2022).

على الرغم، من تعدد الصعوبات والعوائق التي تواجه تحقيق الشفافية المعلوماتية، إلا أن الباحث يرى أن القدرة الإدارية للمدراء قد تجعل تلك الصعوبات محدودة إذا ما تم مقارنتها بالمزايا التي يمكن تحقيقها من وراء تحقيق تلك الشفافية، وهذا ما دفع الباحث نحو اختبار الدور الوسيط لمخاطر نقص شفافية المعلومات عند تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة. لذا، يتوقع الباحث أن الفائدة الإضافية للقدرة الإدارية للمدراء في الحد من تكاليف رأس المال من مصادرها المختلفة قد تكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تواجه ارتفاعاً في مخاطر نقص شفافية المعلومات.

7-2-3 الدور الوسيط لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (أدلة نظرية واختبارية)

تناولت، العديد من الدراسات الأكاديمية والأرشفية في الأدبيات المحاسبية والتمويلية (e.g., Glosten and Milgrom, 1985; Callahan et al., 1997; Habib, 2005) الدور الإيجابي لتوفير المعلومات المحاسبية بجودة مرتفعة في تخفيض تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، بما قد يسهم في تخفيض المخاطر المرتبطة بنقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، ومن ثم إيصال معلومات موثوقة إلى السوق فيما يتعلق بالتوقعات المستقبلية للشركة. بالشكل الذي، قد ينعكس على تخفيض تكلفة المعاملات ومخاطر التقدير، ويؤدي في النهاية إلى الحد من تكلفة رأس المال سواء من خلال حقوق الملكية و/أو الديون (الافتراض). بينما، وثقت دراسة (Cohen, 2003)، أن اختيار الشركات تقديم معلومات محاسبية على درجة عالية من الجودة، ليس من الضروري أن يقابله انخفاض في تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، نظراً لأن مخاطر المعلومات المرتبطة بنقص جودة (أو دقة) التقارير المالية، تعد أحد عوامل المخاطر الخاصة، ولا تعد من عوامل المخاطرة المنتظمة التي يتم تسعيرها (تقييمها) من قبل المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية.

على النقيض، استكشف (Bhattacharya et al. (2003)، في إطار دولي العلاقة بين غموض الأرباح المحاسبية (Earnings Opacity) (ضعف التوافق بين الأرباح المحاسبية الملحوظة والأرباح الاقتصادية غير القابلة للملاحظة) - كأحد المقاييس التقريبية لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية- وتكلفة رأس المال المملوك. واعتمدت الدراسة، على بناء مؤشر تجميعي يتضمن ثلاثة أبعاد لغموض الأرباح المحاسبية؛ وهم: عدوانية الأرباح المحاسبية (Earnings Aggressiveness)، وتجنب الخسائر (Loss Avoidance)، وتمهيد الأرباح المحاسبية (Earnings Smoothing)، وأظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين المقياس الإجمالي لغموض الأرباح وتكلفة رأس المال المملوك.

أشارت، دراسة (Leuz and Verrecchia (2005)، إلى أن توفير المعلومات المحاسبية بجودة مرتفعة قد تعد بمثابة إشارة معلوماتية إيجابية عن تحقيق المواءمة بين إدارة الشركة ومستثمريها فيما يتعلق باستثمارات رأس المال. وبالتالي، فإن انخفاض مخاطر جودة (أو دقة) التقارير المالية وما تتضمنه من معلومات محاسبية، قد تؤثر على قدرة السوق على توجيه خيارات تخصيص رأس المال للشركات. ونتيجة لذلك، تؤثر جودة المعلومات (أو دقة التقارير المالية) على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، بما قد يحد من تكلفة رأس المال. وعلى النقيض، فإن توفير التقارير المالية بجودة رديئة قد يسهم في ارتفاع مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، ومن ثم إضعاف التنسيق بين إدارة الشركة ومستثمريها، فيما يتعلق بقرارات الاستثمار الرأسمالي للشركة. وبالتالي، زيادة مطالب المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية نحو تحقيق عائد أعلى على الأموال المستثمرة لدى تلك الشركة، سواء في شكل عائد أعلى على أسهم حقوق الملكية، أو فائدة أعلى على الأموال المقترضة، بما قد ينعكس على ارتفاع تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، كنتيجة مباشرة لارتفاع مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية.

قامت، دراسة (Francis et al. (2004)، باختبار العلاقة بين خصائص جودة الأرباح وتكلفة رأس المال، وذلك بافتراض أن الأرباح المحاسبية تعد بمثابة المصدر الرئيسي للمعلومات الخاصة بالشركة، وأن هذه المعلومات يتم تسعيرها من قبل السوق عند تحديد تكلفة رأس المال. وتناولت هذه الدراسة، أهم خصائص جودة الأرباح القائمة على المحاسبة، وهي: جودة الاستحقاقات، استمرارية الأرباح، القدرة التنبؤية للأرباح وتمهيد الأرباح. بالإضافة إلى، التركيز على أهم خصائص جودة الأرباح القائمة على تقييم السوق، وهي: الملاءمة القيمية، التوقيت المناسب والتحفظ المحاسبى.

اعتمدت، دراسة (Francis et al. (2004)، على الفكرة النظرية القائلة، بأن "مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (المعلومات ذات الجودة الرديئة الخاصة بالشركة وذات الصلة باتخاذ قرارات الاستثمار) هي من قبيل عوامل المخاطرة غير القابلة للتنبؤ التي يتم تسعيرها (تقييمها) عند تحديد

تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (رأس المال المملوك، رأس المال المقترض)، وذلك بما لا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Cohen (2003). وبالتالي، دعمت نتائج دراسة، (Francis et al. (2004، العلاقة السالبة المفترضة بين خصائص جودة الأرباح (كمقياس تقريبي لانخفاض مخاطر نقص جودة المعلومات المحاسبية) وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة. ومن ثم، فإن التعسف في استخدام أساليب القياس والتقييم المحاسبي للأرباح المحاسبية، من شأنه أن يضعف جودة المعلومات المحاسبية التي توفرها التقارير المالية، بما قد يتسبب في ارتفاع مخاطر عدم كفاءة تخصيص الموارد، تزايد حالة عدم التأكد حول التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية للشركة وهيكل الدفع (Pay-Off Structure)، بما قد يسهم في ارتفاع تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

ناقشت، دراسة (Francis et al. (2005، أهمية إنشاء رابط بين جودة الاستحقاقات الخاصة بالشركة وتكلفة رأس المال. وهم يجادلون، بأن انخفاض جودة الاستحقاقات قد تضعف من إمكانية عمل تخطيط دقيق للكيفية التي يتم بها تحويل الأرباح المحاسبية إلى تدفقات نقدية، ومن ثم، تعرض المستثمرون لمخاطر المعلومات. ومع افتراض ثبات العوامل الأخرى، فقد يطالب المستثمرون بعلاوة مخاطر أعلى، عن طريق زيادة العوائد المتوقعة على رأس المال، وذلك من أجل تحمل هذا النوع من المخاطر. وأظهرت نتائج الدراسة، ارتباط انخفاض جودة الاستحقاقات بارتفاع تكلفة رأس المال المقترض والمملوك (حقوق الملكية). وبناءً على هذه النتائج، خلصت الدراسة، إلى أن جودة الاستحقاقات (كمقياس تقريبي بديل لمخاطر جودة المعلومات المحاسبية) تصلح كمحدد على درجة كبيرة من الأهمية لتحديد تكلفة رأس المال المقترض والمملوك. بالمثل، أظهرت دراسة (Bharath et al. (2008، أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية قد تؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المقترض المرتبطة بمعدلات الفوائد المستحقة على الديون، وذلك مع وجود إشتراطات مديونية أقل ملائمة للمقترض.

أما، دراسة (Core et al. (2008، أوضحت أن دراسة (Francis et al. (2005، تستخدم نموذجاً خاطئاً لاختبار الفرضية القائلة، بأن "جودة الاستحقاقات هي عامل مخاطرة مُسعر في تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة". وأشارت، نتائج النماذج المستخدمة في دراسة (Core et al. (2008، إلى أن جودة الاستحقاقات لا يتم تسعيرها عند تحديد تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية). ومن ثم، تعد دراسة كلٍ من (Francis et al. (2005; Core et al. (2008، مثلاً على عدم شمولية اختبار الكيفية التي تؤثر بها مخاطر جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية على تكلفة رأس مال الشركة. لذا، ستهتم الدراسة الحالية بتقديم المزيد من الأدلة العلمية حول تلك الكيفية.

اهتمت، دراسة (2011) Ng كامتداد لدراسة (2007) Lambert et al.، باختبار العلاقة بين جودة المعلومات وتكلفة رأس المال عبر توسيط مخاطر السيولة (معبراً عنها بحساسية عوائد الأسهم للتغيرات غير المتوقعة في سيولة السوق). وأوضحت الدراسة، أن ارتفاع جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، قد ترسل إشارات أكثر دقة للسوق، بما قد ينعكس إيجابياً على تخفيض مخاطر السوق، وتخفيض تكلفة رأس المال. وقامت، دراسة (2014) Eckles et al.، باختبار ما إذا كانت جودة الاستحقاقات تؤثر على تكلفة رأس المال لشركات التأمين على الممتلكات، حيث تم استخدام أخطاء احتياطي خسائر شركة التأمين لقياس جودة الاستحقاقات بدقة. ويستخدم هذا المقياس، بالإضافة إلى مقاييس الاستحقاق التقليدية، للتحقق من مدى جودة تسعير الاستحقاقات في كل من رأس المال المقترض والمملوك. توصلت الدراسة، إلى أن جودة الاستحقاقات يتم تسعيرها في رأس المال المقترض؛ ومع ذلك، لم يتوفر أي دليل علمي على أن جودة الاستحقاقات يتم تسعيرها في رأس المال المملوك. على وجه التحديد، فإن شركات التأمين التي توفر لحاملي الديون الأساسية (أي حاملي وثائق التأمين) مخاطر جودة (أو دقة) أقل للمعلومات المحاسبية المفصح عنها تكون قادرة على فرض أسعار أعلى. علاوة على ذلك، تشير النتائج إلى أن صناعة التأمين ليست أصلاً قابلاً للتويع.

تأكيداً على ما سبق، قامت دراسة (2012) Bhattachaya et al.، باختبار التأثيرات السالبة لجودة الأرباح المحاسبية على تكلفة رأس المال؛ حيث أن انخفاض جودة الأرباح المحاسبية كأحد مخاطر البيئة المعلوماتية للشركة، قد يسهم في زيادة تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة. ومن ثم، فإن انخفاض جودة الأرباح المحاسبية للشركة، قد يعد مؤشراً على ارتفاع مخاطر الاستثمار في أسهم تلك الشركة، فضلاً عن زيادة حالات عدم التأكد والتشكيك حول مصداقية الأرباح المحاسبية في التعبير عن رقم الربح الحقيقي (العادل)، بما قد يؤدي إلى تخفيض القدرة التنبؤية للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية المستقبلية. واستناداً إلى، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة، وارتفاع مخاطر البيئة المعلوماتية للشركة؛ كانخفاض جودة (أو دقة) الأرباح المحاسبية، فإن ذلك قد يتسبب في زيادة معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين لتعويضهم عن تلك المخاطر، ومن ثم توقع زيادة تكلفة رأس المال المملوك. كما، تتخفف قدرة الدائنين (المقرضين) على تقييم مدى قدرة الشركة في الأجل الطويل على تحقيق الأرباح المستقبلية وإجراء توزيعات منتظمة للأرباح وسداد مديونياتها، بما قد يؤدي إلى رفع سعر الفائدة، وخفض مدد استحقاق القروض، إلى جانب وضع شروط وقيود تمويلية متعسفة. الأمر الذي، قد ينعكس على ارتفاع تكلفة رأس المال المقترض.

لذا، ظهرت أهمية الحاجة إلى توظيف (أو التعاقد مع) المدراء ذوي القدرات الإدارية، وذلك لما لديهم من مهارات إدارية ومعارف وخبرات فنية قد تجعلهم أكثر فهماً بظروف العمل وعملاء الشركة، إلى جانب

تحمل تكاليف معالجة موارد الشركة بكفاءة من خلال استخدام الحد الأدنى من الموارد لتحقيق أقصى قدر ممكن من النتائج، إلى جانب تخفيض الأخطاء عند إعداد التقارير المالية إلى أدنى مستوى. ومن ثم، توقع وجود تأثير إيجابي ومعنوي للقدرة الإدارية للمدراء على جودة التقارير المالية، أي انخفاض مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية، وذلك من أجل تخفيض تكلفة رأس المال (Daromes and Ng, 2022).

في هذا السياق، تناولت العديد من الأدبيات المحاسبية السابقة العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء ومخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية؛ ومنها على سبيل المثال، دراسة Bertrand and Schoar (2003)، التي تعد من أوائل الدراسات في هذا المجال؛ حيث أوضحت نتائجها أن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة لديهم القدرة على تطوير أساليبهم الإدارية للتأثير على القرارات التشغيلية والتمويلية للشركة، وذلك اعتماداً على خبراتهم ومهارتهم الإدارية، وأيضاً خلفياتهم الشخصية والتعليمية. وفي هذا الإطار، أفادت دراسة Matsunaga and Yeung (2008)، أن جودة التقارير المالية للشركة (كأحد المقاييس التقريبية لانخفاض مخاطر نقص جودة "أو دقة" المعلومات المحاسبية) تعتمد على الخبرة المالية والقدرة الإدارية للمدير التنفيذي. كما، أظهر Bamber et al. (2010)، أن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة، لديهم القدرة على تعزيز الإفصاح الاختياري للشركة، وبعض الخصائص التي قد تؤثر على جودة التقارير المالية، مثل: جودة الأرباح والتحفز المحاسبي، بما قد ينعكس على تخفيض مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، ويؤدي في النهاية إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

كما، بينت دراسة Demerjian et al. (2013)، أن المدراء الأكثر قدرة إدارية هم أكثر معرفة بظروف العمل، مما قد يؤثر على جودة التقارير المالية للشركة (كمقياس تقريبي لانخفاض مخاطر نقص جودة "أو دقة" المعلومات المحاسبية)، وذلك من خلال وجود عدد أقل من التعديلات اللاحقة، انخفاض الأخطاء في مخصصات الديون المعدومة، ارتفاع استمرارية الأرباح والاستحقاقات، وارتفاع جودة الاستحقاقات المقدرة. كما، أوضحت نتائج الدراسة، أن المدراء التنفيذيين ذوي القدرات الإدارية المرتفعة، قد يقدمون على تطبيق ممارسات تمهيد الدخل بطريقة لا تؤثر سلباً على الأرباح المستقبلية للشركة.

بالتالي، فإن الأدوات المحاسبية المحددة التي قد يختارها المدراء لتحقيق أهداف إعداد التقارير المالية، مثل: الاستحقاقات الاختيارية أو تمهيد الأرباح، قد يكون لها تأثير إيجابي (أو سلبي) على جودة التقارير المالية، وما يرتبط بها من مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية. ومن ثم، تتفق نتائج دراسة Demerjian et al. (2013) مع ما توصلت إليه دراستي Baik et al. (2020)؛ Demerjian et al. (2020)، بشأن وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين على

ممارسات تمهيد الدخل (كمقياس تقريبي لانخفاض مخاطر نقص جودة "أو دقة" المعلومات المحاسبية)، وذلك باعتبارها أحد الأدوات التي قد تسهم في علاج مشكلة عدم تماثل المعلومات، وزيادة جودة المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية، كما أن تنفيذ تلك الممارسات قد يتم بشكل استباقي لتجنب انتهاكات عقود الديون، أو تلبية معايير محددة للأرباح، بما قد يحقق مصالح كل من المدراء وحملة الأسهم في نفس التوقيت، فضلاً عن وجود بعض الأدلة على انخفاض التكاليف المترتبة على قيام المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة بممارسات تمهيد الدخل (مثل: التخفيف من حدة التقلبات التي تؤثر على معدل العائد على الأصول في المستقبل). ومن ثم، تحسين الأداء التشغيلي المستقبلي للشركة، بما قد ينعكس إيجابياً على تخفيض تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

بخلاف ما أوضحتها الدراسات السابقة الإشارة إليها (Demerjian et al., 2013; Demerjian et al., 2020; Baik et al., 2020)، ترى دراسة كل من إبراهيم والعوام (2016)؛ إبراهيم (2021)؛ Baik et al. (2012)، أن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء تؤدي إلى زيادة ممارسات تمهيد الدخل. الأمر الذي، سيقود في النهاية إلى تخفيض جودة الأرباح، كما توصلت الدراسة إلى أن قوة نظام حماية المستثمرين داخل الدولة، يمكنه أن يحد من التأثير السالب للقدرة الإدارية على جودة الأرباح المحاسبية. أما، دراسة عيسى وحشاد (2021)، لم تتوصل إلى وجود علاقة معنوية بين القدرة الإدارية والمحتوى الإعلامي للأرباح من منظور المعلومات المحاسبية المستقبلية المنعكسة في أسعار الأسهم الحالية. بينما، توصلت إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين القدرة الإدارية وكل من ممارسات تمهيد الدخل، والمحتوى الإعلامي لممارسات تمهيد الدخل من منظور القدرة التنبؤية للأرباح المحاسبية.

بينما، اهتمت دراسة (García-Meca and García-Sánchez (2018)، باختبار تأثير القدرة الإدارية على جودة التقارير المالية (كمقياس تقريبي لانخفاض مخاطر نقص جودة "أو دقة" المعلومات المحاسبية)، وذلك باستخدام مقياسين بديلين لجودة الأرباح، وهما: استمرارية الأرباح، والقدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. وبالتطبيق، على عينة من البنوك التجارية في تسع دول مختلفة خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2004 حتى عام 2010، توصلت الدراسة إلى أن تزايد جودة أرباح البنوك والتحفز المحاسبي مع وجود مدراء أكثر قدرة إدارية، وذلك نتيجة الإبلاغ عن أرباح محاسبية أكثر دقة وقدرة تنبؤية. ومن ثم، تؤكد تلك النتيجة على الدور الهام الذي قد تلعبه القدرة الإدارية في تحديد جودة التقارير المالية في البنوك التجارية، كما أن مديري البنوك ذوي القدرات الإدارية المرتفعة هم أقل عرضة لإدارة الأرباح بشكل انتهازي - وذلك بخلاف دراسة كل من إبراهيم والعوام (2016)؛ إبراهيم (2021)؛ Baik et al. (2012)، بما قد ينعكس على تخفيض تكلفة رأس المال.

كما، قامت دراسة (Baik et al. (2018)، بدراسة العلاقة بين القدرة الإدارية وجودة البيئة المعلوماتية الخاصة بالشركة، وذلك من خلال تناول القدرة الإدارية للمدراء كأحد محددات جودة الاستحقاقات وجودة تنبؤات الإدارة. وباستخدام، مؤشر مركب يعتمد على مقاييس مختلفة للبيئة المعلوماتية الخاصة بالشركة، أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية للمدراء وتحسن البيئة المعلوماتية الخاصة بالشركة، وذلك في ظل حصول المدراء على مستويات أعلى من حوافز الأسهم، بما قد ينعكس على تخفيض تكلفة رأس المال سواء المملوك و/أو المقترض.

في ضوء ما تقدم، وفي ظل محدودية وعدم استقرار الأدلة البحثية حول مسارات العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر توسيط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، إلا إن مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية لديها من المبررات الكافية من واقع ما تم استعراضه في الدراسات السابقة لاستخلاص دورها المتوقع كمتغير وسيط في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وهو ما سيسعى الباحث إلى التحقق منه في بيئة الأعمال المصرية، وذلك تمهيداً لمقارنة ما سيتوصل إليه الباحث من نتائج مع نتائج الدراسات السابقة التي تمت في بيئات مختلفة.

3-7 تقييم الدراسات السابقة واستخلاص الفجوة البحثية واشتقاق الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية

قدم الباحث، مراجعة لبعض من الدراسات السابقة المهتمة بمجال البحث الحالي حول اختبار العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، بالإضافة إلى محاولة استخلاص بعض من الاستدلالات حول القنوات التي قد تكون مسؤولة عن نقل تأثير القدرة الإدارية للمدراء إلى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك بالتركيز على مخاطر المعلومات المحاسبية - كمقترح من الباحث - بأنواعها المختلفة، والمرتبطة ب: مخاطر المعلومات الخاصة (عدم تماثل المعلومات)، مخاطر نقص شفافية المعلومات، ومخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية. في إطار ذلك، توصل الباحث إلى النقاط التالية:

- تباين الأدلة البحثية، حول اتجاه العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة؛ حيث توصلت بعض من الدراسات السابقة (e.g., Chemmanur and Paeglis, 2005; Chemmanur et al., 2009; Andreou et al., 2017; Khurana et al., 2018; Ting et al., 2021; Cho et al., 2021; Jang et al., 2024; Dalwai et al., 2023) إلى وجود علاقة سالبة بينهما، وذلك تدعيماً لنظريتي الموارد والصفوف الإدارية العليا. بينما، توصل البعض الآخر (e.g., Hermalin and Weisbach, 1998; Bebchuk et al., 2002; Bebchuk and

- Fried, 2004; Kalyta and Magnost, 2008; Francis et al., 2008; Dasgupta and Ding, 2010; Bhagat et al., 2011; Mishra, 2014; Khurana et al., 2018) إلى وجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، بما يدعم نظرية الوكالة وما يترتب عليها من مشاكل للوكالة، وعلى رأسها مشكلتي الاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية.
- لم تهتم غالبية الدراسات السابق الإشارة إليها، بالكشف عن طبيعة العلاقة المتكاملة بكافة مساراتها المباشرة وغير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة؛ حيث اكتفي البعض من هذه الدراسات بتناول العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وأحد أنواع مخاطر المعلومات المحاسبية على حدة، بينما تناولت دراسات أخرى العلاقة بين مخاطر المعلومات المحاسبية وتكلفة رأس المال المملوك و/أو المقترض.
- عدم استقرار الأدلة البحثية، حول مسارات العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة؛ حيث تباينت نتائج بعض الدراسات السابقة حول دور القدرة الإدارية للمدراء في الحد من (أو تعظيم) مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة في ظل النظريات المختلفة المفسرة لتلك العلاقة؛ وأهمها: نظريتي الموارد والصفوف الإدارية العليا مقابل نظرية الوكالة وما يرتبط بها من مشاكل للوكالة. هذا بالإضافة إلى، تشكيك بعض من الدراسات في تسعير مخاطر المعلومات المحاسبية عند تحديد تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة باعتبارها من قبيل المخاطر الخاصة غير القابلة للتوزيع، وليست أحد عوامل المخاطر المنتظمة التي يتم تسعيرها من قبل المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية. الأمر الذي، سيدفع الباحث نحو محاولة حسم ذلك الجدل، عن طريق اختبار العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة بالتطبيق على بيئة الأعمال المصرية.
- تباين المقاييس التقريبية لمخاطر المعلومات المحاسبية؛ حيث قامت غالبية الدراسات السابقة بقياس مخاطر المعلومات المحاسبية بدلالة جودة التقارير المالية، أو كإعكاس للعديد من القرارات والتصرفات الإدارية (التي قد تُشكل في ضوء القدرة الإدارية للمدراء) بشأن استخدام بعض الأدوات المحاسبية؛ كالتحفظ المحاسبي، وتطبيق ممارسات إدارة الأرباح وما قد يترتب عليها من تأثيرات على كلٍ من: عدم تماثل المعلومات، جودة الاستحقاقات، استمرارية الأرباح وقدرتها التنبؤية، والتوقيت المناسب والملاءمة القيمية، بما قد ينعكس على تندية تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة إلى أدنى مستوى ممكن. لذا، سيسعى الباحث نحو قياس مخاطر المعلومات المحاسبية، توافقاً مع دراسة (Saleem and Usman (2022)، وذلك من خلال تصنيفها لثلاثة أنواع مختلفة رئيسية، وهم: مخاطر المعلومات الخاصة (عدم تماثل المعلومات)، مخاطر نقص شفافية المعلومات ومخاطر نقص جودة (أو جودة) المعلومات المحاسبية.

- محدودية الدراسات التي اهتمت بتحديد مدى انعكاس القدرة الإدارية للمدراء (بشكل مباشر أو غير مباشر عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة) على مكونات تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة المتعلقة برأس المال المملوك و/أو المقترض.

في ضوء ما تقدم، تتمثل **الفجوة البحثية للبحث الحالي**، في توفير الدليل العلمي حول ما إذا كان هناك دور وسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة (مخاطر المعلومات الخاصة "عدم تماثل المعلومات"، مخاطر نقص شفافية المعلومات، ومخاطر نقص جودة "أو دقة" المعلومات المحاسبية) في تفسير اتجاه العلاقة المباشرة (الموجبة أو السالبة) بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة معاً (و/أو من خلال كل مصدر على حدة)، وذلك بشكل غير مباشر. ومن ثم، حسم الجدل والنقاش الدائر بين الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة المتكاملة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة معاً (و/أو من خلال كل مصدر على حدة)، وذلك بكافة مساراتها المباشرة، وغير المباشرة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة.

لذا، يختلف البحث الحالي عن دراسة الشريف (2023)، التي اقتصر على تناول العلاقة المباشرة فقط بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة حقوق الملكية كأحد مكونات تكلفة رأس المال، وذلك دون التطرق للمكون الآخر لتكلفة رأس المال من خلال الاقتراض (الديون)، بالإضافة إلى عدم تناول الدور الوسيط المتوقع لمخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة في العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة. وهو، ما سيميز البحث الحالي، عما سبقه من بحوث أرشيفية في بيئة الأعمال المصرية، وغيرها من بيئات الأعمال العربية والعالمية - في حدود علم الباحث. مما سبق، وفي ضوء تقييم الدراسات السابقة واستخلاص الفجوة البحثية، يمكن اشتقاق الفرض الرئيسي للبحث، وما ينبثق عنه من فروض فرعية في صيغة الفرض العدمي، وذلك على النحو التالي:

8 - الفرض الرئيسي للبحث

"لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".

ويمكن تطوير الفرض الرئيسي للبحث إلى ثلاثة فروض فرعية، هم كالتالي:

- **الفرض الفرعى الأول:** "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر المعلومات الخاصة، وذلك بالتطبيق علي الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".
 - **الفرض الفرعى الثاني:** "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات، وذلك بالتطبيق علي الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".
 - **الفرض الفرعى الثالث:** "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، وذلك بالتطبيق علي الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".
- أخيراً، وفي ضوء اشتقاق وتطوير الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، يمكن الإجابة على التساؤل البحثي الرئيسي للبحث وما ينبثق عنه من تساؤلات فرعية، وذلك فى ضوء قبول (أو رفض) الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، وذلك بعد تصميم الدراسة الاختبارية الخاصة بالبحث، التى سيتم تناولها لاحقاً.

9- تصميم الدراسة الاختبارية

يتناول الباحث تصميم الدراسة الاختبارية تمهيداً لاختبار الفرض الرئيسي وفروضه الفرعية، وذلك من خلال التركيز على النقاط التالية:

9-1 متغيرات البحث وكيفية قياسها إجرائياً

أ- المتغير المستقل: القدرة الإدارية للمدراء Managerial Ability

تشير القدرة الإدارية، إلى مجموعة الصفات والخصائص التى يتصف بها المدراء التنفيذيين (مثل: المستوى التعليمي، المعرفة والخبرة المهنية، السمعة والمهارات الفنية، إمكانية التعامل مع الآخرين وأسلوب تحمل وإدارة المخاطر)، والتى قد تجعلهم أكثر دراية وفهماً لظروف العمل وطبيعة نشاط الشركة والقطاع الذى تنتمي إليه، وكذلك البيئة الاقتصادية التى تعمل فى ظلها الشركة، بما قد يسهم فى زيادة قدرة هؤلاء المدراء علي استغلال الموارد المحدودة للشركة، وتحقيق أكبر قدر من الإيرادات من خلال هذه الموارد، ومن ثم تحسين قدرة المدراء على اتخاذ القرارات الإستراتيجية المعقدة الخاصة بالشركات، والتى تُشكل مستقبل نشاطها الاقتصادى، بما قد يعظم قيمة الشركة ويعزز مزايها التنافسية مقارنة بمثيلتها من الشركات ممن تنتمي لنفس القطاع ولا يتوفر لديها مدراء نوى قدرة إدارية مرتفعة، وذلك بما يتوافق مع ما أوضحته نظرية الصفوف الإدارية العليا (Upper Echelons Theory)، بشأن أهمية السمات والخصائص الشخصية للمدراء التنفيذيين فى التنبؤ بالقرارات الإستراتيجية والنتائج التنظيمية للشركة (محمد، 2021).

تعددت المقاييس التقريبية التي استخدمتها الدراسات السابقة لقياس القدرة الإدارية للمدراء؛ ومنها على سبيل المثال، ما يعتمد على معدل الاستشهادات في وسائل الإعلام، أو العوائد التاريخية على الأسهم، أو سمعة وشهرة المدراء التنفيذيين وطول فترة التعاقد معهم (e.g., Demerjian et al., 2013; Malmendier and Tate, 2009)، هذا بالإضافة إلى مجموعة من المقاييس الفردية غير المباشرة التي تعكس الخصائص الإدارية للمدراء (مثل: مستوى التعليم، سمعة فريق الإدارة، طول فترة التعاقد مع الإدارة، جودة التنبؤات الإدارية، قوة المدير التنفيذي الأول). لكن، أوضحت دراسة Gan (2019)، أن المقاييس السابقة تعد بمثابة مقاييس غير مكتملة وغير مباشرة، وأقل ترابطاً ودقة، نظراً لكونها تحتوي على معلومات تخرج عن نطاق تحكم المدراء التنفيذيين، ولا تعكس الخصائص الإدارية المؤثرة في القدرة الإدارية للمدراء.

لذا، سيعتمد الباحث على استخدام النموذج الذي طوره Demerjian et al. (2012)، والأكثر شيوعاً في قياس القدرة الإدارية للمدراء، نظراً لأنه يقوم على بناء مقياس للكفاءة الكلية للشركة، ويفصل فيه العوامل المسئولة عن تحقيق تلك الكفاءة لأسباب تعود إلى الخصائص والخبرات والسمات النفسية والسيكولوجية للمدراء التنفيذيين عن تلك الأسباب التي تعود إلى خصائص الشركة التي يتم استبعادها من مقياس الكفاءة الكلية للشركة، ومن ثم يعكس الجزء المتبقى من مقياس الكفاءة الكلية للشركة بعد استبعاد خصائص الشركة القدرة الإدارية للمدراء، التي تحدد مستوى الكفاءة والإنتاجية الإدارية للمدراء من أجل تحقيق المزيد من الإيرادات (المخرجات) باستخدام نفس المستوى من المدخلات.

بالتالي، يتم تحديد مقياس القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين وفقاً لنموذج Demerjian et al. (2012) على مرحلتين؛ الأولى، يتم فيها تحديد الكفاءة الكلية لكل شركة ($MAX_{v\theta}$) باستخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات ("Data Envelopment Analysis "DEA")، وذلك من خلال تشغيل دالة تعظيم الإيرادات (Sales) (المخرجات) وتذنية الموارد (المدخلات)، والتي شملت سبعة عناصر ($v_1 \sim v_7$)، هم: تكلفة البضاعة المباعة (COGS)، والمصروفات البيعية والإدارية (SG&A)، والممتلكات والمنشآت والمعدات (الأصول الثابتة) (PP&E)، ومصروفات التأجير التشغيلي (OpsLease)، ونفقات البحوث والتطوير (R&D)، والشهرة المشتراه (Goodwill)، والأصول غير الملموسة الأخرى (OtherIntan)، كما توضح الدالة التالية:

$$MAX_{v\theta} = \frac{Sales}{v_1 COGS + v_2 SG\&A + v_3 PP\&A + v_4 OPsLease + v_5 R\&D + v_6 Goodwill + v_7 OtherIntan}$$

في المرحلة الثانية، سيتم إجراء انحدار (Tobit Regression) لدرجة الكفاءة الكلية للشركة (DEA_FE) (كمتغير تابع) التي تم الحصول عليها من المرحلة الأولى، على مجموعة من العناصر التي تعكس خصائص الشركة (كمتغيرات مستقلة)، وهم:

- حجم الشركة (Firm Size)؛ مفاساً باللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول في نهاية الفترة الحالية.
- الحصة السوقية للشركة (Market Share)؛ معبراً عنها بنسبة مبيعات الشركة إلى إجمالي مبيعات القطاع الذي تنتمي إليه في نهاية الفترة الحالية.
- عمر الشركة (Firm Age)؛ معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة (عدد سنوات قيد الشركة بسوق الأوراق المالية حتى نهاية الفترة الحالية).
- التدفقات النقدية الحرة الموجبة (Free Cash Flow)؛ معبراً عنها بمتغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح؛ إذا كانت التدفقات النقدية الحرة موجبة (أى الفرق بين صافى التدفقات النقدية التشغيلية للشركة والتدفقات النقدية الخارجة لشراء الأصول الثابتة موجباً)، وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر.
- تركز قطاع الأعمال بالشركة (Business Segment)؛ معبراً عنه بنسبة مبيعات قطاع الأعمال للشركة إلى إجمالي مبيعات كافة قطاعات الأعمال الخاصة بالشركة في نهاية الفترة الحالية.
- العمليات التي تتم بعملات أجنبية (Foreign Currency Transaction)؛ معبراً عنها بمتغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح؛ إذا حققت الشركة أرباحاً من ترجمة العملات الأجنبية كمقياس إجرائي للعمليات التجارية الدولية، وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر.
- الفترة الزمنية (Year Dummies)؛ متغير وهمي يعبر عن الفترة الزمنية (t) لكل شركة (i).

بالتالى، تعكس قيمة البواقي (ε) فى تحليل انحدار توبيت (Tobit Regression) ذلك الجزء من الكفاءة الكلية للشركة، الذى يمكن إرجاعه لخصائص المدراء، ومن ثم تعبر قيمة البواقي فى معادلة الانحدار المستخدمة فى المرحلة الثانية عن درجة القدرة الإدارية ("Managerial Ability "MA") للمدراء التنفيذيين، وذلك على النحو التالى:

$$DEA_FE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Firm\ Size_{i,t} + \beta_2 Market\ Share_{i,t} + \beta_3 Free\ Cash\ Flow_{i,t} + \beta_4 \ln(Firm\ Age_{i,t}) + \beta_5 Business\ Segment_{i,t} + \beta_6 Foreign\ Currency\ Transaction_{i,t} + Year\ Dummies + \varepsilon_{i,t}$$

ب- المتغير التابع: تكلفة رأس المال Cost of Capital

يهتم الباحث، بقياس تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، سواء الخاصة بتكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية) و/أو تكلفة رأس المال المقترض (تكاليف الاقتراض). سيعتمد الباحث، على استخدام نموذج مضاعف ربحية السهم الذى قدمه نموذج (Omran and Pointon, 2004)، لقياس تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية)، وذلك استناداً على البيانات الفعلية لمجموعة من المتغيرات المحاسبية التى يسهل حسابها من التقارير المالية للشركات، خاصة فى بيئة الأعمال المصرية التى ثبت فيها بشكل اختباري دقة نتائج هذا النموذج عند تحديد تكلفة رأس المال المملوك (حقوق الملكية) (Amin and Mohamed, 2023).

بينما، تشير تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) إلى قيمة الفوائد المدفوعة منسوبة إلى متوسط قيمة القروض قصيرة وطويلة الأجل خلال العام المالي، وتشمل تكلفة رأس المال المقترض كل من القروض والسندات (Gray et al, 2009). أوضحت، دراسة عبد الونيس (2017)، أن تكلفة التمويل بالاقتراض تشمل معدل الفائدة الفعلي على القروض، أو عائد السندات الذي تدفعه الشركة للمقرضين والمستثمرين، وذلك بعد الأخذ في الاعتبار الأثر الضريبي للفائدة، حيث يتم اعتبار الفوائد مصروف يحقق وفورات ضريبية. لكن، لا تحقق مصادر التمويل الداخلي تلك الميزة الضريبية؛ لأن هذه التوزيعات التي تدفع للملاك تعتبر توزيعات للأرباح. ومن ثم، سيسعى الباحث إلى الكشف عن تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك من خلال تحديد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المملوك والمقترض معاً، وكل على حدة، وذلك على النحو التالي (Rageh, 2021; Warad and Al-Debie, 2017; Suto and Takehara, 2017):

$$WACC = (K_{EQ} \times W_{Equity}) + (K_D \times W_{Debt})$$

حيث إن:

WACC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.
K_{EQ} : تكلفة رأس المملوك (معدل العائد المطلوب تحقيقه على الاستثمار في الأسهم العادية، والذي يجب أن يتجاوز معدل العائد الممكن تحقيقه عند استثمار نفس المبالغ في استثمارات لها نفس مستوى المخاطرة)؛ ويمكن حسابه باستخدام نموذج (Omran and Pointon (2004)، على النحو التالي:

$$K_{EQ} = 1/[P_E - (e_0 - d_0)/e_0]$$

حيث إن:

P_E : مضاعف ربحية السهم (خارج قسمة السعر السوقى للسهم إلى ربحيته خلال العام).
e₀ : نصيب السهم من صافى الربح المحاسبى المحقق خلال العام مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة.
d₀ : نصيب السهم من الأرباح الموزعة في الفترة الحالية.
W_{Equity} : نسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي المصادر المختلفة لرأس مال (إجمالي حقوق الملكية + إجمالي الديون).
K_D : تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض)، وتحسب على النحو التالي (Aldamen and Duncan, 2012; Gray et al, 2009):

$$\text{تكلفة رأس المال المقترض} = (\text{مصروف الفوائد} / \text{إجمالي الديون}) \times (1 - \text{معدل الضريبة}).$$

W_{Debt} : نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي المصادر المختلفة لرأس مال (إجمالي حقوق الملكية + إجمالي الديون).

جـ. المتغيرات الوسيطة (المتداخلة): مخاطر المعلومات المحاسبية Accounting Information Risk

توافقاً، مع دراسة (Saleem and Usman (2022)، سيهتم الباحث بقياس مخاطر المعلومات المحاسبية من خلال التركيز على ثلاثة أنواع مختلفة من تلك المخاطر، وهم: مخاطر المعلومات الخاصة (عدم تماثل المعلومات)، مخاطر نقص شفافية المعلومات، ومخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات

المحاسبية. ويمكن، توضيح المقياس الإجرائي لكل نوع من أنواع مخاطر المعلومات على حدة، وذلك على النحو التالي:

• مخاطر المعلومات الخاصة (عدم تماثل المعلومات) Private Information Risk

سيعتمد الباحث، على استخدام التزامن السعري (Stock Price Synchronicity) كمقياس تقريبي لمخاطر غموض التقارير المالية أو زيادة مخاطر المعلومات الخاصة (عدم تماثل المعلومات)؛ إذ ترتبط التغيرات في أسعار الأسهم بمحتوى المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم سواء المعلومات العامة على مستوى السوق ككل (الحالة الاقتصادية، وضع الصناعة، وغيرها من المعلومات العامة) أو المعلومات الخاصة على مستوى الشركة. وبالتالي، فإن المدى الذي تتحرك فيه أسعار مجموعة من الأسهم بشكل متزامن يتوقف على المقدار النسبي للمعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية للشركة مقارنة بالمعلومات العامة على مستوى السوق ككل، فإذا كان سعر السهم يعكس معلومات أكثر على مستوى الشركة؛ حينئذ ينخفض التزامن مع أسعار الأسهم الأخرى، وتخفض مخاطر المعلومات الخاصة بسبب التباين في المعلومات بين الشركات. أما، إذا كانت المعلومات العامة على مستوى السوق هي المسيطرة على حركة الأسعار بسبب نقص المعلومات على مستوى الشركة (أو غموض التقارير المالية)؛ فعندئذ تستجيب أسعار الأسهم بشكل أكبر للمعلومات العامة على مستوى السوق، مما يتسبب في أن تتحرك أسعار الأسهم الخاصة بالشركات بشكل متزامن وفي نفس الاتجاه مع المعلومات العامة على مستوى السوق، وعندئذ تزداد مخاطر المعلومات الخاصة (عدم تماثل المعلومات) (Hutton et al., 2009).

لذا، فإن التزامن في أسعار الأسهم (Stock Price Synchronicity)، يعكس مدى تشابه أسعار أسهم الشركة في صناعة معينة مع أسعار أسهم الشركات الأخرى في السوق والصناعة. ومن ثم، فإن التزامن السعري الأقل يعني انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة بالشركة في سعر السهم الخاص بها، بينما زيادة التزامن السعري يعني انعكاس أقل للمعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية للشركة في سعر السهم الخاص بها أو زيادة غموض التقارير المالية وارتفاع مخاطر المعلومات الخاصة (Morck et al., 2000; Jin and Myers, 2006)، ويعد مقياس (R^2) الأكثر شيوعاً لقياس التزامن في حركة أسعار الأسهم، وهو عبارة عن التباين المشترك بين عائد سهم الشركة وعائد السوق، ويمثل التباين في عوائد الأسهم على مستوى السوق (أو على مستوى الصناعة) تبايناً منتظماً (Systematic Variation)، في حين يعكس التباين الخاص بعائد سهم الشركة معلوماتية الأسعار (Dahiya et al., 2017).

تمشياً مع الأدبيات السابقة (e.g., Saleem and Usman, 2022; Khandaker, 2013; Khandaker, 2011; Morck et al., 2000)، يمكن التعبير عن الصيغة العامة للمقياس المستخدم في

قياس تزامن أسعار الأسهم (R^2) كمقياس تقريبي لمخاطر المعلومات الخاصة (غموض التقارير المالية) في ضوء تشغيل انحدار نموذج السوق (Market Model)، على النحو التالي:

$$R_{i,t}^* = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

- $R_{i,t}^*$: عائد السهم المقدر للشركة (i) خلال الفترة الزمنية (t).
- $R_{m,t}$: عائد السوق (R_m) خلال الفترة الزمنية (t).
- α_i, β_i : معاملات نموذج الانحدار.
- ε_{it} : الخطأ العشوائى (البواقى).

يلاحظ في ضوء النموذج السابق، أن عائد السهم المقدر الخاص بالشركة (i) ($R_{i,t}^*$) يعد دالة في كل من المعلومات العامة (الشائعة) على مستوى السوق ($R_{m,t}$) والمعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية للشركة (ε_{it})، وذلك في سوق خالٍ من الاختلالات وتكاليف المعاملات، وعندما تتعكس المعلومات العامة على مستوى السوق فوراً في أسعار الأسهم، يتساوى كل من عائد السهم الملحوظ للشركة (Observed Return of a Firm) ($R_{i,t}$) مع العائد الحقيقي المقدر للشركة ($R_{i,t}^*$) بدلالة عائد السوق. لذا، سيتم تشغيل نموذج الانحدار السابق الإشارة إليه بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وذلك بالتطبيق على مجموعة من المشاهدات الخاصة بعوائد الأسهم الخاصة بالشركة عبر نافذة محدودة (سنة مالية)، وفاصل زمنى ثابت (على مستوى يومي)، حيث تلتقط قيمة معامل الانحدار (β_i) أو مقياس القوة التفسيرية لنموذج الانحدار (R^2)، تزامن أسعار الأسهم؛ أى مدى حساسية عوائد الأسهم الخاصة بالشركة إلى المعلومات العامة غير القابلة للتنبؤ على مستوى السوق (Gassen et al., 2020)، ويمكن حسابه على النحو التالي:

$$R_{it}^2 = \left(\frac{Cov(R_{it}^* R_{mt})}{\sigma_i \sigma_m} \right)^2 = \left(\frac{Cov[R_{it}^* R_{mt}]}{Var[R_{mt}]} \right)$$

حيث إن:

- $Cov(R_{it}^* R_{mt})$: التباين المشترك بين عائد سهم الشركة (i) (R_{it}^*) وعائد السوق (R_{mt}).
- $\sigma_i \sigma_m$: حاصل ضرب الانحراف المعياري لعائد سهم الشركة (i) (σ_i) وعائد السوق (σ_m).
- $Var[R_{mt}]$: تباين عائد السوق (R_m) خلال الفترة الزمنية (t).

بالتالي، فإن ارتفاع قيمة مقياس (R^2) تعكس ارتفاع درجة التزامن السعري لأسعار الأسهم، وبهذا الشكل فإن عوائد الأسهم تعكس معلومات أكثر على مستوى السوق، أى زيادة مخاطر غموض التقارير المالية أو زيادة مخاطر المعلومات الخاصة، والعكس صحيح. وبالتالي، توجد علاقة طردية بين التزامن فى

أسعار الأسهم وارتفاع مخاطر المعلومات الخاصة (زيادة غموض التقارير المالية)، وعدم استيعاب المستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار للمعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية للشركة، بالإضافة إلى عدم القدرة على التمييز بين الشركات ذات الأداء المالي الجيد والضعيف، بما يؤدي إلى تزايد حالة عدم التأكد وزيادة المخاطر وعدم عدالة توزيع المعلومات (تزايد فجوة عدم تماثل المعلومات) وزيادة تزامن أسعار الأسهم والإضرار بكفاءة سوق المال ككل (الصاوي، 2022).

بينما، يرى (Xing and Anderson (2011)، أن وجود معلومات عامة بدرجة أكبر على مستوى السوق، غالباً ما يرجع إلى انخفاض المعلومات الخاصة بالشركة، وذلك نتيجة تحويل تلك المعلومات الخاصة إلى معلومات عامة تحقيقاً لمبدأ الإفصاح والشفافية، وتنفيذاً لمتطلبات حوكمة الشركات، التي قد تلزم الشركات نحو تلبية متطلبات الإبراج في الأسواق المالية، من خلال نشر ما يخصها من معلومات سواء بشكل طوعي أو إلزامي، أو عندما ترغب في الحصول على التمويل اللازم لها بتكلفة منخفضة.

• مخاطر نقص شفافية المعلومات Lack of Information Transparency Risk

سيعتمد الباحث، على قياس مخاطر نقص شفافية المعلومات الخاصة بالأرباح المحاسبية، وفقاً للنموذج الذي قدمه (Barth et al. (2013)، واستناداً إلى قياس قدرة المستثمرين على تقييم المعلومات المالية، ويستند هذا المقياس على تحديد مدى تباين الأرباح والتغير في الأرباح بالتزامن مع عوائد الأسهم. وبغض النظر عن مصدر التباين في شفافية الأرباح، فإن الشفافية الأعلى (المنخفضة) ستؤدي إلى قوة تفسيرية أعلى (منخفضة) في العلاقة بين عوائد الأسهم الخاصة بالشركة (كمتغير تابع) والأرباح المحاسبية وتغيراتها (كمتغيرات مستقلة). وعلى الرغم، من أن المستثمرين يمكنهم الحصول على معلومات حول التغيرات في قيمة الشركة من خلال أرباحها المحاسبية أو من مصادر أخرى، إلا إن هذا المقياس المستخدم للتعبير عن مخاطر نقص شفافية المعلومات يعكس فقط مدى تفسير الأرباح المحاسبية والتغير فيها، والمعلومات المرتبطة بالأرباح المحاسبية وتغيراتها لعوائد الأسهم الخاصة بالشركة (Ye et al., 2018).

لبناء مقياس شفافية الأرباح المحاسبية (TRANS)، سيتم استخدام معامل التحديد المعدل (R^2 Adjusted)؛ والذي يمكن الحصول عليه من الانحدارات الملخصه للعلاقة بين كل من الأرباح المحاسبية وتغيراتها منسوبة إلى الأسعار الإفتتاحية للأسهم (E/P ; $\Delta E/P$) وبين عوائد الأسهم، وذلك بالتطبيق على قطاع مستعرض من الشركات المنتمية لنفس الصناعة بشكل سنوي، كما يوضح نموذج الانحدار التالي (Barth et al. (2013):

$$RET_{i,j,t} = \alpha_0^I + \alpha_1^I \frac{E_{i,j,t}}{P_{i,j,t-1}} + \alpha_2^I \Delta E_{i,j,t}/P_{i,j,t-1} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

حيث، تمثل $(RET_{i,j,t})$ قيمة العائد السنوي لسهم الشركة (i) التي تنتمي للصناعة (J) في تاريخ انتهاء الفترة الزمنية (t)، والذي سيتم قياسه بعد مرور ثلاثة أشهر من تاريخ نهاية السنة المالية للشركة. بينما، تعبر $(E_{i,j,t} / P_{i,j,t-1})$ ، عن الأرباح المحاسبية قبل البنود غير العادية والعمليات المتوقعة منسوبة إلى السعر الإفتتاحي لسهم الشركة (i) التي تنتمي للصناعة (J) في تاريخ انتهاء الفترة الزمنية (t-1). وتعبر، (ΔE) ، عن التغير في قيمة الأرباح المحاسبية بين الفترتين الماليين (t-1، t). وتوافقاً، مع دراسة Barth et al. (2013)، سيتم تقدير هذا النموذج خلال فترة البحث، وبالتطبيق على الصناعات (القطاعات) محل البحث كل على حدة في كل عام من الأعوام محل البحث، بشرط وجود ما لا يقل عن (10) مشاهدات لكل صناعة (قطاع) في كل سنة مالية يتم التطبيق عليها. وقد، يعد هذا الشرط قيداً على مقياس شفافية الأرباح المحاسبية المقدر سنوياً على مستوى كل شركة من الشركات التي تنتمي لنفس الصناعة (القطاع) $(TRANSI_{j,t})$. وجدير بالذكر، أن معاملات الانحدار المقدر من تشغيل النموذج السابق $(\alpha'_0; \alpha'_1; \alpha'_2)$ ، سيكون لها نفس القيمة بالنسبة للشركات التي تنتمي لنفس الصناعة (القطاع) في تاريخ انتهاء الفترة الزمنية (t).

لكن، أوضحت دراسة Barth et al. (2005)، أن مقياس شفافية الأرباح المحاسبية الناتج عن تقدير العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية وتغيراتها عبر الصناعات المختلفة $(TRANSI_{j,t})$ ، ليس من المرجح أن يعكس بشكل كامل الاختلافات بين الشركات في العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية وتغيراتها؛ وذلك لعدة أسباب، أهمها: أولاً، بعض الممارسات المحاسبية التي تؤثر على العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية وتغيراتها قد تطبقها كافة الشركات في جميع الصناعات. ثانياً، يمكن أن تختلف الأرباح المحاسبية في المدى الذي تعكس فيه معلومات الإدارة، وبالتالي التغيرات في القيمة الاقتصادية للشركة. ثالثاً، تحديد الصناعة التي تنتمي إليها الشركة قد يكون أمراً بالغ الصعوبة، وذلك بسبب عدم وجود مفهوم محدد بدقة للصناعة، كذلك قد تعمل العديد من الشركات في صناعات متعددة. لذا، سيتم بناء مقياس آخر لشفافية الأرباح المحاسبية $(TRANSIN_{p,t})$ ، من خلال الحصول على معامل تحديد معدل آخر $(Adjusted R^2)$ ، وذلك عن طريق تقدير العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية وتغيراتها عبر كل محفظة استثمارية من المحافظ الاستثمارية الأربعة التي يتم تصنيف الشركات إليها وفقاً لقيمة البواقي المقدر من النموذج السابق رقم (1) على مستوى كل صناعة في كل عام، كما يوضح نموذج الانحدار التالي:

$$RET_{i,p,t} = \alpha_0^{IN} + \alpha_1^{IN} \frac{E_{i,p,t}}{P_{i,p,t-1}} + \alpha_2^{IN} \Delta E_{i,p,t} / P_{i,p,t-1} + \varepsilon_{i,p,t} \quad (2)$$

عند تقدير نموذج الانحدار رقم (2)، يتم استبدال المشاهدات التي تم تشغيلها في نموذج الانحدار رقم (1) على مستوى كل صناعة على حدة في كل عام، بواحدة من أربعة محافظ استثمارية يتم تحديدهم بناءً على حجم البواقي المرتبط بكل انحدار يخص كل صناعة بشكل سنوي. ومن ثم، سيتم تقدير نموذج الانحدار رقم

(2) أيضاً على مستوى كل عام على حدة؛ حيث يتم تجميع المشاهدات في واحدة من المحافظ الاستثمارية (p, 4, ..., 1, p)، وهذا يسمح للمكون المحايد للصناعة (Industry-Neutral Component)، في مقياس شفافية الأرباح المحاسبية بالتغير بمرور الوقت. ومن ثم، سيتم تقدير عدد من نماذج الانحدار يساوي حاصل ضرب فترة البحث في الأربعة محافظ الاستثمارية التي سيتم تقسيم عينة البحث إليها وفقاً لقيمة البواقي المقدرة من نموذج الانحدار رقم (1)، وذلك للحصول على المكونات المحايدة للصناعة (TRANSIN_{p,t}) من نماذج الانحدار المقدرة. هذه الطريقة في التقدير لا يترتب عليها تعقيد معاملات الانحدار في نموذج الانحدار رقم (2) $(\alpha_0^{IN}; \alpha_1^{IN}; \alpha_2^{IN})$ ، بأن يحتفظ بنفس قيمته بالنسبة للشركات التي تنتمي لنفس الصناعة. وبدلاً، من ذلك فإن قيم هذه المعاملات تظل لها نفس القيمة بالنسبة للشركات التي لديها نفس المحفظة (p) في الفترة (t)، بما يشكل قيماً على هذه الشركات.

على سبيل المثال، لنأخذ بعين الاعتبار صناعة افتراضية (J)، والتي لديها (100) مشاهدة (شركة) سنوياً. وباستخدام، معاملات الانحدار المقدرة في كل عام، يتم ترتيب قيمة البواقي المقدرة (100) لكل مشاهدة (شركة) في نفس الصناعة تصاعدياً من (1) إلى (100)؛ على أن يتم وضع (25%) من المشاهدات (الشركات) ذات البواقي السالبة الأكبر في المحفظة الأولى، ويتم تعيين (25%) من المشاهدات التالية ذات البواقي السالبة التالية في المحفظة الثانية، وهكذا، حتى يتم تعيين كل مشاهدة إلى المحفظة الاستثمارية التي تناسبها. يتم تكرار هذا الإجراء لكل عام من الأعوام محل البحث، وفي كل صناعة من الصناعات على حدة؛ حيث تحتوي المحفظة الأولى على ربع المشاهدات ذات القيم السالبة الأكبر للبواقي من كل صناعة من الصناعات محل البحث في كل عام، وتحتوي المحفظة الثانية على ربع المشاهدات ذات ثاني أكبر قيم سالبة للبواقي من كل صناعة من الصناعات محل البحث في كل عام، وهكذا. بالتالي، فإن المحفظة الاستثمارية الأولى (الرابعة) تحتوي على المشاهدات ذات القيم السالبة (الموجبة) الأكبر للبواقي من الانحدارات السنوية للصناعة.

مما تقدم، سيتم حساب مقياس شفافية المعلومات الخاصة بالأرباح المحاسبية (كمقياس تقريبي عكسي لمخاطر نقص شفافية المعلومات المحاسبية المقدرة بدلالة الأرباح المحاسبية) (TRANS_{i,t}) لكل شركة ممن تنتمي لصناعة معينة بشكل سنوي، عن طريق إضافة قيمة معامل التحديد المعدل الذي تم الحصول عليه من تشغيل نمونجي الانحدار رقمي (1, 2) سنوياً على مستوى كل صناعة من الصناعات التي تنتمي إليها الشركة، وكذلك على مستوى المحفظة الاستثمارية التي تم إدراج الشركة فيها، حيث تشير (J) للصناعة، بينما تشير (p) إلى المحفظة الاستثمارية، وذلك على النحو التالي:

$$TRANS_{i,t} = TRANS_{j,t} + TRANSIN_{p,t}$$

• مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات Lack of Information Quality Risk

تمشياً مع، دراسة (Saleem and Usman (2022)، سيعتمد الباحث على تحديد مدى جودة الاستحقاقات ("AQ" Accrual Quality)، كقياس تقريبي لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، وذلك بالاعتماد على نموذج (Dechow and Dichev (2002)، من أجل تحديد دقة القوائم المالية. تم، تطوير هذا النموذج من قبل (Francis et al. (2005، لإدراج عاملين للاستحقاقات؛ وهما: التغير في إيراد المبيعات، وقيمة الآلات والمعدات والممتلكات (قيمة الأصول الثابتة) في نهاية الفترة الزمنية (t)، وذلك كما يوضح نموذج الانحدار رقم (1):

$$TAC_{jt} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{j,t-1} + \beta_2 CFO_{jt} + \beta_3 CFO_{j,t+1} + \beta_4 \Delta REV_{jt} + \beta_5 PPE_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

حيث إن:

- TAC_{jt}** : إجمالي الاستحقاقات للشركة (j) في نهاية الفترة الزمنية (t)، مقيسة بصافي الدخل قبل الإهلاك والإطفاء مطروحاً منه التدفقات النقدية التشغيلية عن نفس الفترة.
- CFO_{j,t,t-1,t+1}** : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (j) في نهاية الفترات الزمنية (t, t-1, t+1) على التوالي.
- ΔREV_{jt}** : التغير في قيمة إيراد المبيعات للشركة (j) بين الفترتين الزمنية (t-1) و (t).
- PPE_{jt}** : قيمة الآلات والمعدات والتجهيزات والممتلكات للشركة (j) في نهاية الفترة الزمنية (t).
- ε_{jt}** : البواقي (أخطاء التقديرات المرتبطة بتحويل الاستحقاقات إلى تدفقات نقدية تشغيلية).
- جميع متغيرات النموذج منسوبة إلى إجمالي الأصول المتأخرة في نهاية الفترة الزمنية (t-1).

مما سبق، يتضح أن نموذج (Dechow and Dichev (2002)، يدرك أن توقيت الإنجازات والتضحيات الاقتصادية للشركة غالباً ما يختلف عن توقيت التدفقات النقدية المرتبطة بها. وبالتالي، فإن دور الاستحقاقات يكمن في التكيف مع مشاكل توقيت التدفق النقدي. لذا، فإن نموذج (Dechow and Dichev (2002)، يلتقط هذه الاختلافات في التوقيت من خلال تضمين التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية والمتأخرة (Leading and Lagging Cash Flow)، بالإضافة إلى التدفقات النقدية التشغيلية المعاصرة في الفترة الحالية (Contemporaneous Cash Flows) في نموذج الاستحقاقات الخاص بهم.

يتم تقدير النموذج السابق رقم (1) بشكل سنوي عبر قطاع مستعرض من الشركات المنتمية لنفس الصناعة، ويشترط ألا يقل عدد المشاهدات بالصناعة الواحدة سنوياً عن (10) مشاهدات (أو شركات). وباستخدام معاملات الانحدار المقدره بشكل سنوي لكل صناعة، يمكن تحديد قيمة البواقي (ε_{jt}) سنوياً لكل شركة (j) داخل الصناعة، بناءً على ذلك، يمكن تحديد المقياس الخاص بجودة الاستحقاقات (AQ)؛ كقياس تقريبي لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية، وذلك من خلال تحديد الانحراف المعياري للبواقي (ε_{jt}) الخاصة بشركة معينة على مدى السنوات الخمسة الماضية ابتداءً من نهاية الفترة الزمنية (t-5) حتى نهاية الفترة الزمنية (t-1)، وذلك على النحو التالي:

$$AQ_{jt} = Stdev(\varepsilon_{jt}), t = (t-5, \dots, t-1) \quad (2)$$

نظراً لأن، قيمة البواقي (ε_{it}) المقدره بنموذج الانحدار رقم (1)، تحدد أخطاء التقدير في تعيين الاستحقاقات للتدفقات النقدية، فإن القيم المرتفعة (المنخفضة) لـ (AQ) تشير إلى انخفاض (ارتفاع) جودة الاستحقاقات. من ثم، توجد علاقة طردية بين (AQ) ومخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية.

لمزيد من التحليلات الإضافية، تمثياً مع دراسة (Gray et al., 2009)، يمكن تقسيم مقياس جودة الاستحقاقات (AQ) إلى مكونين؛ أحدهما يؤثر على جودة الاستحقاقات، وهو المكون غير الاختياري (Innate Component)، الذي تستلزمه طبيعة العمليات الاقتصادية والتشغيلية للشركة، وقد يتوقف هذا المكون الاختياري (الفطري) على خمسة متغيرات وفقاً للنموذج المستخدم، هم: (حجم الشركة، والانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية، والانحراف المعياري لإيراد المبيعات، طول دورة التشغيل، تحقيق أرباح سالبة). أما المكون الآخر، فهو المكون الاختياري (Discretionary Component)، الذي يرجع إلى التقديرات الإدارية للمدراء، والتي قد يعزى إليها مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية، بشكل سنوي وعبر قطاع مستعرض من الشركات التي تنتمي لصناعة معينة، يمكن تقدير نموذج الانحدار التالي:

$$AQ_{j,t} = \varphi_0 + \varphi_1 SIZE_{j,t} + \varphi_2 \sigma(CFO)_{j,t} + \varphi_3 \sigma(Sales)_{j,t} + \varphi_4 OpCycle_{j,t} + \varphi_5 NegEarn_{j,t} + v_{j,t} \quad (3)$$

حيث إن:

- SIZE_{j,t} : حجم الشركة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (j) في نهاية الفترة الزمنية (t).
- $\sigma(CFO)_{j,t}$: الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية للشركة (j) على مدار الخمس سنوات الماضية للفترة (t).
- $\sigma(Sales)_{j,t}$: الانحراف المعياري لإيراد المبيعات الخاصة بالشركة (j) على مدار الخمس سنوات الماضية للفترة الزمنية (t).
- OpCycle_{j,t} : طول دورة التشغيل للشركة (j)، مقيسة بإجمالي متوسط عدد الأيام التي يبقى فيها المخزون بالمخازن حتى يتم تصريفه، بالإضافة إلى متوسط عدد الأيام التي تمر على الأرصدة المدينة في العام حتى يتم تحويلها لنقدية، وذلك على النحو التالي:
- NegEarn_{j,t} : = (365 / تكلفة البضاعة المباعة) × متوسط المخزون + (365 / قيمة المبيعات الآجلة) × متوسط الأرصدة المدينة. عدد السنوات التي حققت فيها الشركة (j) صافي دخل قبل البنود غير العادية قيمة سالبة، وذلك خلال السنوات الخمسة الماضية للفترة (t).
- v_{j,t} : قيمة البواقي المقدره، وتعد مقياس تقريبي عكسي لجودة المكون الاختياري للاستحقاقات (DiscAQ)، ومقياس تقريبي طردى لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية.

د- المتغيرات الرقابية (الضابطة) Control Variables

تمثياً مع، بعض الدراسات السابقة (e.g., Francis et al., 2005; Gray et al., 2009; Saleem and Usman, 2022; Dalwai et al., 2023)، سيعتمد الباحث على استخدام بعض من المتغيرات الرقابية (الضابطة) لتحديد تأثيرها المتوقع على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (رأس المال المملوك، رأس المال المقترض) - باعتباره المتغير التابع الرئيسي موضع اهتمام البحث، وذلك كما يوضح الجدول التالي رقم (1):

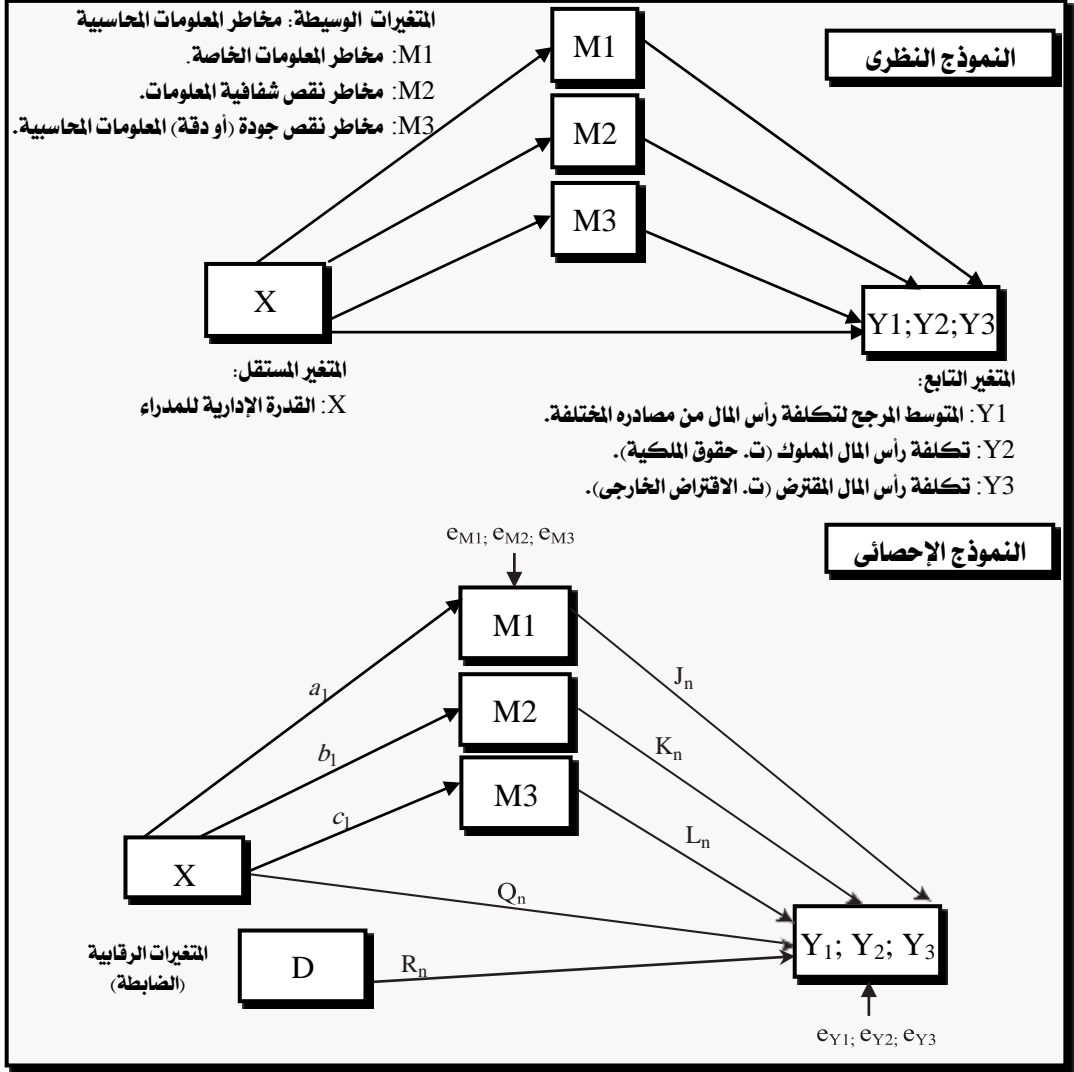
جدول 1: المتغيرات الرقابية (الضابطة) وكيفية قياسها إجرائياً

القياس الإجرائي	الرمز	المتغيرات
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة الزمنية (t).	Size	حجم الشركة Firm Size
نسبة إجمالي الديون في الأجلين القصير والطويل إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة الزمنية (t).	Lev	الرافعة المالية Financial Leverage
صافي الدخل قبل الضرائب منسوباً إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة الزمنية (t-1).	ROA	معدل العائد على الأصول Return on Assets
صافي الدخل التشغيلي منسوباً إلى مصروفات الفوائد على القروض الخاصة بالشركة (i) في نهاية الفترة الزمنية (t).	IntCov	معدل تغطية الفوائد Interest Coverage
الانحراف المعياري لصافي دخل الشركة قبل البنود غير العادية منسوباً إلى متوسط إجمالي الأصول على مدار الخمس سنوات السابقة للفترة الزمنية (t).	$\sigma(NIBE)$	تقلبات الأرباح Earnings volatility
اللوغاريتم الطبيعي لـ (+1) نسبة التغير في القيمة الدفترية لحقوق الملكية الخاص بالشركة (i) على مدار الخمس سنوات السابقة للفترة الزمنية (t).	Growth	نمو القيمة الدفترية لحقوق الملكية Firm Growth

توافقاً مع، دراسة (Gray et al. (2009)، سيعتمد الباحث على المتغيرات الرقابية (الضابطة) السابق الإشارة إليها، وذلك عند تحديد تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة معاً (سواء رأس المال المملوك و/أو المقترض معاً)، وكذلك مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها الثلاثة، ولسهولة العرض سيهتم الباحث بإلقاء الضوء على نتائج المتغيرات الضابطة على المتغير التابع للبحث (تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة).

9-2 نموذج البحث

سيستخدم الباحث، على نمذجة المعادلات الهيكلية (Structure Equation Model) لبناء نموذج الوساطة (Mediation Model)، وتشغيل أسلوب تحليل المسار (Path Analysis)، وذلك لاختبار الدور الوسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية (M) بأنواعها الثلاثة المختلفة (مخاطر المعلومات الخاصة "M1"، مخاطر نقص شفافية المعلومات "M2"، مخاطر نقص جودة أو دقة المعلومات المحاسبية "M3") في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء (X) وتكلفة رأس المال (Y1) من مصادرها المختلفة بشكل إجمالي، وكذلك بشكل منفصل على مستوى رأس المال المملوك (Y2) ورأس المال المقترض (Y3) كل على حدة. تمشياً مع، ما قدمه (Hayes (2017)، من نماذج استرشادية لتحليل علاقات الوساطة، يمكن التعبير عن النموذج النظري والإحصائي المستخدم في اختبار الفرض الرئيسي للبحث وما يتضمنه من فروض فرعية، كما يوضح الشكل رقم (2).



شكل 2: النموذج النظري والإحصائي لمتغيرات البحث

فى ضوء ما سبق، يمكن تصوير المعادلات الهيكلية للنموذج الإحصائي المزمع استخدامه فى اختبار الفرض الرئيسى للبحث وفروضة الفرعية، وذلك كما فى معادلات الانحدار التالية:

$$Y_1 = i_{y1} + Q_1 X + J_1 M_1 + K_1 M_2 + L_1 M_3 + R_1 D + e_{y1} \quad (1)$$

$$Y_2 = i_{y2} + Q_2 X + J_2 M_1 + K_2 M_2 + L_2 M_3 + R_2 D + e_{y2} \quad (2)$$

$$Y_3 = i_{y3} + Q_3 X + J_3 M_1 + K_3 M_2 + L_3 M_3 + R_3 D + e_{y3} \quad (3)$$

$$M_1 = i_{M1} + a_1 X + e_{M1} \quad (4)$$

$$M_2 = i_{M2} + b_2 X + e_{M2} \quad (5)$$

$$M_3 = i_{M3} + b_3 X + e_{M3} \quad (6)$$

يتضح في ضوء الشكل رقم (2)، أنه يمكن الاستدلال على الدور الوسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة (M_1 ; M_2 ; M_3) في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء (X) وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة معاً (Y) وكل على حدة (رأس المال المملوك "Y1"، رأس المال المقترض "Y2")، وذلك في ضوء التحقق من معنوية المسارات الخاصة بالعلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء ومخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة، وكذلك معنوية المسارات الموضحة للعلاقة بين مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

بالتالى، فإن قيمة التأثير غير المباشر للعلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة، يكمن في حاصل ضرب قيمة معاملات الانحدار المقدره لمسارات تلك العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء ومخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة، وأيضاً بين مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، على النحو التالى: ($c_1 \times L_n$); ($b_1 \times K_n$); ($a_1 \times J_n$). بينما، تعبر قيمة معامل الانحدار الخاص بـ (Q_n) عن قيمة التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وتعتبر (n)، عن معاملات الانحدار المقدره من النماذج التى تحتوى على واحد من المتغيرات التابعة المعبرة عن مقاييس تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة. أما، (R_n)، فتعبر عن معاملات الانحدار المقدره والخاصة بالمتغيرات الضابطة المؤثرة على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك باعتباره المتغير التابع الرئيسى محل الاهتمام.

9-3 مجتمع وعينة وفترة البحث

يتمثل مجتمع البحث، في الشركات المساهمة المقيدة والمتداول أسهمها بالبورصة المصرية، خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام 2008 حتى عام 2022. وجدير بالذكر أن الباحث، سيعتمد على سلسلة زمنية قدرها (5) سنوات من بداية عام 2003 حتى عام 2007، وذلك لتقدير بواقى النموذج المستخدم فى تقدير مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية سنوياً على مستوى كل شركة.

سيعتمد الباحث، على اختيار عينة ميسرة وحُكمية (Purposive Sample)، وذلك بعد استبعاد الشركات التى تنتمى لقطاعى البنوك والخدمات المالية غير المصرفية، وذلك لاختلاف طبيعة عملها وتقاريرها المالية، وكذلك خضوعها لقواعد وإجراءات رقابية مختلفة عن باقى الشركات. بالإضافة إلى، استبعاد ثلاثة قطاعات أخرى، هم: الخدمات التعليمية (5) شركات، المرافق (2) شركة، والطاقة والخدمات المساندة (3) شركات؛ وذلك لانخفاض عدد الشركات المقيدة والمتداول أسهمها فى تلك القطاعات خلال معظم فترات البحث. كما، سيعتمد الباحث، على بعض المعايير عند اختيار عينة الشركات محل البحث، من أهمها:

- توافر القوائم والتقارير المالية السنوية للشركات خلال فترة البحث.
- توافر الأسعار اليومية للإفتاح والإقفال المرتبطة بالأسهم الخاصة بالشركات محل البحث بشكل يومي.
- توافر البيانات الخاصة بتوزيعات الأرباح الخاصة بأسهم الشركات محل البحث لقياس عوائد الأسهم.

- توافر عشرة شركات على الأقل داخل القطاعات (أو الصناعات) التي تنتمي إليه الشركات محل البحث، وذلك حتى يسهل قياس كل مخاطر نقص شفافية المعلومات، مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، عبر قطاع مستعرض من الشركات في كل عام من الأعوام محل البحث.

لإستيفاء القيد الأخير لاختيار عينة الشركات محل البحث، تم دمج بعض القطاعات الاقتصادية مع بعضها البعض، وذلك باعتبارها تنتمي لقطاع الصناعات التحويلية (وفقاً للتصنيف الاقتصادي للقطاعات على مستوى الدولة)؛ وهم: قطاع مواد البناء مع قطاع مقاولات وإنشاءات هندسية (بإجمالي عدد شركات قدره 20 شركة)، قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات مع قطاع منسوجات وسلع معمرة وقطاع ورق ومواد تعبئة وتغليف (بإجمالي عدد شركات قدره 18 شركة). وأخيراً، قطاع خدمات النقل والشحن مع قطاع الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات مع قطاع تجارة وموزعون (بإجمالي عدد شركات قدره 15 شركات)، وذلك باعتبارها تنتمي للقطاعات الخدمية السوقية.

من ثم، بلغ حجم العينة النهائي (121) شركة موزعة على (13) قطاع اقتصادي مختلف من إجمالي (18) قطاع اقتصادي، وذلك قبل دمج بعض القطاعات الاقتصادية مع بعضها البعض، باستخدام سلسلة من البيانات الإطارية (Panel Data) غير المتوازنة، بلغت المشاهدات الإجمالية خلال فترة البحث، ما قيمته (1740) مشاهدة. يلخص الجدول التالي، التصنيف القطاعي لشركات العينة محل البحث، وذلك كما يلي:

جدول 2: التصنيف القطاعي لشركات العينة

م	القطاع	إجمالي	العينة	نسبة العينة إلى الإجمالي
1	أغذية ومشروبات وتبغ	31	20	65%
2	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	8	6	75%
3	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	7	6	86%
4	رعاية صحية وأدوية	19	11	58%
5	تجارة وموزعون	5	4	80%
6	خدمات النقل والشحن	6	5	83%
7	سياحة وترفيه	12	10	83%
8	عقارات	32	15	47%
9	مقاولات وإنشاءات هندسية	12	8	67%
10	منسوجات وسلع معمرة	9	8	89%
11	مواد البناء	12	12	100%
12	موارد أساسية	14	12	86%
13	ورق ومواد تعبئة وتغليف	6	4	67%
	إجمالي عدد الشركات المقيدة	172	121	70%

4-9 مصادر الحصول على البيانات

- سيعتمد الباحث، على بعض المصادر للحصول على البيانات اللازمة لاختبار الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، بالتطبيق على عينة البحث التي تم اختيارها، ومن أهم هذه المصادر ما يلي:
- الحصول على القوائم والتقارير المالية المنشورة للشركات خلال الفترات السنوية من موقع البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>، و/أو موقع معلومات مباشر مصر <https://www.mubasher.info/countries/eg>.
 - شركة مصر لنشر المعلومات (EGID) للحصول على البيانات الخاصة بتوزيعات الأرباح خلال فترة البحث لعينة الشركات محل البحث.
 - برنامج (MetaStock) (الإصدار الحادى عشر)، وذلك للحصول على أسعار الأسهم اليومية خلال فترة البحث.
- أخيراً، وبعد استعراض تصميم الدراسة الاختبارية لاختبار الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، يمكن استعراض نتائج الاختبارات الإحصائية المرتبطة بهما، وذلك تمهيداً لتحليلها ومناقشتها لاحقاً.

10- تحليل ومناقشة نتائج اختبارات الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية

يستهدف الباحث، استعراض ما توصل إليه من نتائج بعد تشغيل نموذج الوساطة (Mediation Model)، كأحد صور نماذج تحليل المسار ("PA" Path Analysis)؛ الأكثر ملائمة لاختبار الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي (STATA V. 17)، وذلك من خلال تناول النقاط التالية:

10-1 الإحصاءات الوصفية

يعرض الجدول رقم (3)، أهم الإحصاءات الوصفية الموضحة لأهم الخصائص المميزة للمتغيرات المرتبطة بالفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، وذلك على مستوى عينة الشركات محل البحث، وذلك على النحو التالي:

جدول 3: الإحصاءات الوصفية

مقاييس الإحصاء الوصفي					المتغيرات	الرمز	التفسير
أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط			
(1) المتغيرات التابعة (Y): المقاييس المرتبطة بتكلفة المصادر المختلفة لرأس المال							
0.603	0.047	107.6	0.479	0.445	1,813	WACC1	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة
0.322	0.035	196.6	0.464	0.236	1,815	KEQ1_Wequity	تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية)
0.549	0.089	62.1	0.139	0.224	1,813	KD_Wdebt	تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض)
(2) المتغير المستقل (X)							
5.553	0.963	17.5	0.796	4.542	1,815	MA	القدرة الإدارية للمدراء
(3) المتغيرات الوسيطة (M): المقاييس المرتبطة بمخاطر المعلومات المحاسبية							
1	0.1452	17.5	0.1095	0.6247	1,815	PIR	مخاطر المعلومات الخاصة
1.9928	0.1094	78.8	0.3371	0.4278	1,740	ITR	مخاطر نقص شفافية المعلومات
0.6537	0.0004	153.6	0.3935	0.2562	1,774	IQR	مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية
(4) المتغيرات الضابطة (الرقابية) (D)							
26.9367	3.6204	20.7	3.6871	17.774	1,815	Size	حجم الشركة
0.45332	0.0046	139.8	0.2253	0.1612	1,815	Lev	الرافعة المالية
0.76461	-0.507	43.3	0.1047	0.2416	1,815	ROA	معدل العائد على الأصول
7.41725	0.0147	108.6	1.6658	1.5344	1,815	Intcov	معدل تغطية الفوائد
1.07895	0.0005	168.7	0.0771	0.0457	1,815	$\sigma(NIBE)$	تقلبات الأرباح
2.19787	1.4942	1.60	0.0310	1.9991	1,815	Growth	نمو القيمة الدفترية لحقوق الملكية

وفى ضوء ما أوضحتها مقاييس الإحصاء الوصفي، يتضح للباحث ما يلي:

- بصفة عامة، بلغ المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة (تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض معاً) ("WACC1" Cost of Capital)، ما قيمته (0.45) على مستوى عينة الشركات خلال فترة البحث، وذلك بانحراف معياري قدره (0.48). وتراوح، المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة فيما بين (0.047، 0.603).
- تزايد اعتماد عينة الشركات محل البحث خلال فترة البحث على مصادر التمويل من خلال حقوق الملكية، وذلك بدرجة أكبر نسبياً من الاعتماد على مصادر التمويل من خلال الاقتراض الخارجي؛ حيث بلغ متوسط تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) ("KEQ1_Wequity" Cost of Equity) ما قيمته (0.24). وبينما، بلغ متوسط تكلفة الاقتراض ("KD_Wdebt" Cost of Debt) ما قيمته (0.22). وتراوح، أعلى وأدنى قيمة لتكلفة التمويل من خلال الملكية ما بين (0.035، 0.32) على التوالي، وذلك

- بانحراف معيارى قدره (0.46). بينما، سجلت أعلى وأدنى قيمة لتكلفة التمويل من خلال الافتراض ما بين (0.32، 0.035) على التوالي، وذلك بانحراف معيارى قدره (0.14).
- بصفة عامة، شهدت عينة الشركات محل البحث ارتفاعاً فى القدرة الإدارية للمدراء (Managerial Ability "MA") خلال فترة البحث؛ حيث بلغ المتوسط العام للقدرة الإدارية للمدراء ما قيمته (4.54)، وذلك بانحراف معيارى قدره (0.80)، وسجلت أعلى قيمة للقدرة الإدارية للمدراء خلال فترة البحث ما قيمته (5.53)، بينما بلغت أدنى قيمة لها ما قيمته (0.96).
- تعانى معظم شركات العينة خلال فترة البحث من ارتفاع مخاطر المعلومات الخاصة (Private Information Risk "PIR")، وذلك بمتوسط قدره (0.62)، وانحراف معيارى قدره (0.1095). وبليها، مخاطر نقص شفافية المعلومات "مقياس عكسي لشفافية المعلومات" ("Information Transparency Risk "ITR")، وذلك بمتوسط قدره (0.57) "المتهم الحسابى لمتوسط المقياس الخاص بشفافية المعلومات والبالغ 0.4278"، وانحراف معيارى قدره (0.337). بينما، بلغ متوسط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (Information Quality Risk "IQR") ما قيمته (0.26)، وانحراف معيارى قدره (0.394).
- تباين أحجام عينة الشركات محل البحث (Size)؛ حيث تراوحت أحجام الشركات معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركات، ما بين (26.93، 3.62)، وذلك بمتوسط عام قدره (17.78)، وانحراف معيارى قدره (3.69). كما، حققت عينة الشركات خلال فترة البحث، انخفاضاً فى الرافعة المالية ("Lev" Leverage)، وذلك بمتوسط قدره (0.161)، وانحراف معيارى قدره (0.225)، وبمدى تراوحت قيمته ما بين (0.005، 0.453).
- بلغ متوسط معدل العائد على الأصول ("Return on Assets "ROA") على مستوى عينة الشركات خلال فترة البحث، ما قيمته (0.242)، وذلك بانحراف معيارى قدره (0.1047). كما، بلغت أدنى وأقصى قيمة لمعدل العائد على الأصول خلال فترة البحث، ما قيمته (-0.507، 0.76)، على التوالي.
- بلغ متوسط معدل تغطية الفوائد ("Interest Coverage "Intcov") على مستوى عينة الشركات خلال فترة البحث، ما قيمته (1.53)، وذلك بانحراف معيارى قدره (1.665). كما، بلغت أدنى وأقصى قيمة لمعدل تغطية الفوائد خلال فترة البحث، ما قيمته (0.0147، 7.42)، على التوالي.
- كذلك، حققت عينة الشركات خلال فترة البحث، انخفاضاً فى درجة تقلبات الأرباح (Earnings Volatility "σ(NIBE)"); معبراً عنها بالانحراف المعيارى لصافى الدخل قبل البنود غير العادية منسوباً لمتوسط إجمالي الأصول على مدار الخمس سنوات السابقة من نهاية الفترة المالية محل البحث، وذلك بمتوسط قدره (0.0457)، وبمدى تتراوح قيمته ما بين (0.0005، 1.078)، وبانحراف معيارى قدره (0.077).
- حققت عينة الشركات محل البحث نمواً فى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Growth) بمتوسط قدره (1.99)، وبمدى تتراوح قيمته ما بين (1.494، 2.197)، وبانحراف معيارى قدره (0.0310).
- بصفة عامة، أظهرت قيم معامل الاختلاف، ارتفاع درجة تشتت البيانات الخاصة بمعظم متغيرات البحث، بما يعكس زيادة حجم التقلبات وانخفاض مستوى استقرار البيانات. لذا، قام الباحث بتجهيز البيانات الخاصة بمتغيرات البحث وتخليصها من القيم المتطرفة (أو الشاذة)، من خلال تحويلها إلى

أقرب قيم مقبولة (Winsorization)، وذلك في حدود (0.01) من البيانات، وذلك تمثيلاً مع دراسة Larker et al. (2007).

10-2 مصفوفة الارتباطات

تهتم مصفوفة الارتباطات، بالكشف عن قوة واتجاه العلاقات المفترضة بين جميع متغيرات البحث. ويوضح الجدول رقم (4) - مصفوفة الارتباطات ثنائية المتغير من الدرجة الصفرية ل (Spearman) - قيمة ومستوى معنوية معاملات الارتباط الثنائية بين متغيرات البحث، وذلك على النحو التالي:

جدول 4: مصفوفة الارتباطات الثنائية

	WACC1	KEQ1_Wequity	KD_Wdebt	MA	PIR	ITR	IQR	Firm Size
WACC1	1							
KEQ1_Wequity	(0.958)***	1						
KD_Wdebt	(0.277)***	(-0.00924)	1					
MA	(-0.898)***	(-0.7893)***	(-0.0618)	1				
PIR	(0.7873)***	(0.8108)***	(0.6273)**	(-0.874)***	1			
ITR	(-0.669)***	(-0.7647)***	(-0.000211)	(0.8587)***	(-0.054)*	1		
IQR	(0.02218)	(0.0714)	(0.00249)	(-0.822)***	(0.0161)	(0.0375)	1	
Size	(-0.7226)**	(-0.710)**	(-0.8394)**	(0.0670)**	(-0.0145)	(-0.002)	(0.068)**	1
Lev	(0.6125)**	(0.723)**	(0.7377)**	(-0.085)***	(-0.0262)	(0.0208)	(0.13)***	(0.25)***
ROA	(0.0235)	(0.0251)	(-0.6541)**	(0.139)***	(-0.0112)	(-0.092)	(-0.65)***	(0.0624)*
Intcov	(-0.836)***	(0.00354)	(-0.910)***	(0.0863)***	(0.0409)	(0.0189)	(-0.0416)	(-0.0166)
σ(NIBE)	(0.6180)*	(0.8218)**	(-0.0118)	(-0.0513)*	(-0.0115)	(-0.017)	(-0.0121)	(-0.06)**
Growth	(-0.827)***	(-0.8267)***	(0.00232)	(-0.0302)	(0.0110)	(-0.025)	(-0.0597)*	(-0.0255)
	Lev	ROA	Intcov	σ (NIBE)				
Lev	1							
ROA	(0.103)***	1						
Intcov	(0.0116)	(-0.00754)	1					
σ(NIBE)	(-0.0225)	(0.0804)***	(0.00286)	1				
Growth	(0.0139)	(0.0391)	(0.00356)	(-0.0204)	1			

- ***, **, * تشير إلى مستوى المعنوية عند 1%، و 5%، و 10% على التوالي.

- الأرقام داخل الأقواس () تشير إلى قيم معاملات الارتباط الثنائية بين كل زوج من متغيرات البحث.

حيث إن: (WACC1): المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، (KEQ1_Wequity): تكلفة رأس المال المملوك تكلفة حقوق الملكية، (KD_Wdebt): تكلفة رأس المال المقرض تكلفة الاقتراض، (MA): القدرة الإدارية للمدراء، (PIR): مخاطر المعلومات الخاصة، (ITR): مخاطر نقص شفافية المعلومات، (IQR): مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، (Size): حجم الشركة معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية، (Intcov): معدل تغطية الفوائد، (σ(NIBE)): تقلبات الأرباح معبراً عنها بالانحراف المعياري لصافي دخل الشركة قبل البنود غير العادية منسوباً إلى متوسط إجمالي الأصول على مدار الخمس سنوات السابقة للفترة الزمنية الحالية، (Growth): نمو القيمة الدفترية لحقوق الملكية معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لـ (+1 نسبة التغير في القيمة الدفترية لحقوق الملكية الخاص بالشركة على مدار الخمس سنوات السابقة للفترة الزمنية الحالية).

يتضح في ضوء مصفوفة الارتباطات، وبإلقاء النظر أولاً على معاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة مع بعضها البعض، وجود ارتباط طردى قوى جداً (عند مستوى معنوية 1%) بين المتوسط المرجح لإجمالي

تكلفة رأس المال (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما، ما قيمته (0.958). بينما، لوحظ وجود ارتباط طردى ضعيف (عند مستوى معنوية 1%) بين المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة (WACC1) وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما، ما قيمته (0.28). قد يعكس ذلك، تزايد اعتماد عينة الشركات محل البحث على مصادر التمويل من خلال حقوق الملكية، وذلك بدرجة أكبر من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية من خلال الاقتراض، وقد يرجع ذلك إلى صعوبة الحصول على التمويل الخارجي، وذلك لما قد يفرض من إشتراطات للمديونية قد تفوق الوفورات الضريبية التي قد تجنيها عينة الشركات محل البحث من التمويل من مصادر خارجية.

كما، اتضح للباحث وجود ارتباط عكسي قوى جداً (عند مستوى معنوية 1%) بين القدرة الإدارية للمدراء (MA) والمتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة (تكلفة حقوق الملكية والاقتراض الخارجي معاً) (WACC1)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما، ما قيمته (0.90). بينما، لوحظ وجود ارتباط عكسي قوى (عند مستوى معنوية 1%) بين القدرة الإدارية للمدراء (MA) وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما، ما قيمته (0.88). لكن، لم يتوصل الباحث إلى وجود أى ارتباط معنوى بين القدرة الإدارية للمدراء (MA) وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt). قد يعكس ذلك، قدرة المدراء على إقناع الملاك (المساهمين)، على استغلال ما يتوفر لديهم من مصادر تمويلية داخلية، وذلك دون اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي، لما قد يفرضونه من معايير صارمة (بموجب قواعد البنك المركزي وقواعد لجنة بازل) عند منح الشركات التمويل اللازم لها، خاصة في فترات عدم الاستقرار.

كذلك، أوضحت النتائج وجود ارتباط طردى قوى (عند مستوى معنوية 1%) بين مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) وكل من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة (WACC1) وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما على التوالي، ما قيمته (0.79، 0.81). بينما، لوحظ وجود ارتباط طردى متوسط (عند مستوى معنوية 5%) بين مخاطر نقص المعلومات الخاصة بالشركة (PIR) وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما، ما قيمته (0.63).

بينما، ارتبطت مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) عكسياً وبدرجة متوسطة (عند مستوى معنوية 1%) مع المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة (WACC1)، وبدرجة قوية فقط مع تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما على التوالي، ما قيمته (-0.67، -0.76). بينما، لم ترتبط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR) معنويًا بأى نوع من مصادر التمويل سواء من مصادر داخلية أو خارجية.

لاحظ الباحث، وجود ارتباط عكسي قوى بين القدرة الإدارية للمدراء (MA) وكلٍ من مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) ومخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما على التوالي، ما قيمته (-0.87، -0.82). وعلى العكس، ارتبطت القدرة الإدارية للمدراء (MA) طردياً وبشكل قوى بمخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما، ما قيمته (0.86). هذا قد يعكس، قدرة المدراء ممن يتوفر لديهم القدرة الإدارية على تخفيض مخاطر المعلومات الخاصة ومخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، وفي نفس التوقيت زيادة شفافية المعلومات (أي تخفيض مخاطر نقص شفافية المعلومات).

أوضحت، معاملات الارتباط بين المتغيرات الضابطة والمتغيرات التابعة (WACC1; KEQ1_Wequity; KD_Wdebt)، وجود ارتباط عكسي قوى (عند مستوى معنوية 1%) بين حجم الشركة (Size) وكلٍ من (WACC1; KEQ1_Wequity; KD_Wdebt). كما، لوحظ وجود ارتباط عكسي قوى (عند مستوى معنوية 1%) بين معدل تغطية الفوائد (Intcov) وكلٍ من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة معاً، وكذلك تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (WACC1; KD_Wdebt). بينما، أوضحت النتائج، وجود ارتباط عكسي قوى (عند مستوى معنوية 1%) بين نمو القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Growth) وكلٍ من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة معاً، وكذلك تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (WACC1; KEQ1_Wequity).

أما، الرافعة المالية (Lev)، ارتبطت طردياً وبدرجة متوسطة (عند مستوى معنوية 5%) مع كافة المتغيرات التابعة (WACC1; KEQ1_Wequity; KD_Wdebt). كما، ارتبطت درجة تقلبات الأرباح ("NIBE" σ) طردياً وبدرجة متوسطة مع (WACC1)، وبدرجة قوية فقط مع (KEQ1_Wequity). لكن، ارتبط معدل العائد على الأصول (ROA) عكسياً وبدرجة متوسطة (عند نفس مستوى المعنوية) مع (KD_Wdebt). أخيراً، جاءت معاملات الارتباط بين القدرة الإدارية للمدراء (MA) والمتغيرات الضابطة معنوية عند مستويات مختلفة، وذلك فيما عدا نمو القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Growth). كما، لوحظ أن معاملات الارتباط بين المتغيرات الضابطة، جاءت في معظمها غير معنوية، بينما ما كان معنوي منها كان ضعيف القوى.

10-3 تحليل ومناقشة نتائج اختبارات الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية

يستهدف الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، اختبار تأثير القدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة من خلال حقوق الملكية (تكلفة رأس المال المملوك)، و/أو الاقتراض (تكلفة رأس المال المقترض)، وذلك عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها الثلاثة المختلفة.

لذا، سيعتمد الباحث على تصميم ثلاثة نماذج هيكلية؛ حيث يهتم النموذج الهيكلي الأول (SEM_1)، بتناول تأثير القدرة الإدارية للمدراء (كمتغير مستقل) علي المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من

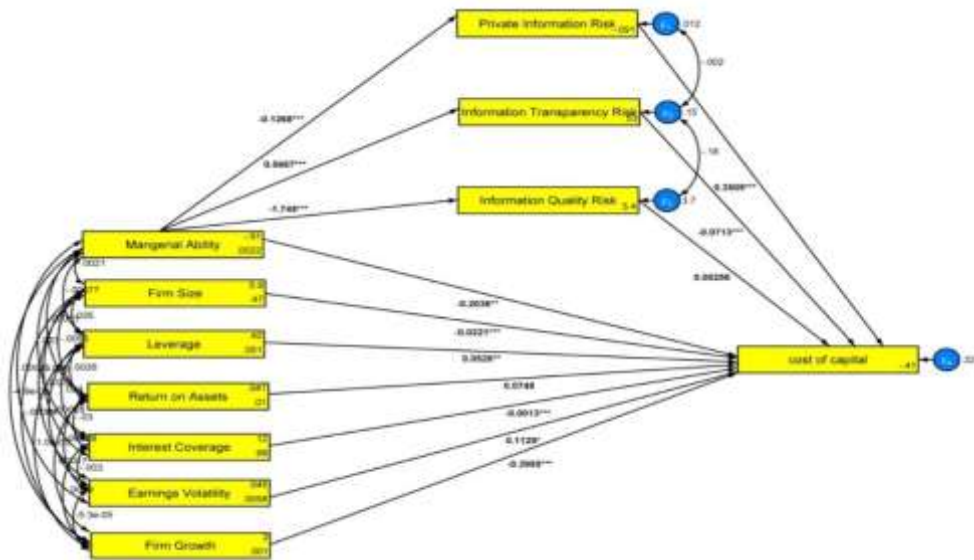
مصادرها المختلفة معاً كمتغير تابع (تكلفة رأس المال المملوك والمقترض معاً)، وذلك عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها الثلاثة (كمتغيرات وسيطة). أما، النموذج الهيكلي الثانى والثالث (SEM_2; SEM_3)، يهتما بتناول نفس المتغيرات فيما عدا المتغير التابع؛ حيث يهتم النموذج الهيكلي الثانى والثالث، بتناول تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، علي التوالي (كمتغير تابع).

قام الباحث، بالتأكد من مدى حسن ملائمة النماذج الهيكلية المصممة فى شكلها النهائى لاختبار الفرض الرئيسى للبحث وفروضه الفرعية، فى ضوء مؤشرات المطابقة - كما هو وارد بملحق البحث. يوضح، الشكل التالى رقم (3)، النماذج الهيكلية المصممة فى شكلها النهائى، بعد التحقق من أنها تامة الملائمة (Perfect Fit)، وذلك لاختبار الفرض الرئيسى للبحث وفروضه الفرعية.

نتائج مؤشرات حسن المطابقة للنموذج الهيكلي الأول: المتوسط المرجح لإجمالى تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة

(SEM_1): Cost of Capital

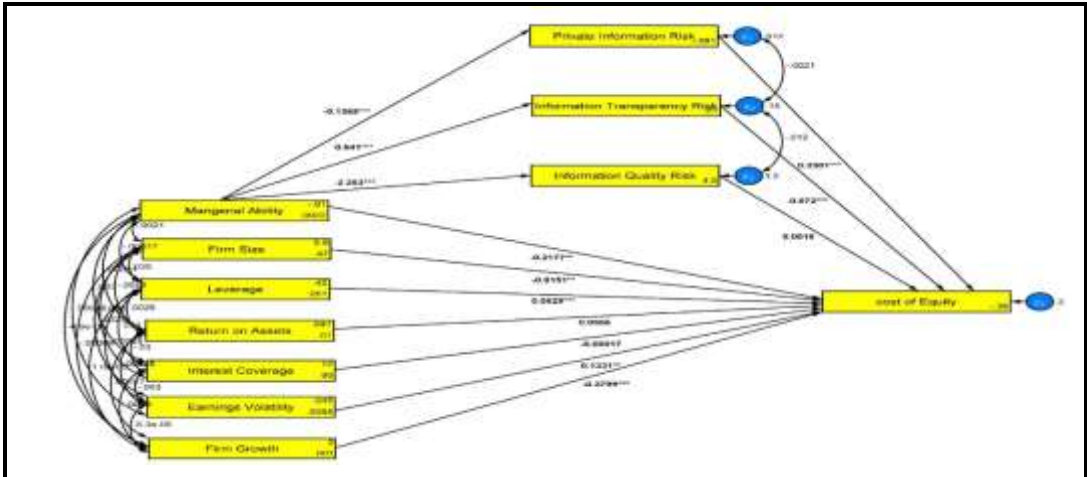
Chi-square (Model Vs. Saturated)	=	0.000	Prob. = -----
Chi-square (baseline Vs. Saturated)	=	0.000	Prob. = -----
CFI = ---- TLI = ---- CD = 0.433 RMSEA = 0.000 AIC = -1450.31 BIC = -1164			



نتائج مؤشرات حسن المطابقة للنموذج الهيكلي الثانى: تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية)

(SEM_2): Cost of Equity

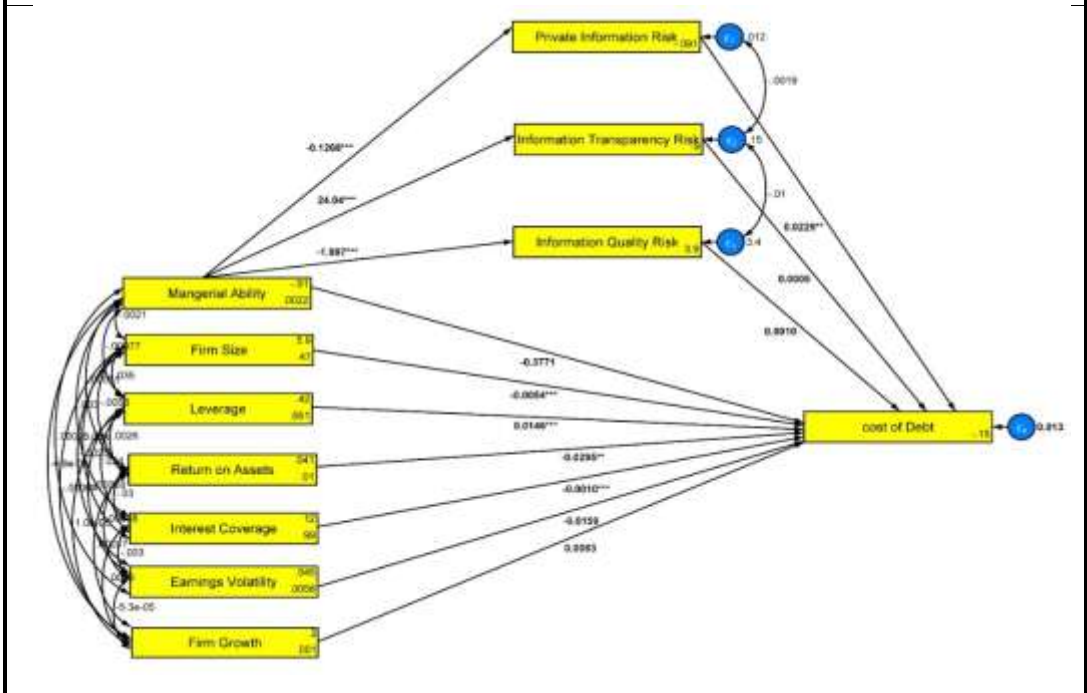
Chi-square (Model Vs. Saturated)	=	0.000	Prob. = -----
Chi-square (baseline Vs. Saturated)	=	0.000	Prob. = -----
CFI = ---- TLI = ---- CD = 0.467 RMSEA = 0.000 AIC = -2645.325 BIC = -2348.117			



نتائج مؤشرات حسن المطابقة للنموذج الهيكلي الثالث: تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض)

(SEM_3): Cost of Debt

Chi-square (Model Vs. Saturated)	=	0.000	Prob. = -----
Chi-square (baseline Vs. Saturated)	=	0.000	Prob. = -----
CFI = ----- TLI = ----- CD = 0.483 RMSEA = 0.000 AIC = -31416.552 BIC = -31119.344			



شكل 3: نتائج اختبارات حسن المطابقة للنماذج الهيكلية النهائية المصممة لاختبار الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية

بعد التحقق من أن النماذج الهيكلية المصممة في شكلها النهائي تامة الملائمة لاختبار الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، يمكن استعراض نتائج النماذج الهيكلية في الجدول التالي رقم (5).

جدول 5: نتائج اختبار الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية

المتغيرات	النموذج الهيكلية الخاص بالتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال SEM_ (1)	النموذج الهيكلية الخاص بتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) SEM_ (2)	النموذج الهيكلية الخاص بتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) SEM_ (3)						
المسارات المرتبطة بتكلفة رأس المال بشكل إجمالي ومن مصادرها المختلفة كل على حدة									
المتغيرات التابعة	→ WACC1	→ KEQ1_Wequity	→ KD_Wdebt						
المتغيرات المستقلة									
MA	-0.2036 (0.0994) ^b	-0.2177 (0.0967) ^b	-0.3771 (0.7756)						
PIR	0.3509 (0.0419) ^a	0.3301 (0.0117) ^a	0.0229 (0.0104) ^b						
ITR	-0.0713 (0.0119) ^a	-0.072 (0.0025) ^a	-0.0005 (0.0029)						
IQR	0.00256 (0.0025)	0.0016 (0.0408)	0.0010 (0.0006)						
Size	-0.0221 (0.0068) ^a	-0.0151 (0.0067) ^b	-0.0054 (0.0017) ^a						
Lev	0.0526 (0.0211) ^b	0.0629 (0.0206) ^a	0.0146 (0.0052) ^a						
ROA	0.0748 (0.0612)	0.0566 (0.0597)	-0.0295 (0.0148) ^b						
Intcov	-0.0013 (0.0005) ^a	-0.00017 (0.0005)	-0.0010 (0.0003) ^a						
σ (NIBE)	0.1129 (0.0602) ^c	0.1331 (0.0585) ^b	-0.0159 (0.0149)						
Growth	-0.3995 (0.1447) ^a	-0.3799 (0.14072) ^a	0.0063 (0.0359)						
_cons	-0.4103 (0.3039)	-0.3923 (0.2955)	-0.1506 (0.3564)						
Obs.	1,740	1,740	1,740						
Wald test for equations									
Chi2	150.93	139.15	179.54						
P. Value	(0.000) ^a	(0.000) ^a	(0.000) ^a						
R ²	0.0143	0.0134	0.0168						
المسارات المرتبطة بمخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها الثلاثة									
المتغيرات التابعة	→PIR	→ITR	→IQR	→PIR	→ITR	→IQR	→PIR	→ITR	→IQR
المتغيرات المستقلة									
MA	-0.1268 (0.023) ^a	0.5667 (0.084) ^a	-1.754 (0.408) ^a	-0.1268 (0.0227) ^a	0.641 (0.084) ^a	-2.253 (0.398) ^a	-0.1268 (0.0227) ^a	24.04 (2.6) ^a	-1.997 (0.398) ^a
_cons	-0.090 (0.021) ^a	0.5263 (0.0763) ^a	5.367 (0.3722) ^a	-0.0906 (0.0207) ^a	0.6079 (0.0765) ^a	4.891 (0.3629) ^a	-0.091 (0.021) ^a	-10.54 (1.191) ^a	5.143 (0.36) ^a
Obs.	1,740			1,740			1,740		
Wald test for equations									
Chi2	31.15	45.46	7542.08	8546.85	31.15	130.09	31.15	132.21	8808.12
P. Value	(0.000) ^a	(0.000) ^a	(0.000) ^a	(0.000) ^a	(0.000) ^a	(0.000) ^a	(0.000) ^a	(0.000) ^a	(0.000) ^a
R ²	0.0030	0.0046	0.4264	0.4575	0.0030	0.0127	0.0544	0.1206	0.6822
Overall R ²	0.433			0.467			0.4832		
Endogenous variables: WACC1, IQR, PIR, ITR. Exogenous variables: Size, Lev, ROA, Intcov, σ (NIBE), Growth.									
Method: Maximum likelihood (ml) with missing values and robust standard errors.									
- a, b, c: تشير إلى مستوى المعنوية عند 1%، و 5%، و 10% على التوالي. - الأرقام داخل الأقواس () تشير إلى قيم (Robust Standard. Error).									
- الأرقام خارج الأقواس () تشير إلى قيم معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات المستقلة (Beta Coefficient).									

في ضوء الجدول السابق، يمكن تحليل النتائج التي تم التوصل إليها تمهيداً لمناقشتها، وذلك على النحو التالي:

10-3-1 تحليل نتائج اختبارات الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية

توصل الباحث في ضوء اختبارات الفرض الرئيسي وفروضه الفرعية، إلى النتائج التالية:

- وجود تأثير مباشر سالب ومعنوي للقدرة الإدارية للمدراء (MA) على المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة من حقوق الملكية والافتراض معاً (WACC1) في النموذج الهيكلي (SEM_1)، وكذلك تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) على حدة (KEQ1_Wequity) في النموذج الهيكلي (SEM_2)، وذلك عند مستوى معنوية (5%)، بينما، لم يكن هناك أي تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمدراء (MA) على تكلفة رأس المال المقترض (KD_Wdebt) على حدة، كما في النموذج الهيكلي (SEM_3). وبالتالي، فإن التأثير المعنوي السالب للقدرة الإدارية (MA) على المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة معاً (WACC1)، يرجع إلى التأثير المعنوي السالب للقدرة الإدارية (MA) على تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) فقط على حدة (KEQ1_Wequity)، وذلك دون التأثير على تكلفة رأس المال المقترض (KD_Wdebt).
- وجود تأثير مباشر سالب ومعنوي للقدرة الإدارية للمدراء (MA) على مخاطر المعلومات المحاسبية بنوعها "مخاطر المعلومات الخاصة (PIR)، مخاطر نقص جودة أو دقة المعلومات المحاسبية (IQR)، وذلك عند مستوى معنوية (1%). كما، لوحظ وجود تأثير مباشر موجب ومعنوي للقدرة الإدارية للمدراء (MA) على شفافية المعلومات المحاسبية "مقياس عكسي لمخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR). من ثم، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء سيصاحبه انخفاضاً في مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة.
- وجود تأثير مباشر موجب ومعنوي لمخاطر المعلومات الخاصة (PIR) على المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، سواء بشكل إجمالي (WACC1) عند مستوى معنوية (1%)، أو بشكل منفرد على مستوى كلٍ من تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وتكلفة رأس المال المقترض (KD_Wdebt)، عند مستوى معنوية (1%، 5%)، على التوالي. وبالتالي، فإن انخفاض مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) سيصاحبها انخفاضاً في تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة سواء بشكل إجمالي (WACC1) أو منفرد (KEQ1_Wequity; KD_Wdebt) كلٍ على حدة.
- وجود تأثير مباشر سالب ومعنوي لشفافية المعلومات المحاسبية "مقياس عكسي لمخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) على المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، سواء بشكل إجمالي (WACC1)، أو بشكل منفرد على مستوى تكلفة رأس المال المملوك فقط (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وذلك عند مستوى معنوية (1%). بينما، لا يوجد تأثير معنوي لنفس نوع

المخاطر على تكلفة رأس المال المقترض (KD_Wdebt)، وذلك عند أى مستوى للمعنوية. بالتالى، فإن ارتفاع شفافية المعلومات (أى انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات) سيقابلها انخفاضاً فى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة سواء بشكل إجمالي (WACCI)، أو بشكل منفرد على مستوى تكلفة رأس المال المملوك "تكلفة حقوق الملكية" (KEQ1_Wequity) فقط.

- عدم وجود تأثير معنوى لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR) على المتوسط المرجح لإجمالى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة سواء بشكل إجمالي (WACCI)، أو منفرد كلياً على حدة (KEQ1_Wequity; KD_Wdebt).

- وجود تأثير سالب ومعنوى لحجم الشركة (Size) "معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعى لإجمالى الأصول" على المتوسط المرجح لإجمالى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة سواء بشكل إجمالي (WACCI) عند مستوى معنوية (1%)، أو بشكل منفرد على مستوى تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity) عند مستوى معنوية (5%)، وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt) عند مستوى معنوية (1%). بالتالى، فإن ارتفاع حجم الشركة سيصاحبه انخفاض معنوى فى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وذلك لأن الشركات كبيرة الحجم ينخفض لديها احتمالات التعرض للمشاكل والضغوط المالية، نتيجة احتفاظها بقدر كبير من الأصول كضمانات للأموال التى يتم الحصول عليها سواء من مصادر داخلية (رأس المال المملوك) أو خارجية (رأس المال المقترض). ومن ثم، تزداد ثقة الجهات المانحة للتمويل داخلياً وخارجياً، بما يسهم فى تخفيض علاوة المخاطر التى يطالب بها حملة الأسهم، كذلك تخفيض معدلات الفائدة على الديون. بالشكل الذى، يؤدى إلى تخفيض تكلفة رأس المال بشكل إجمالي، وأيضاً من مصادرها المختلفة.

- وجود تأثير موجب ومعنوى للرافعة المالية (Lev) على المتوسط المرجح لإجمالى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة سواء بشكل إجمالي (WACCI) عند مستوى معنوية (5%)، أو بشكل منفرد على مستوى تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)، وذلك عند مستوى معنوية (1%). وبالتالى، فإن ارتفاع الرافعة المالية سيصاحبه ارتفاعاً فى تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة سواء بشكل إجمالي (WACCI) أو بشكل منفرد (KEQ1_Wequity; KD_Wdebt)؛ ففى ظل النمو المطرد للرافعة المالية للشركة، تتزايد احتمالات التعرض للمشاكل والضغوط المالية الناتجة عن تزايد علاوة المخاطر التى يطالب بها حملة الأسهم، إلى جانب تزايد أعباء الديون وما يرتبط بها من إشتراطات للمديونية، وذلك خاصة فى ظل انخفاض العوائد المحققة من استثمار الأموال المقترضة، بما يؤدى إلى ارتفاع تكلفة رأس المال من المصادر المختلفة (حقوق الملكية، الاقتراض).

- وجود تأثير سالب ومعنوي لمعدل العائد على الأصول (ROA) على تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt) فقط، وذلك عند مستوى معنوية (5%)، ومن ثم، فإن ارتفاع معدل العائد على الأصول سيقابله انخفاض في تكلفة الاقتراض، والعكس صحيح. ويعكس ذلك، تركيز الجهات المانحة للديون طويلة الأجل عند تحديد تكلفة الاقتراض على مدى كفاءة تشغيل الأصول، والأداء المالي للشركة ككل، وهو ما يبرزه معدل العائد على الأصول.
- وجود تأثير سالب ومعنوي لمعدل تغطية الفوائد (Intcov) على المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة بشكل إجمالي (WACC1)، وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt) فقط، وذلك عند مستوى معنوية (1%)، ويعكس ذلك، اهتمام الجهات المانحة للديون طويل الأجل بمعدل تغطية صافي الدخل التشغيلي للشركة قيمة الفوائد المستحقة عليها، وذلك عند تحديد تكلفة الاقتراض. وبالتالي، كلما زاد معدل تغطية الفوائد تنخفض تكلفة رأس المال وبالأخص المقترض، وذلك استجابة لانخفاض إشتراطات المديونية، وتزايد ثقة الممولين في الملاءة المالية للشركة، وقدرتها على تغطية تكاليف الاقتراض.
- وجود تأثير موجب ومعنوي لتقلبات الأرباح (σ (NIBE)) على كلٍ من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة بشكل إجمالي (WACC1)، وذلك عند مستوى معنوية (10%)، وكذلك تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity) فقط، وذلك عند مستوى (5%). ومن ثم، فإن ارتفاع تقلبات الأرباح سيصاحبه تزايد القلق لدى حمله الأسهم بشأن استمرارية الأرباح وانتظام توزيعات الأرباح، بما يدفعهم نحو المطالبة بتعظيم علاوة المخاطر، وزيادة تكلفة رأس المال بصفة عامة، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية). بينما، لم تتأثر تكلفة الاقتراض بتقلبات الأرباح، وقد يرجع ذلك إلى تركيز الجهات المانحة للديون على استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية بدلاً من استمرارية الأرباح.
- وجود تأثير سالب ومعنوي لنمو القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Growth) على كلٍ من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة بشكل إجمالي (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity) فقط، وذلك عند مستوى (1%). وبالتالي، فإن ارتفاع معدل نمو القيمة الدفترية لحقوق الملكية سيقابله انخفاض في تكلفة رأس المال بصفة عامة وتكلفة حقوق الملكية، وقد يرجع ذلك إلى تزايد ثقة حملة الأسهم في القدرات الإدارية للمدراء وما يوفره من فرص استثمارية ذات صافي قيمة عالية موجبة، بما يدفعهم نحو توجيه المزيد من أموال الملكية وتخفيض علاوة المخاطر التي يتحملونها، وذلك من أجل تنفيذ الخطط والمشروعات الاستثمارية المستقبلية لشركاتهم. بهذا الشكل، تنخفض تكلفة رأس المال بصفة عامة، وتكلفة حقوق الملكية بصفة خاصة.

- معنوية النماذج الهيكلية (SEM_1; SEM_2; SEM_3) بكافة المسارات التي تنتقل من المتغيرات المستقلة وتنتهي بالمتغيرات التابعة سواء الخاصة بتكلفة رأس المال (WACC1; KEQ1_Wequity; KD_Wdebt)، أو الخاصة بمخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها الثلاثة (PIR; ITR; IQR)، وذلك وفقاً لنتائج اختبار (Wald-test)، التي جاءت معنوية عند مستوى (1%) لكل مسارات النماذج الهيكلية المقترحة.
- تبلغ القدرة التفسيرية الإجمالية للمتغيرات المستقلة (القدرة الإدارية للمدراء، مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها الثلاثة والمتغيرات الرقابية) التي تتضمنها النماذج الهيكلية الثلاثة المقترحة (SEM_1; SEM_2; SEM_3) لتفسير تكلفة رأس المال بشكل إجمالي ما قيمته (43%)، ومن المصادر المختلفة كل على حدة (KEQ1_Wequity; KD_Wdebt)، ما قيمته (47%)، (48%) على التوالي. ويعكس ذلك مستوى ملائمة مقبول للنماذج الهيكلية المقترحة لتفسير تكلفة رأس المال بدلالة القدرة الإدارية للمدراء سواء بشكل مباشر، و/أو بشكل غير مباشر عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها الثلاثة (كمتغيرات وسيطة).

10-3-2 مناقشة نتائج اختبارات الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية

في ضوء ما أوضحتها النتائج الإحصائية السابق عرضها، يمكن للباحث مناقشة تلك النتائج، على النحو التالي:

أولاً: مناقشة نتائج التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة

تبين للباحث، في ضوء تحليل النتائج السابق عرضها، أن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء سيقابله انخفاض في المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة معاً (WACC1)، وتحليل هذا الانخفاض في النموذجين الهيكليين ((SEM_ (2); SEM_ (3))، لوحظ أن هذا الانخفاض يرجع إلى انخفاض تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity) فقط، وذلك دون أن يصاحب ذلك انخفاضاً في تكلفة رأس المال المقترض (KD_Wdebt).

لذا، فإن مدراء الشركات ذوى القدرات الإدارية المرتفعة يتوفر لديهم العديد من الخبرات والمهارات التي تؤهلهم لأن يكونوا علي دراية وفهم أفضل لبيئات الأعمال المختلفة والظروف المحيطة بها، بما يمكنهم من القيام بعملية التخصيص الأمثل والفعال للموارد المحدودة الخاصة بها، بما يضمن تحقيق أعلى عائد ممكن، خاصة في أوقات تزايد الأزمات والإشترطات التمويلية، وذلك من خلال التحوط ضد المخاطر المالية بتكوين قدر مناسب من الاحتياطيّات النقدية، بما يتوافق مع الدافع الوقائي للاحتفاظ بالنقدية (السيولة) لتنفيذ المشروعات الاستثمارية التي تدر صافي قيمة حالية موجبة فقط، بالإضافة إلى الوفاء بالتزاماتها ومواجهة المخاطر غير المتوقعة مستقبلاً. ومن ثم، تدنية المخاطر المرتبطة بتدهور التدفقات

النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، بما قد ينعكس إيجابياً علي تخفيض تكلفة رأس المال، وخاصة تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية).

تتفق النتيجة السابقة، مع ما توصلت إليه دراسة كلٍ من Jang et al. (2024); Cho et al. (2021); Dogan and Acar (2020); Bhagat et al. (2011) حول أن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء قد يسهم في تخفيض تكلفة التمويل من خلال رأس المال المملوك (حقوق الملكية)، وذلك نتيجة تخفيض علاوة المخاطر التي قد يطالب بها المساهمين كتعويض لهم في حالة انعدام الثقة لديهم في القدرة الإدارية لمدراء الشركات علي إدارة مواردها بكفاءة وفعالية، وتحقيق الأرباح المستهدفة وإجراء توزيعات للأرباح. بينما، لا تتماشى تلك النتيجة، مع ما أوضحته دراسة كلٍ من الشريف (2023)؛ Khan et al. (2020)، بشأن عدم وجود تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال من مصادر داخلية (حقوق الملكية).

بالإضافة إلى ما سبق، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء قد يسهم في تقييد رغبتهم في الإقبال علي التمويل من خلال الديون طويلة الأجل، لتجنب المراقبة الخارجية لحملة الديون، وتجنب تكاليف المعاملات، وتجنب انتهاك إشتراطات المديونية، والتركيز علي الأنشطة الأساسية بدلاً من تعديل الرافعة المالية، بما يسهم في سرعة تعديل أبطاً للروافع المالية نحو المستويات المستهدفة خاصة في الشركات الأصغر حجماً والأحدث من حيث العمر، وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة Ting et al. (2021)، بشأن انخفاض مستوى الديون بالنسبة للشركات التي يتمتع مدرائها بقدرات إدارية مرتفعة. الأمر الذي، قد يفسر السبب وراء عدم تأثير القدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة التمويل من مصادر خارجية (تكلفة الاقتراض)، خاصة في ظل كفاية مصادر التمويل الداخلية للفرص الاستثمارية المتاحة، وفي نفس التوقيت اتباع مصادر التمويل الخارجية معايير وقواعد صارمة (قواعد البنك المركزي ولجنة بازل) لمنح التمويل الخارجي، وذلك حتى في ظل تمتع المدراء بقدرات إدارية مرتفعة، وهو ما لا يتماشى مع ما أوضحته دراسة كلٍ من Dalwai et al. (2023); Andreou et al. (2017)، حول أن القدرة الإدارية للمدراء تسهم في تخفيض تكلفة الأموال المقترضة، وذلك استغلالاً لما قد توفره من رأس مال معنوي وسمعة تمكنها من إجراء المفاوضات مع الجهات المانحة للتمويل الخارجي، والحصول علي إشتراطات مديونية أكثر ملائمة، بما تتخفف معه معدلات الفوائد علي الديون.

علي النقيض، مما توصل إليه الباحث، أوضحت دراسة كلٍ من Eissa and Hashad (2021); Anom (2018); Habib and Hasan (2017)، وجود تأثير موجب للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال. من ثم، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء يرتبط بالتلاعب في المعلومات المرتبطة بالأداء التشغيلي والاستثماري للشركات التي يديرونها لتحقيق مصالحهم الذاتية، بما يؤثر سلباً علي النتائج المالية للشركات، ويسهم في ارتفاع تكلفة رأس المال.

لأغراض، تفسير التأثير السالب والمعنوي للقدرة الإدارية للمدراء علي إجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، وخاصة تكلفة رأس المال من المصادر الداخلية (تكلفة حقوق الملكية)، وذلك بدلاً من تكلفة رأس المال من مصادرها الخارجية (تكلفة الاقتراض). يقترح الباحث، تقديم مخاطر المعلومات - بأنواعها الثلاثة المختلفة "مخاطر المعلومات الخاصة، مخاطر نقص شفافية المعلومات، مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية" - كأحد القنوات الناقلة للتأثير السالب والمعنوي للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة بشكل منفرد وإجمالي، وذلك تحقيقاً لاختبار الفرض الرئيسي للبحث وفروضه الفرعية، كما سيتم مناقشته لاحقاً علي النحو التالي.

ثانياً: مناقشة نتائج اختبار الدور الوسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة

اهتم الباحث، في النتائج السابق عرضها، ببيان الدور الوسيط لثلاثة أنواع لمخاطر المعلومات المحاسبية؛ وهم: مخاطر المعلومات الخاصة (PIR)، مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR)، ومخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR)، وذلك من أجل تفسير العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال بشكل إجمالي، ومن مصادرها المختلفة كل علي حدة. لذا، سيتم مناقشة الدور الوسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية، علي النحو التالي:

أ- مناقشة نتائج الدور الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة (PIR) في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة

وفقاً، للمقياس الإجرائي الذي اعتمد عليه الباحث في التعبير عن مخاطر المعلومات الخاصة - تمشياً مع دراسة كلٍ من (Khandaker (2011); Khandaker (2013); Saleem and Usman (2022)، والخاص بمدى تزامن أسعار الأسهم (Stock Price Synchronicity) في صناعة معينة مع أسعار أسهم الشركات الأخرى في السوق والصناعة. لوحظ، أن تزايد (انخفاض) التزامن السعري يعكس تزايد (انخفاض) اعتماد عائد سهم الشركة (كمتغير تابع) علي عائد السوق (كمتغير مستقل)، أي انعكاس أقل (متزايد) للمعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية للشركة في سعر السهم الخاص بها أو زيادة (نقص) غموض التقارير المالية، وارتفاع (انخفاض) مخاطر المعلومات الخاصة بالشركة (PIR).

في ضوء ما أسفرت عنه النتائج السابقة، من معنوية لمساري العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال (سواء بشكل إجمالي أو من خلال مصادرها المختلفة كل علي حدة)، عبر توسيط مخاطر المعلومات الخاصة (PIR)، يتضح أن مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) تصلح كقناة لنقل التأثير المباشر السالب والمعنوي للقدرة الإدارية للمدراء لتكلفة رأس المال بشكل إجمالي، ومن مصادرها المختلفة كلٍ

علي حدة. ويرجع ذلك إلى، معنوية التأثير السالب للقدرة الإدارية للمدراء علي مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) (باعتباره المسار الأول للعلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال عبر توسيط (PIR))، وكذلك معنوية التأثير الموجب لمخاطر المعلومات الخاصة (PIR) علي تكلفة رأس المال (سواء بشكل إجمالي أو من خلال مصادرها المختلفة كل علي حدة) (باعتباره المسار الثاني للعلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال عبر توسيط (PIR)). وهو ما تم التحقق منه بواسطة الاختبارات الإحصائية الرسمية وغير الرسمية لتحديد نوعية الوساطة من عمه (Delta; Sobel; Monte Carlo; Baron & Kenny; Zhao, Lynch & Chen's)، والتي يمكن تلخيص نتائجها في الجدول رقم (6)، وذلك علي النحو التالي:

جدول 6: نتائج اختبارات توسيط مخاطر المعلومات الخاصة بالعلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال

النماذج	بنود الاختبارات	Delta	Sobel	Monte Carlo	Baron & Kenny	Zhao, Lynch & Chen's	RIT	RID
SEM (1) → WACC1	Indirect Effect	(-0.045) ^a	(-0.045) ^a	(-0.045) ^a				
	STEP 1 - PIR:MA				(-0.127) ^a			
	STEP 2 - WACC1:PIR				(0.351) ^a			
	STEP 3 - WACC1:MA				(-0.204) ^b	(-0.204) ^b		
	Indirect effect / Total effect					(0.045 / 0.249)	0.18 07	
	Indirect effect / Direct effect					(0.045 / 0.204)		0.221
	Decision: Baron and Kenny approach: As STEP 1, STEP 2 and STEP 3 as well as the Sobel's test above are significant the mediation is partial . Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is significant, STEP 3 is significant and their coefficients point in the same direction, you have competitive mediation (partial mediation). RIT: Meaning that about 18 % of the effect of MA on WACC1 is mediated by PIR. RID: That is, the mediated effect is about 0.2 times as large as the direct effect of MA on WACC1.							
النماذج	بنود الاختبارات	Delta	Sobel	Monte Carlo	Baron & Kenny	Zhao, Lynch & Chen's	RIT	RID
SEM (2) → KEQ1_Wequity	Indirect Effect	(-0.042) ^a	(-0.042) ^a	(-0.042) ^a				
	STEP 1 - PIR:MA				(-0.127) ^a			
	STEP 2- KEQ1_Wequity:PIR				(0.330) ^a			
	STEP 3- KEQ1_Wequity:MA				(-0.218) ^b	(-0.218) ^b		
	Indirect effect / Total effect					(0.0419 / 0.259)	0.16 2	
	Indirect effect / Direct effect					(0.0419 / 0.218)		0.1922
	Decision: Baron and Kenny approach: As STEP 1, STEP 2 and STEP 3 as well as the Sobel's test above are significant the mediation is partial . Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is significant, STEP 3 is significant and their coefficients point in the same direction, you have competitive mediation (partial mediation). RIT: Meaning that about 16 % of the effect of MA on KEQ1_Wequity is mediated by PIR. RID: That is, the mediated effect is about 0.2 times as large as the direct effect of MA on KEQ1_Wequity.							

النماذج	بنود الاختبارات	Delta	Sobel	Monte Carlo	Baron & Kenny	Zhao, Lynch & Chen's	RIT	RID
SEM (3) ↑ KD_Wdebt	Indirect Effect	(-0.003) ^b	(-0.003) ^b	(-0.003) ^b				
	STEP 1 - PIR:MA				(-0.127) ^a			
	STEP 2 - KD_Wdebt:PIR				(0.023) ^b			
	STEP 3 - KD_Wdebt:MA				-0.377	-0.377		
	Indirect effect / Total effect				(0.00292 / 0.3799)		0.008	
	Indirect effect / Direct effect				(0.00292 / 0.377)			0.008
	Decision: Baron and Kenny approach: As STEP 1, STEP 2 and the Sobel's test above are significant and STEP 3 is not significant the mediation is complete . Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is significant and STEP 3 is not significant you have indirect-only mediation (full mediation). RIT: Meaning that about 1 % of the effect of MA on KD_Wdebt is mediated by PIR. RID: That is, the mediated effect is about 0.00 times as large as the direct effect of MA on KD_Wdebt.							
-a: b: c: تشير إلى مستوى المعنوية عند 1%، و 5%، و 10% على التوالي. - الأرقام داخل الأقواس () تشير إلى قيم (Beta Coefficient).								

في ضوء الجدول السابق، يتضح أن مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) تحتفظ بوساطة جزئية (Partial Mediation) في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وكل من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وذلك بسبب معنوية التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي كل من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity). بينما، تحتفظ مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) بوساطة كلية (Full Mediation) في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)؛ وذلك بسبب عدم معنوية التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt).

كما يتضح للباحث، وفقاً لنتائج اختبار (RIT)، أن نسبة مساهمة التأثير غير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال عبر توسيط مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) في التأثير الإجمالي للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال (مجموع التأثير المباشر وغير المباشر معاً)، ما قيمته (18%)، (16%)، (0.8%) وذلك عند تفسير تكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACC1)، وكل من تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity) وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)، علي التوالي. ووفقاً لنتائج اختبار (RID) بلغ التأثير الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة (PIR) في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وكل من تكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، ما قيمته (0.2) مرة من التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال معياراً عنه بـ (WACC1; KEQ1_Wequity). بينما، بلغ التأثير الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة (PIR) ما قيمته (0.01) من التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt).

علي الرغم، من ضآلة التأثير الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة (PIR) عند تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt) مقارنة بتكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، إلا أن هذا التأثير كان معنوياً، ويعبر عن وساطة كاملة وليست جزئية. بناءً على ذلك، يمكن رفض الفرض الفرعي الأول للبحث كلياً؛ والذي ينص على أنه "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر المعلومات الخاصة، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".

من هذا المنطلق، يرى الباحث، أنه تم تأييد ما أشارت إليه نظريتي الموارد والصفوف الإدارية العليا، بشأن الدور الذي تلعبه القدرة الإدارية للمدراء كأحد أهم العوامل عند تحديد ورسم السياسات المالية والتمويلية للشركات، وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة (Baik et al. (2018؛ وذلك لأهمية القدرة الإدارية للمدراء في تحسين البيئة المعلوماتية للشركة، وزيادة تدفق المعلومات حول الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة إلى أسواق رأس المال، بما يسهم في تخفيض مخاطر المعلومات الخاصة حول التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، ومن ثم الحد من محاولات بعض المستثمرين من غير المطلعين (Uninformed Investors) البحث عن المعلومات الخاصة - سواء بطرق مشروعة أو غير مشروعة - وذلك حتى يكونوا في وضع معلوماتي أفضل، مما تتخفف معه تكاليف الحصول على المعلومات من قبل المستثمرين وغيرهم من جهات التمويل الخارجية، ويدفع المستثمرين نحو عدم المطالبة بزيادة علاوة المخاطر، ومعدلات الفائدة على الديون عند الاقتراض من جهات خارجية، من أجل مواجهة مخاطر المعلومات الخاصة التي وصلت إلى مستوياتها الدنيا.

وبالتالي، تسهيل قرار إمداد الشركة بالتمويل اللازم لها سواء من خلال الأسهم أو الديون، وذلك بتكاليف وشروط تعاقدية ملائمة وعند مستويات منخفضة، وذلك بما يتوافق مع نتائج دراسة (Jang et al. (2023)، ويختلف عن نتائج دراسة أحمد (2020)؛ التي تؤيد منظور نظرية الوكالة بشأن الدور السلبي للقدرة الإدارية للمدراء في زيادة غموض التقارير المالية، وزيادة حوافز الإدارة نحو حجب ما قد يتوفر لديها من معلومات خاصة لتعظيم مصالحهم الشخصية على حساب باقى أصحاب المصالح؛ ومن أهمهم، حملة الأسهم وجهات التمويل الخارجية، بما قد يحفز حملة الأسهم والمقرضين (الدائنين) على المطالبة بتعويضات لمواجهة تلك المخاطر، بما قد يؤدي في النهاية إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.

مما سبق، يتضح أهمية مخاطر المعلومات الخاصة في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال معبراً عنها بالمتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة (WACC1)، وكلٍ من تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt).

ب - مناقشة نتائج الدور الوسيط لمخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة

اعتمد الباحث، في التعبير عن مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) - تمثيلاً مع ما أوضحتها دراستي (Barth et al. (2013); Barth et al. (2005)؛ علي بناء مقياسين لشفافية الأرباح المحاسبية (TRANS)، وذلك باستخدام معاملين للتحديد المعدل ($Adjusted R^2$)؛ حيث تم الحصول عليهما من خلال تحديد مدى تباين الأرباح المحاسبية والتغير فيها (كمتغيرات مستقلة) بالتزامن مع عوائد الأسهم (كمتغير تابع)، وذلك علي مستوى كل صناعة من الصناعات التي تنتمي إليها الشركة بشكل سنوي، كذلك علي مستوى المحافظ الاستثمارية الأربعة التي تم تصنيف الشركات إليها، وفقاً لقيمة البواقي المقدر من النموذج المقدر علي مستوى كل صناعة في كل عام. ووفقاً، للمقياس الإجمالي لشفافية الأرباح المحاسبية - كمقياس عكسي لمخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR)، فإن الشفافية الأعلى (المنخفضة) ستؤدي إلى قوة تفسيرية أعلى (منخفضة) في العلاقة بين عوائد الأسهم الخاصة بالشركة (كمتغير تابع) والأرباح المحاسبية وتغيراتها (كمتغيرات مستقلة)، لينبئ ذلك عن انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات المحاسبية في حالة ارتفاع شفافية الأرباح المحاسبية، والعكس صحيح.

في ضوء ما أسفرت عنه النتائج السابقة، من معنوية لمساري العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وكلٍ من تكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وذلك عبر توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR). فإن، مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) تصلح كقناة لنقل التأثير المباشر السالب والمعنوي للقدرة الإدارية للمدراء لتكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACC1)، وخاصة تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity). ويرجع ذلك إلى، معنوية التأثير الموجب للقدرة الإدارية للمدراء علي شفافية الأرباح المحاسبية - أي انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) مع تزايد القدرة الإدارية للمدراء؛ وذلك باعتباره المسار الأول للعلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال عبر توسيط (ITR). وكذلك، معنوية التأثير السالب لشفافية الأرباح المحاسبية كمقياس عكسي لانخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) علي تكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity) - أي أن انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) سيقابله انخفاضاً في تكلفة رأس المال بشكل إجمالي ومن خلال حقوق الملكية؛ وذلك باعتباره المسار الثاني للعلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال عبر توسيط (ITR).

بينما، لم تصلح مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) في أن تلعب دوراً وسيطاً في تفسير العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)، وذلك لعدم معنوية المسار الواصل بين شفافية الأرباح المحاسبية (مقياس عكسي لمخاطر نقص شفافية المعلومات) وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض)؛ وقد يفسر ذلك بأن

الجهات المانحة للتمويل الخارجى لديها فرص أكبر للحصول علي كل ما يلزمها من معلومات من مصادر متعددة، وذلك بخلاف المعلومات التي توفرها التقارير المالية للشركات من أجل تحديد تكلفة رأس المقتترض. من ثم، لا تمثل شفافية الأرباح المحاسبية (كمقياس عكسي لمخاطر نقص شفافية المعلومات) عاملاً محددًا لتحديد تكلفة رأس المقتترض، خاصة وأن الأرباح المحاسبية قد تخضع لسيطرة وتحكم الإدارة، وذلك بفعل المرونة المتاحة لديهم لاختيار الطرق والسياسات المحاسبية التي تحقق ما يستهدفونه من أرباح محاسبية، بغرض تحقيق مصالحهم الذاتية حتى ولو علي حساب مصالح المتبقى من أصحاب المصلحة، خاصة في الفترات التي شهدت عدم استقرار في الظروف الاقتصادية، نتيجة الأزمات السياسية والصحية التي شهدتها بيئة الأعمال المصرية، وما صاحبها من أزمات تمويلية في أوقات تحرير العملة المحلية، ورفع أسعار الفائدة علي القروض، بما أفقد الجهات المانحة للتمويل الخارجى الثقة في شفافية الأرباح المحاسبية، وهدد مصداقيتها في أن تكون محددًا لتكلفة الاقتراض.

لمزيد من التحليلات الإضافية لتحديد نوع الوساطة، تم الاعتماد علي مجموعة من الاختبارات الإحصائية الرسمية وغير الرسمية، والتي يمكن تلخيص نتائجها في الجدول رقم (7)، علي النحو التالي:

جدول 7: نتائج اختبارات توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال

النماذج	بنود الاختبارات	Delta	Sobel	Monte Carlo	Baron & Kenny	Zhao, Lynch & Chen's	RIT	RID	
SEM (1) → WACCI	Indirect Effect	(-0.040) ^a	(-0.040) ^a	(-0.041) ^a					
	STEP 1 - ITR:MA				(0.567) ^a				
	STEP 2 -WACCI:ITR				(-0.071) ^a				
	STEP 3 -WACCI:MA				(-0.204) ^b	(-0.204) ^b			
	Indirect effect / Total effect	(0.040 / 0.244)						0.1639	
	Indirect effect / Direct effect	(0.040 / 0.204)							0.196
	Decision: Baron and Kenny approach: As STEP 1, STEP 2 and STEP 3 as well as the Sobel's test above are significant the mediation is partial. Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is significant, STEP 3 is significant and their coefficients point in the same direction, you have competitive mediation (partial mediation). RIT: Meaning that about 16 % of the effect of MA on WACCI is mediated by ITR. RID: That is, the mediated effect is about 0.2 times as large as the direct effect of MA on WACCI1.								
SEM (2) → KEQ1_Wequity	Indirect Effect	(-0.041) ^a	(-0.041) ^a	(-0.041) ^a					
	STEP 1 - ITR:MA				(0.641) ^a				
	STEP 2-KEQ1_Wequity: ITR				(-0.072) ^a				
	STEP 3- KEQ1_Wequity:MA				(-0.218) ^b	(0.218) ^b			
	Indirect effect / Total effect	(0.046 / 0.264)						0.166	
	Indirect effect / Direct effect	(0.046 / 0.218)							0.211
	Decision: Baron and Kenny approach: As STEP 1, STEP 2 and STEP 3 as well as the Sobel's test above are significant the mediation is partial. Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is significant, STEP 3 is significant and their coefficients point in the same direction, you have competitive mediation (partial mediation). RIT: Meaning that about 17 % of the effect of MA on KEQ1_Wequity is mediated by PIR. RID: That is, the mediated effect is about 0.2 times as large as the direct effect of MA on KEQ1_Wequity.								
SEM (3) → KD_ Wdebt	Indirect Effect	0.0120	0.0120	0.0120					
	STEP 1 - ITR:MA				(-0.127) ^a				
	STEP 2 - KD_ Wdebt:ITR				(0.330) ^a				
	STEP 3 - KD_ Wdebt:MA				(-0.218) ^b	-0.377			
	Indirect effect / Total effect	(0.0120 / 0.389)						0.0308	
	Indirect effect / Direct effect	(0.0120 / 0.377)							0.0318
	Decision: Baron and Kenny approach: As either STEP 1 or STEP 2 (or both) are not significant, there is no mediation. Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is not significant and STEP 3 is not significant you have no effect non mediation (no mediation). RIT: Meaning that about 3 % of the effect of MA on KD_ Wdebt is mediated by ITR. RID: That is, the mediated effect is about 0.03 times as large as the direct effect of MA on KD_ Wdebt.								
a - c: تشير إلى مستوى المعنوية عند 1%، و 5%، و 10% على التوالي. - الأرقام داخل الأقواس () تشير إلى قيم (Beta Coefficient).									

في ضوء الجدول السابق، يتضح أن مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) تحتفظ بوساطة جزئية (Partial Mediation) في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وكل من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وذلك بسبب معنوية التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي كل من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity). هذا بالإضافة إلى، معنوية مسارى العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء علي كل من المتوسط المرجح لإجمالي تكلفة رأس المال (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وذلك عبر توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR).

بينما، لم تحتفظ مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) بأى نوع من الوساطة - سواء بشكل جزئى أو كلي- في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)؛ نظراً لعدم معنوية المسار الثانى للعلاقة غير المباشرة بين مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt) عبر توسيط (ITR). بالإضافة إلى، عدم معنوية التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt).

كما يتضح للباحث، وفقاً لنتائج اختبار (RIT)، أن نسبة مساهمة التأثير غير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال عبر توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) في التأثير الإجمالى للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال (مجموع التأثير المباشر وغير المباشر معاً)، ما قيمته (١٦%)، وذلك عند تفسير تكلفة رأس المال بشكل إجمالى (WACC1)، وهذا التأثير المسئول عنه بالكامل تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وذلك لعدم معنوية التأثير غير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt) عبر توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR).

وفقاً لنتائج اختبار (RID)، بلغ التأثير الوسيط لمخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وكل من تكلفة رأس المال بشكل إجمالى (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، ما قيمته (0.2) مرة من التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال معبراً عنها ب (WACC1; KEQ1_Wequity). لكن، لا يعند بالتأثير الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة (ITR) في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)، نسبة إلى التأثير المباشر للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال المقترض (KD_Wdebt)، وذلك لصاله قيمته (0.03) مرة من التأثير المباشر)، إلى جانب عدم معنوية هذا التأثير.

بناءً على ما سبق، يمكن رفض الفرض الفرعي الثاني للبحث جزئياً؛ والذي ينص على أنه "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية؛ نظراً لعدم تحقق الفرض الفرعي الثاني للبحث على مستوى تكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACC1)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity). بينما، تحقق الفرض الفرعي الثاني للبحث على مستوى تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt).

لذا، فإن انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات استجابةً للاستعانة بالمدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة ستسهم في الحد من تكلفة رأس المال، وخاصة المرتبطة بتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية). بينما، لا يُشكل انخفاض مخاطر نقص شفافية المعلومات استجابة لتزايد القدرة الإدارية للمدراء أى محفز لتخفيض تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض)، وذلك بالنسبة للجهات المانحة للتمويل الخارجي؛ وقد يرجع ذلك إلى عدم اعتماد تلك الجهات على المعلومات التي توفرها التقارير المالية للشركات فقط عند تحديد تكلفة الاقتراض، وذلك لما يتوفر لديها من قدرات وإمكانيات مادية وفنية، تتيح لها الحصول على كل ما يلزمها من معلومات لاتخاذ قرار منح التمويل من عدمه، بالإضافة إلى تحديد تكلفته بناءً على أسس علمية ومصادر متعددة للمعلومات بخلاف التقارير المالية.

من هذا المنطلق، يرى الباحث أن ما توصل إليه الباحث من نتائج على مستوى الفرض الفرعي الثاني، تتفق ما مع ما أوضحتها دراسة كل من: محمد (2021)؛ (2018)، (2011)، Baik et al. بشأن قيام المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة بزيادة تدفق المعلومات المتاحة عن الشركة إلى أسواق رأس المال، لإطفاء المصدقية على توقعات الإدارة بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وتسهيل مهمة جمع وتفسير المعلومات المتاحة عن الشركة بشكل فوري، وذلك بما يعزز البيئة المعلوماتية الخاصة بها، ويحسن من شفافية التقارير المالية الخاصة بها. بالشكل الذي، تتخفف معه مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR)، ويسهم في تعزيز سيولة سوق الأوراق المالية، وتدنية تكاليف المعاملات أو زيادة الطلب على الأوراق المالية للشركة، إلى جانب الحد من مخاطر التقدير غير القابلة للتوزيع والناشئة عن تقديرات المستثمرين لمعدلات العائد على استثماراتهم أو توزيع العوائد، بما قد يسهم في تخفيض توقعات المستثمرين بشأن العلاوة التي قد يطالبون بها لتعويض تلك المخاطر. ومن ثم، تخفيض تكلفة رأس المال، خاصة المرتبطة برأس المال المملوك (حقوق الملكية)، وذلك بما يتوافق مع نتائج دراسة كل من: (2007)، Lambert et al.؛ (2009)، Kothari and Short؛ (2021)، Rjiba et al.؛ (2001)، Healy and Palepu.

جـ - مناقشة نتائج الدور الوسيط لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR) في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادره المختلفة

اعتمد الباحث، في التعبير عن مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR) على تحديد قيمة المكون الاختياري (Discretionary Component) للاستحقاقات المقدرة باستخدام نموذج Dechow

Saleem and Francis et al. (2005) and Dichev (2002) والمطور من قبل (2005)، وذلك تمثيلاً مع دراستي Saleem and Usman (2022); Gray et al. (2009)، وبالتالي، فإن ارتفاع قيمة المكون الاختياري للاستحقاقات سيقابلها ارتفاع في مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR). في ضوء ما أوضحتها النتائج السابق عرضها، لوحظ أنه مع ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء تتخفض مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR). علي الرغم من ذلك، فإن تكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACC1)، تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) (KEQ1_Wequity)، وتكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض) (KD_Wdebt)، لم تتأثر معنوياً استجابة لارتفاع (أو انخفاض) مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR).

من ثم، لا تصلح مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR) كمتغير وسيط في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال علي اختلاف مصادرها (KEQ1_Wequity; KD_Wdebt)، وكذلك بشكل إجمالي (WACC1). وللتحقق من تلك النتائج، تمت الاستعانة ببعض الاختبارات الإحصائية لتأكيد أو نفي عدم وساطة مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR) العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال - باختلاف مقاييسها الإجرائية، ويمكن تلخيص نتائجها في الجدول رقم (8)، وذلك علي النحو التالي:

**جدول 8: نتائج اختبارات توسيط مخاطر نقص جودة أو دقة المعلومات المحاسبية
العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال**

النماذج	بنود الاختبارات	Delta	Sobel	Monte Carlo	Baron & Kenny	Zhao, Lynch & Chen's	RIT	RID	
SEM (1) → WACC1	Indirect Effect	-0.005	-0.005	-0.005					
	STEP 1 - IQR:MA				(-1.764) ^a				
	STEP 2 - WACC1:IQR				0.003				
	STEP 3 - WACC1:MA				(-0.204) ^b	(-0.204) ^b			
	Indirect effect / Total effect	(0.005 / 0.209)						0.0253	
	Indirect effect / Direct effect	(0.005 / 0.204)							0.0245
	Decision: Baron and Kenny approach: As either STEP 1 or STEP 2 (or both) are not significant, there is no mediation . Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is not significant and STEP 3 is significant you have direct-only non-mediation (no mediation). RIT: Meaning that about 2 % of the effect of MA on WACC1 is mediated by IQR. RID: That is, the mediated effect is about 0.0 times as large as the direct effect of MA on WACC1.								
SEM (2) → KEQ1_Wequity	Indirect Effect	-0.003	-0.003	-0.002					
	STEP 1 - IQR:MA				(-2.253) ^a				
	STEP 2 - KEQ1_Wequity:IQR				0.0016				
	STEP 3 - KEQ1_Wequity:MA				(-0.218) ^b	(-0.218) ^b			
	Indirect effect / Total effect	(0.0036 / 0.2216)						0.0162	
	Indirect effect / Direct effect	(0.0036 / 0.218)							0.0165
	Decision: Baron and Kenny approach: As either STEP 1 or STEP 2 (or both) are not significant, there is no mediation . Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is not significant and STEP 3 is significant you have direct-only non-mediation (no mediation). RIT: Meaning that about 2 % of the effect of MA on KEQ1_Wequity is mediated by IQR. RID: That is, the mediated effect is about 0.2 times as large as the direct effect of MA on KEQ1_Wequity.								
SEM (3) → KD_Wdebt	Indirect Effect	-0.002	-0.002	-0.002					
	STEP 1 - IQR:MA				(-1.997) ^a				
	STEP 2 - KD_Wdebt:IQR				0.001				
	STEP 3 - KD_Wdebt:MA				-0.377	-0.377			
	Indirect effect / Total effect	(0.002 / 0.379)						0.005	
	Indirect effect / Direct effect	(0.002 / 0.377)							0.005
	Decision: Baron and Kenny approach: As either as either STEP 1 or STEP 2 (or both) are not significant, there is no mediation . Zhao, Lynch & Chen's approach: As the Monte Carlo test above is not significant and STEP 3 is not significant you have no effect non mediation (no mediation). RIT: Meaning that about 1 % of the effect of MA on KD_Wdebt is mediated by IQR. RID: That is, the mediated effect is about 0.0 times as large as the direct effect of MA on KD_Wdebt.								

a-، b: تشير إلى مستوى المعنوية عند 1%، و 5%، و 10% على التوالي. - الأرقام داخل الأقواس () تشير إلى قيم (Beta Coefficient).

في ضوء الجدول السابق، تم تأكيد النتيجة الخاصة بعدم وضوح الدور الوسيط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR) في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال (باختلاف المقاييس الإجرائية المعبرة عنها). والسبب في ذلك، يرجع إلى عدم معنوية أحد مساري العلاقة غير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال عبر توسيط (IQR)، وخاصة المسار الواصل بين مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية وتكلفة رأس المال، وذلك علي النقيض من معنوية المسار الواصل بين القدرة

الإدارية للمدراء و (IQR). كذلك، لوحظ وفقاً لنتائج اختباري (RIT, RID) ضالة التأثير الوسيط لـ (IQR) نسبة إلى كلٍ من التأثير الكلي للعلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال بكافة مساراتها المباشرة وغير المباشرة، وكذلك نسبة إلى التأثير المباشر لتلك العلاقة علي حدة.

من ثم، يمكن قبول الفرض الفرعي الثالث كلياً، والذي ينص علي أنه "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء علي تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، وذلك بالتطبيق علي الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".

في هذا الإطار، يرى الباحث أن نتائج الفرض الفرعي الثالث، تتوافق مع ما أوضحته دراسة Cohen (2003)، حول أن مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية تعد من قبيل المخاطر الخاصة (وليس المخاطر المنتظمة)، التي قد لا يتم تسعيرها من قبل المستثمرين، وغيرهم من جهات التمويل الخارجية، ويتفق ذلك مع ما بينته دراسة Core et al. (2008)، بشأن عدم تسعير (تقييم) جودة الاستحقاقات كأحد المقاييس التقريبية لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، وذلك عند تحديد تكلفة رأس المال المملوك. وبالتالي، فإن تقديم الشركات معلومات محاسبية علي درجة عالية من الجودة، ليس من الضروري أن يقابله انخفاض في تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، بما يهدد الدور الوسيط لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال.

بينما، أوضحت دراسة Francis et al. (2004)، أن مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية تعد من قبيل عوامل المخاطرة غير القابلة للتوزيع، كما أن هذه المخاطر يتم تسعيرها عند تحديد تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، كما أوضحت دراسة Lambert et al. (2007)، أهمية متوسط الدقة المقدر - للمعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية للشركة - من قبل المستثمرين كمحدد للعائد المتوقع علي الاستثمار في الأوراق المالية الخاصة بالشركة، ومن ثم تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية). كذلك، لا تتوافق نتائج الفرض الفرعي الثالث مع ما أوضحته دراستي (2012); Bhattachaya et al. (2011); Ng، بشأن ارتفاع جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية، قد يرسل إشارات أكثر دقة للسوق، بما قد ينعكس إيجابياً علي تخفيض مخاطر السوق، وتخفيض تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة.

أخيراً، يمكن تلخيص نتائج قبول أو رفض الفرض الرئيسي وفروضه الفرعية، في ضوء استخلاص التأثيرات المباشرة وغير المباشرة للعلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة محل البحث، وذلك كما يوضح الجدول رقم (9) التالي:

جدول 9: ملخص نتائج الفرض الرئيسي وفروضه الفرعية

القرار	الفرض الرئيسي للبحث				
رفض جزئي	"لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".				
القرار	الفروض الفرعية				
رفض كلي	الفرض الفرعي الأول: "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر المعلومات الخاصة (PIR)، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".				
	نوع الوساطة	التأثير الكلي	التأثير غير المباشر	التأثير المباشر	المسارات
رفض	وساطة جزئية	-0.2491 (0.042) ^a	-0.0445 (0.1878) ^a	-0.2036 (0.0994) ^b	WACC1 ← PIR ← MA
رفض	وساطة جزئية	-0.2595 (0.0047) ^a	-0.0419 (0.1447) ^a	-0.2177 (0.0967) ^b	KEQ1_Wequity ← PIR ← MA
رفض	وساطة كلية	-0.004 (0.0066) ^b	-0.004 (0.0066) ^b	No Significance	KD_Wdebt ← PIR ← MA
رفض جزئي	الفرض الفرعي الثاني: "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR)، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".				
	نوع الوساطة	التأثير الكلي	التأثير غير المباشر	التأثير المباشر	المسارات
رفض	وساطة جزئية	-0.244 (0.084) ^a	-0.040 (0.023) ^a	-0.2036 (0.0994) ^b	WACC1 ← PIR ← MA
رفض	وساطة جزئية	-0.264 (0.1407) ^a	-0.0462 (0.020) ^a	-0.2177 (0.0967) ^b	KEQ1_Wequity ← PIR ← MA
قبول	لا توجد وساطة	No Significance	No Significance	No Significance	KD_Wdebt ← PIR ← MA
قبول كلي	الفرض الفرعي الثالث: "لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال بمكوناتها المختلفة (تكلفة حقوق الملكية و/أو تكلفة الاقتراض) عبر توسيط مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR)، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية".				
	نوع الوساطة	التأثير الكلي	التأثير غير المباشر	التأثير المباشر	المسارات
قبول	لا توجد وساطة	-0.2036 (0.0994) ^b	No Significance	-0.2036 (0.0994) ^b	WACC1 ← PIR ← MA
قبول	لا توجد وساطة	-0.2177 (0.0967) ^b	No Significance	-0.2177 (0.0967) ^b	KEQ1_Wequity ← PIR ← MA
قبول	لا توجد وساطة	No Significance	No Significance	No Significance	KD_Wdebt ← PIR ← MA
a - تشير إلى مستوى المعنوية عند 10%، و 5%، و 10% على التوالي. - الأرقام داخل الأقواس () تشير إلى قيم (Robust Standard. Error).					
- الأرقام خارج الأقواس () تشير إلى قيم معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات المستقلة (Beta Coefficient).					
حيث إن:					
(WACC1): المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة، (KEQ1_Wequity): تكلفة رأس المال المملوك "تكلفة حقوق الملكية"، (KD_Wdebt): تكلفة رأس المال المقترض "تكلفة الاقتراض"، (MA): القدرة الإدارية للمدراء، (PIR): مخاطر المعلومات الخاصة، (ITR): مخاطر نقص شفافية المعلومات، (IQR): مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية.					

في ضوء الجدول السابق، يتضح أن مخاطر المعلومات الخاصة (PIR) تلعب دوراً وسيطاً (مع اختلاف نوع الوساطة) في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها

المختلفة (KEQ1_Wequity; KD_Wdebt) وبشكل إجمالي (WACCI). كذلك، تحتفظ مخاطر نقص شفافية المعلومات (ITR) بدوراً وسيطاً (وساطة جزئية) في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال بشكل إجمالي (WACCI)، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) فقط (KEQ1_Wequity)، وذلك دون عن تكلفة رأس المال المقترض (KD_Wdebt). علي النقيض، لم تحتفظ مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية (IQR) بأى دور وسيط في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة كلٍ علي حدة وبشكل إجمالي؛ نظراً لعدم استيعاب (تقييم) المستثمرين والدائنين لمخاطر انخفاض جودة المعلومات المحاسبية، وذلك عند تحديد تكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض.

لذا، يتم رفض الفرض الرئيسي للبحث - الذي تمت صياغته في شكل الفرض العدمي - بشكل جزئي. لكن، يجب أن تؤخذ نتائج البحث بنوع من الحذر، نظراً لوجود بعض القيود التي تحد من إمكانية تعميم تلك النتائج، والتي سيتم ذكرها في الجزء التالي.

10-3-3 حدود النتائج

يرى الباحث، ضرورة التعامل مع النتائج التي تم التوصل إليها بنوع من الحذر، وذلك لما قد يثار حولها من انتقادات نتيجة لبعض المبررات، من أهمها:

- اعتمد الباحث، علي نموذج (Demerjian et al. (2012، باعتباره الأكثر شيوعاً واستخداماً من قبل الدراسات السابقة في التعبير عن القدرة الإدارية للمدراء، علي الرغم من أن نتائج هذا النموذج، تعاني من بعض القيود أو المحددات المرتبطة بأخطاء قياس المتغيرات المحاسبية التي تم استخدامها في المرحلة الأولى عند تحديد درجة الكفاءة الكلية للشركات، كما تم في المرحلة الثانية استبعاد (تجاهل أو حذف) بعض العوامل التي تؤثر علي كفاءة الشركة وقدرتها الإدارية، بسبب عدم توافر البيانات، ومنها نفقات البحوث والتطوير. كذلك، فإن قيمة البواقي التي يتم التعامل معها كمقياس تقريبي للقدرة الإدارية للمدراء، قد تتضمن بعض العوامل التي لا يمكن إرجاعها مباشرة إلى القدرة الإدارية للمدراء.

- اعتمد الباحث، علي نموذج (Barth et al. (2013، لقياس مخاطر نقص شفافية المعلومات وخاصة الأرباح المحاسبية، وذلك دون عن باقي المعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية للشركات.

- دمج بعض القطاعات الاقتصادية مع بعضها البعض، وفقاً للتقسيم الاقتصادي للقطاعات علي مستوى الدولة، وذلك لاستيفاء متطلبات تطبيق النموذج الخاص بقياس مخاطر نقص شفافية المعلومات، نظراً لانخفاض عدد الشركات المقيدة والمتداول أسهمها، وذلك وفقاً للتقسيم القطاعي بالبورصة المصرية.

- الفترة الزمنية محل البحث، والتي كان يغلب عليها عدم استقرار الظروف الاقتصادية، نتيجة تعرض بيئة الأعمال المصرية للعديد من الأزمات المالية؛ ابتداءً بالأزمة المالية العالمية في عام 2008، وما تلاها من أزمات سياسية نتيجة ثورة 25 يناير 2011 و 30 يونيو 2013، وكذلك أزمات تمويلية تضرر علي إثرها بعض القطاعات؛ وذلك نتيجة البدء في تحرير سعر صرف العملة المحلية في نوفمبر عام 2016، وما

تلا ذلك من تفشى لجائحة كوفيد (كوفيد -19) فى عام 2020، وانتقال لنظام عملة مرن فى أكتوبر 2022، وارتفاع لأسعار الفائدة ومعدلات التضخم، بما قد يؤثر على صحة النتائج التى تم التوصل إليها بشأن العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال (وفق مقاييسها الإجرائية المختلفة)، عبر توسط مخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة.

11. الخلاصة وأهم مجالات البحوث المستقبلية

استهدف البحث، اختبار تأثير القدرة الإدارية للمدراء على تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة وبشكل إجمالى، بالإضافة إلى الكشف عن ما إذا كان هناك دور وسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية بأنواعها المختلفة (مخاطر المعلومات الخاصة، مخاطر نقص شفافية المعلومات، مخاطر نقص جودة "أو دقة" المعلومات المحاسبية)، يجعلها تصلح كقناة لنقل تأثير القدرة الإدارية للمدراء لتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة كل على حدة، وبشكل إجمالى. فى هذا السياق، استخلص الباحث النتائج التالية:

- توفير الدليل العلمى، حول الدور الإيجابى للمدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة فى تخفيض تكلفة رأس المال بشكل إجمالى، وبالأخص تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية)، وذلك دون التأثير على تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض). بالتالى، يؤثر المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة على المستثمرين من حملة الأسهم (الحاليين والمرقبين) للحصول على التمويل اللازم للشركات التى يديرونها بتكلفة مقبولة ومنخفضة، وذلك دون اللجوء إلى الجهات المانحة للتمويل الخارجى ذوي الإشتراطات المتعسفة فى بعض الأحيان، خاصة فى فترات الأزمات المالية والسياسية؛ التى قد تفرض أزمات تمويلية، قد تجبر المدراء على تفضيل عدم اللجوء لمصادر التمويل الخارجية فى البداية، لتنفيذ المشروعات الاستثمارية ذات صافى القيمة الحالية الموجبة.

- توفير الدليل العلمى، حول الدور الوسيط لمخاطر المعلومات الخاصة فى تفسير انخفاض تكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة كل على حدة وبشكل إجمالى، وذلك استجابة لتزايد القدرة الإدارية للمدراء. ومن ثم، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء سيساهم فى تخفيض مخاطر المعلومات الخاصة، وزيادة تدفق المعلومات، وتخفيض تكاليف المعاملات بصفة عامة، وخاصة تخفيض تكاليف تجميع ومعالجة المعلومات، بما ينعكس بدوره على تخفيض تكلفة رأس المال بصفة عامة من كافة مصادرها كل على حدة، وكذلك بشكل إجمالى.

- توفير الدليل العلمى، حول الدور الوسيط لمخاطر نقص شفافية المعلومات فى تفسير انخفاض تكلفة رأس المال بشكل إجمالى، وتكلفة رأس المال المملوك (تكلفة حقوق الملكية) فقط دون التأثير على تكلفة رأس المال المملوك (تكلفة الاقتراض)، وذلك استجابة لتزايد القدرة الإدارية للمدراء. بالتالى، تزداد أهمية شفافية المعلومات بالنسبة للمستثمرين من حملة الأسهم عند تحديد تكلفة رأس المال المملوك (تملفة حقوق الملكية)، وتحديد ما يطلبونه من علاوة لمواجهة تلك المخاطر، خاصة فى ظل الاستعانة بالمدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة. لكن، لا تشكل شفافية المعلومات (وخاصة الأرباح المحاسبية) عاملاً ذو

أهمية عند تحديد تكلفة رأس المال المقترض (تكلفة الاقتراض)، وذلك بغض النظر عن القدرة الإدارية للمدراء؛ وقد يفسر ذلك، بعدم ثقتهم في شفافية الأرباح المحاسبية، وذلك لخضوعها لسيطرة وتحكم الإدارة، إلى جانب احتفاظهم بالعديد من مصادر المعلومات بخلاف التقارير المالية، لاتخاذ قرار منح الائتمان وتحديد تكلفته.

- توفير الدليل العلمي، حول عدم ثبوت الدور الوسيط لمخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية في تفسير العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال من مصادرها المختلفة كلٍ علي حدة، وكذلك بشكل إجمالي. وهذا يعكس، عدم تقييم (تسعير) مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية من قبل المستثمرين من حملة الأسهم وغيرهم من الجهات المانحة للتمويل الخارجي، وذلك عند تحديد تكلفة رأس المال بصفة عامة، وقد يرجع ذلك انخفاض ثقتهم في مستوى الجودة (أو الدقة) الذى تعد به الشركات معلوماتها المحاسبية، خاصة فى أوقات عدم الاستقرار الاقتصادى والسياسى التى سيطرت علي معظم فترات البحث، بما تسبب فى عدم وضوح الدور الوسيط لها فى العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال (باختلاف مقاييسها الإجرائية)، وذلك علي الرغم من وضوح الدور الإيجابي للقدرة الإدارية للمدراء فى تخفيض مخاطر نقص جودة (أو دقة) المعلومات المحاسبية.

فى ضوء ما تم استخلاصه من نتائج وما يرتبط بها من محاذير، بالإضافة إلى ما قدمه الباحث سابقاً من حدود للبحث، يمكن إلقاء الضوء علي أهم مجالات البحوث المستقبلية، فى النقاط التالية:

- تكرار نفس الدراسة الحالية، مع تناول الخصائص السلوكية للمدراء من خلال عمل مقياس تجميعي لأكثر من خاصية سلوكية؛ كالثقة الإدارية الزائدة، والتفاؤل (أو التشاؤم) الزائد، وقصر النظر الإداري، والتوجه نحو تحمل المخاطر (Risk Attitude) من عدمه.
- تكرار نفس الدراسة الحالية، مع استخدام عدة مقاييس إجرائية لقياس القدرة الإدارية للمدراء، وتكلفة رأس المال. كذلك، تناول مقاييس إجرائية بديلة أخرى للتعبير عن نواحي مختلفة لمخاطر المعلومات المحاسبية.
- تكرار نفس الدراسة الحالية مع التركيز علي قطاع البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك.
- اختبار تأثير خصائص البيئة الرقابية كمتغيرات مُعدلة للعلاقة المباشرة (وغير المباشرة) بين القدرة الإدارية للمدراء وتكلفة رأس المال عبر توسط مخاطر المعلومات المحاسبية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- إبراهيم، أحمد كمال مطاوع (2021). أثر آليات الحوكمة ونمط الملكية على العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وجودة الأرباح (دراسة تطبيقية). *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، 7(12)، 1071-1118.
- إبراهيم، إيهاب عبد الفتاح محمد؛ العوام، عاطف محمد. (2016). قياس تأثير القدرة الإدارية على جودة الأرباح المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، 4(أكتوبر)، 413-434.
- أحمد، عماد محمد رياض (2020). العلاقة بين آليات حوكمة الشركات ومستوي الإفصاح الإختياري وتأثيرها التفاعلي على الأداء بالشركة: دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة في سوق الأسهم السعودي. *مجلة الفكر المحاسبى*، 24(4)، 358 - 409.
- السعدى، عصام حسين محمد حسن؛ الخولى، هالة عبد الله؛ كمال، أميرة محمد (2022). دراسة تحليلية للعلاقة بين القدرة الإدارية وممارسات تمهيد الدخل وآثارها على جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، 13(4)، 572-618.
- الشواربي، محمد؛ محمد، محمد فوزى (2024). تأثير المقدره الإدارية على عدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية (دراسة إمبريقية). *مجلة جامعة الصالحية الجديدة للعلوم الإدارية والاقتصادية*، العدد الأول، 184-238.
- الشريف، محمود مصطفى منصور (2023). قياس مدى تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، في بيئة الأعمال المصرية: دراسة عملية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، 2(2)، 49-578.
- الصاوى، عفت أبو بكر محمد (2022). دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، 3(1) ج2، 263 - 328.
- جمعة، غادة محمد إبراهيم؛ السجاعي، محمود محمود إبراهيم؛ الغندور، مصطفى عطية. (2017). أثر جودة الأرباح المحاسبية على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، 41(2)، 309-331.
- عبد الونيس، إيمان محمد. (2017). قياس أثر الروابط السياسية على تكلفة رأس المال وعوائد الأسهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية. رسالة دكتوراه في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.

- عيسى، عارف محمود كامل؛ حشاد، طارق محمد عمر. (2021). قياس أثر القدرة الإدارية على المحتوى الإعلامي لممارسات تمهيد الدخل في بيئة الأعمال المصرية: دراسة عملية، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، 2(2)، 317-371.
- محمد، حميدة محمد عبدالمجيد. (2020). قياس أثر القدرة الإدارية على الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. الإدارة العامة، 61 (1)، 87-158.
- محمد، حميدة محمد عبدالمجيد. (2021). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة الإفصاح المحاسبي في الشركات السعودية. *مجلة الفكر المحاسبي*، 25(1)، 246-287.
- محمد، حميدة محمد عبدالمجيد؛ الشهري، العنود محمد أحمد. (2023). أثر القدرة الإدارية علي جودة التقارير المالية في الشركات السعودية: دور حوكمة الشركات كمتغير معدل، *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، 10(2)، 128-198.
- مليجي، مجدى مليجي عبد الحكيم. (2019). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، 3(3)، 296-383.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abernathy, J. L., Kubick, T. R., and Masli, A. (2018). Evidence on the Relation between Managerial Ability and Financial Reporting Timeliness. *International Journal of Auditing*, 22(2), 185-196.
- Ackert, L. F., Church, B. K., Venkataraman, S., and Zhang, P. (2019). The Joint Impact of Accountability and Transparency on Managers' Reporting Choices and Owners' Reaction to those Choices. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(2), 130-145.
- Agarwal, V., Taffler, R., and Brown, M. (2011). Is Management Quality Value Relevant?. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(9-10), 1184-1208.
- Aldamen, H., and Duncan, K. (2012). Does Adopting Good Corporate Governance Impact the Cost of Intermediated and Non Intermediated Debt?. *Accounting and Finance*, 52, 49-76.
- Amin, R. A. S. E., and Mohamed, H. Z. E. (2023). A Reference Study to Rooting the Cost of Capital. *Journal of Business and Environmental Sciences*, 2(2), 390-430.

- Andreou, P. C., Karasamani, I., Louca, C., and Ehrlich, D. (2017). The Impact of Managerial Ability on Crisis-Period Corporate Investment. *Journal of Business Research*, 79(1), 107-122.
- Anom, A. N. M. (2018). The Effect of Managerial Ability on Firm Performance with Earning Management as Intervening Variable. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 80(8), 149-155.
- Baik, B., Brockman, P. A., Farber, D. B., and Lee, S. (2018). Managerial Ability and the Quality of Firms' Information Environment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 33(4), 506-527.
- Baik, B., Choi, S., and Farber, D. B. (2020). Managerial Ability and Income Smoothing. *The Accounting Review*, 95(4), 1-22.
- Baik, B., Choi, S., Farber, D. B., and Zhang, J. (2012). Managerial Ability and Earnings Quality: An International Analysis. *In SOAR Seminar Series*, 1(1), 1-48.
- Baik, B. O., Farber, D. B., and Lee, S. A. M. (2011). CEO Ability and Management Earnings Forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1645-1668.
- Bamber, L. S., Jiang, J., and Wang, I. Y. (2010). What's My Style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, 85(4), 1131-1162.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., Hand, J. R., and Landsman, W. R. (2005). Accruals, Accounting- Based Valuation Models, and the Prediction of Equity Values. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 20(4), 311-345.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., and Landsman, W. R. (2013). Cost of Capital and Earnings Transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 206-224.
- Bebchuk, L., and Fried, J. (2004). Stealth Compensation via Retirement Benefits. *Berkeley Business Law Journal*, 1, 291-326.
- Bebchuk, L., Fried, J., and Walker, D. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *The University of Chicago Law Review*, 69, 751-846.

- Bertrand, M., and Schoar, A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208.
- Bhagat, S., Bolton, B., and Subramanian, A. (2011). Manager Characteristics and Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1581–1627.
- Bharath, S. T., Sunder, J., and Sunder, S. V. (2008). Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1–28.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., and Welker, M. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, 78(3), 641–678.
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2012). Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review*, 87(2), 449–482.
- Bhutta I, A., Sheikh, M. F., Munir, A., Naz, A., and Saif, I. (2021). Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market. *Cogent Business and Management*, 8(1), 1–22.
- Block, S. B., Hirt, G. A., and Danielsen, B. R. (2019). *Foundations of Financial Management*. McGraw-Hill.
- Bloomfield, M. J., and Bloomfield, R. (2015). Discussion of Delegated Trade and the Pricing of Public and Private Information. *Journal of Accounting and Economics*, 60(2–3), 104–109.
- Bloomfield, R., and Fischer, P. E. (2011). Disagreement and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 41–68.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., and Smith, A. J. (2004). What Determines Corporate Transparency?. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252.
- Bonsall IV, S. B., Holzman, E. R., and Miller, B. P. (2017). Managerial Ability and Credit Risk Assessment. *Management Science*, 63(5), 1425–1449.
- Botosan, C. A., and Plumlee, M. A. (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21–40.

- Boujelbene, Y., and Besbes, L. (2012). The Determinants of Information Asymmetry between Managers and Investors: A Study on Panel Data. *IBIMA Business Review*, 1, 1–11.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., and Smith, A. J. (2004). What Determines Corporate Transparency?. *Journal of Accounting Research*, 42 (2), 207–252.
- Callahan, C.M. Lee, C.M.C. and Yohn, T.L. 1997. Accounting Information and Bid ask spreads. *Accounting Horizons* 11 (4): 50–60.
- Chemmanur, J. T., and Paeglis, I. (2005). Management Quality, Certification, and Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 76 (2), 331–368.
- Chemmanur, J. T., Paeglis, I., and Simonyan, K. (2009). Management Quality Financial Investments and Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (5), 1045–1079.
- Chen, K. C., Chen, Z., and Wei, K. J. (2011). Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 46 (1), 171–207.
- Cho, H., Choi, G. Y., and Choi, S. (2021). Is Managerial Ability Associated with Capital Structure Adjustment Speed?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50 (3), 308–333.
- Choi, W., Han, S., Jung, S. H., and Kang, T. (2015). CEO's Operating Ability and the Association Between Accruals and Future Cash Flows. *Journal of Business Finance and Accounting*, 42 (5–6), 619–634.
- Claus, J., and Thomas, J. (2001). Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets. *The Journal of Finance*, 56 (5), 1629–1666.
- Cohen, D. A. (2004). Quality of Financial Reporting Choice: Determinants and Economic Consequences. Northwestern University. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=422581> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.422581>.

- Comerton-Forde, C., and Rydger, J. (2006). Director Holdings, Shareholder Concentration and Illiquidity. Available at:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=713181.
- Core, J. E., Guay, W. R., and Verdi, R. (2008). Is Accruals Quality a Priced Risk Factor?. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 2-22.
- Cornaggia, K. J., Krishnan, G. V., and Wang, C. (2017). Managerial Ability and Credit ratings. *Contemporary Accounting Research*, 34(4), 2094-2122.
- Cornaggia, J., Mao, Y., Tian, X., and Wolfe, B. (2015). Does Banking Competition Affect Innovation?. *Journal of Financial Economics*, 115(1), 189-209.
- Custódio, C., Ferreira, M. A., and Matos, P. (2013). Generalists versus Specialists: Lifetime Work Experience and Chief Executive Officer Pay. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 471-492.
- Dahiya, S., Iannotta, G., and Navone, M. (2017). Firm Opacity Lies in the Eye of the Beholder. *Financial Management*, 46(3), 553-592.
- Dalwai, T., Habib, A. M., Mohammadi, S. S., and Hussainey, K. (2023). Does Managerial Ability and Auditor Report Readability Affect Corporate Liquidity and Cost of Debt?. *Asian Review of Accounting*, 31(3), 437-459.
- Daromes, F. E., and Ng, S. (2022). Firm Value Effect of Managerial Ability and External Control Mechanism: Mediation Role of Financial Reporting Quality. *In 4th Asia Pacific Management Research Conference*, 284-300.
- Dasgupta, S., and Ding, F. (2010). Search Intermediaries, Internal Labor Markets, and CEO Pay. Available at SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=1540437> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1540437>.
- Dechow, P. M., and Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(S-1), 35-59.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., and McVay, S. E. (2013). Managerial Ability and Earnings Quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.

- Demerjian, P., Lev, B., and McVay, S. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248.
- Demerjian, P., Lewis-Western, M., and McVay, S. (2020). How Does Intentional Earnings Smoothing Vary with Managerial Ability?. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 35(2), 406–437.
- Dogan, B., and Acar, M. (2020). The Impact of Corporate Governance on Cost of Capital: An Application on the Firms in the Manufacturing Industry in Borsa Istanbul. *CES Working Papers*, XII(1), 65–88.
- Easley, D., and O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583.
- Easton, P. D. (2004). PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *The Accounting Review*, 79(1), 73–95.
- Eckles, D. L., Halek, M., and Zhang, R. (2014). Information Risk and the Cost of Capital. *Journal of Risk and Insurance*, 81(4), 861–882.
- El-Gazzar, S. M. (2006). Transparency in Financial Reporting and Investors' Confidence: The Case of CEO's and CFO's Certification of Financial Statements in The Kingdom of Saudi Arabia and U.S.A. *Working paper*, Pace University.
- Eissa, A. M., and Hashad, T. M. (2021). The Effect of Managerial Ability on Financial Reporting Timeliness: Egypt Evidence. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 7(3), 86–103.
- Eisfeldt, A. L., and Papanikolaou, D. (2013). Organization Capital and the cross-Section of Expected Returns. *The Journal of Finance*, 68(4), 1365–1406.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Ferris, S. P., Javakhadze, D., and Rajkovic, T. (2017). The International Effect of Managerial Social Capital on the Cost of Equity. *Journal of Banking and Finance*, 74, 69–84.

- Francis, J., Huang, A. H., Rajgopal, S., and Zang, A. Y. (2008). CEO Reputation and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 109-147.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., and Schipper, K. (2005). The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., and Schipper, K. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Frankel, R., and Li, X. (2004). Characteristics of a Firm's Information Environment and the Information Asymmetry between Insiders and Outsiders. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 229-259.
- Fu, R., Kraft, A., and Zhang, H. (2012). Financial Reporting Frequency, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), 132-149.
- Gan, H. (2019). Does CEO Managerial Ability Matter? Evidence from Corporate Investment Efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(4), 1085-1118.
- García-Meca, E., and García-Sánchez, I. M. (2018). Does Managerial Ability Influence the Quality of Financial Reporting?. *European Management Journal*, 36(4), 544-557.
- Gassen, J., Skaife, H. A., and Veenman, D. (2020). Illiquidity and the Measurement of Stock Price Synchronicity. *Contemporary Accounting Research*, 37(1), 419-456.
- Gebhardt, W. R., Lee, C. M., and Swaminathan, B. (2001). Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135-176.
- Giannetti, M. (2011). Serial CEO Incentives and the Structure of Managerial Contracts. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 633-662.
- Gichaiya, M. W., Muchina, S., and Macharia, S. (2019). Cost of Capital, Firm Size and Financial Distress. *Research Journal of Finance and Accounting*, 10(18), 34-47.
- Gigler, F. B., and Hemmer, T. (2004). On the Value of Transparency in Agencies with Renegotiation. *Journal of Accounting Research*, 42(5), 871-893.

- Glosten, L. R., and Milgrom, P. R. (1985). Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71-100.
- Gray, P., Koh, P. S., and Tong, Y. H. (2009). Accruals Quality, Information Risk and Cost of Capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(1-2), 51-72.
- Habib, A. (2005). Information Risk and the Cost of Capital: Review of the Empirical Literature. Available at SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=722781> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.722781>.
- Habib, A., and Hasan, M. M. (2017). Managerial Ability, Investment Efficiency and Stock Price Crash Risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262-274.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-881.
- Hasan, M. M. (2020). Readability of Narrative Disclosures in 10-K Reports: Does Managerial Ability Matter?. *European Accounting Review*, 29(1), 147-168.
- Hayes, A. F. (2017). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach*. Guilford publications.
- Healy, P. M., and Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hermalin, B. E., and Weisbach, M. S. (1998). Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.
- Ho, K. C., Yen, H. P., Lu, C., and Lee, S. C. (2023). Does Information Disclosure and Transparency Ranking System Prevent the Default Risk of a Firm?. *Economic Analysis and Policy*, 78, 1089-1105.
- Hosseini, M., Shahri, A., Phalp, K., and Ali, R. (2018). Four Reference Models for Transparency Requirements in Information Systems. *Requirements Engineering*, 23, 251-275.

- Huang, X. S., and Sun, L. (2017). Managerial Ability and Real Earnings Management. *Advances in Accounting*, 39, 91-104.
- Huddart, S. J., and Ke, B. (2007). Information Asymmetry and Cross Sectional Variation in Insider Trading. *Contemporary Accounting Research*, 24(1), 195-232.
- Huo, X., Lin, H., Meng, Y., and Woods, P. (2021). Institutional Investors and Cost of Capital: The Moderating Effect of Ownership Structure. *PLOS ONE*, 16(4), 1-18.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., and Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Jang, S., Choi, H., and Kim, H. (2024). Managerial Ability and Cost of Equity Capital. *Advances in Accounting*, 65(June), 100681, 1-18.
- Jin, L., and Myers, S. C. (2006). R2 Around the World: New Theory and New Tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Kalyta, P., and Magnan, M. (2008). Executive Pensions, Disclosure Quality, and Rent Extraction. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(2), 133-166.
- Khan, M. Y., Javeed, A., Cuong, L. K., and Pham, H. (2020). Corporate Governance and Cost of Capital: Evidence from Emerging Market. *Risk*, 8(4), 1-29.
- Khajavi, S., Jahandoust Marghoub, M., and Weysihsar, S. (2023). Investigating the Impact of Moderating the CEO Duality and Institutional Shareholders on the Relationship between Managerial Ability and Lack of Transparency of Company Information. *Journal of Investment Knowledge*, 12(46), 299-322.
- Khandaker, S. (2011). R Squared Measure of Stock Synchronicity. *International Review of Business Research Papers*, 7(1), 165-175.
- Khandaker, S. (2013). Co-Movement Behaviour of Stock Prices of Shanghai Stock Exchange. *International Review of Business Research Papers*, 9(4), 65-75.
- Khurana, I. K., Moser, W. J., and Raman, K. K. (2018). Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies (ABACUS)*, 54(4), 547-575.

- Kline, R. B. (2016). *Principles and Practice of Structural Equation Modeling*, 4th ed, New York: Guilford Press.
- Kothari, S. P., Li, X., and Short, J. E. (2009). The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis. *The Accounting Review*, 84 (5), 1639-1670.
- Krishnan, G. V., and Wang, C. (2015). The Relation Between Managerial Ability and Audit Fees and Going Concern Opinions. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 34(3), 139-160.
- Lambert, R., Leuz, C., and Verrecchia, R. E. (2007). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2), 385-420.
- Larker, D.F., Richardson, S.A. and Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82 (4), 963-1008.
- Lee, J. S., Lai, K. L., and Huang, Y. K. (2015). Information Transparency and Idiosyncratic Risk. *Applied Economics Letters*, 22(12), 934-937.
- Leuz, C., and Verrecchia, R. E. (2005). Firms' Capital Allocation Choices, Information Quality, and the Cost of Capital. Information Quality, and the Cost of Capital. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=495363> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.495363>.
- Li, X., and Zhu, H. (2011). Investors' Limited Attention and Information Interpretation. *Journal of Financial Research*, 8(374), 128-142.
- Lu, C. W., Chen, T. K., and Liao, H. H. (2010). Information Uncertainty, Information Asymmetry and Corporate Bond Yield Spreads. *Journal of Banking and Finance*, 34(9), 2265-2279.
- Malmendier, U., and Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.

- Malmendier, U., and Tate, G. (2009). Superstar CEOs. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1593–1638.
- Maranjory, M., and Keykha, S. (2016). Evaluation of the Effect of Company's Life Cycle on the Cost of Equity. *Modern Applied Science*, 10(12), 237–237.
- Matemilola, B. T., Bany-Arifin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., and Nassir, A. M. (2018). Does Top Managers' Experience Affect Firms' Capital Structure?. *Research in International Business and Finance*, 45, 488–498.
- Matsunaga, S. R., and Yeung, P. E. (2008). Evidence on the Impact of a CEO's Financial Experience on Quality of the Firm's Financial Reports and Disclosures. *AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) paper*.
- May, D. O. (1995). Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?. *The Journal of Finance*, 50(4), 1291–1308.
- Mishra, D. R. (2014). The Dark Side of CEO Ability: CEO General Managerial Skills and Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, 29, 390–409.
- Morck, R., Yeung, B., and Yu, W. (2000). The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements?. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 215–260.
- Murphy, K. J., and Zbojnik, J. (2007). Managerial Capital and the Market for CEOs. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=984376> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.984376>.
- Ng, J. (2011). The Effect of Information Quality on Liquidity Risk. *Journal of Accounting and Economics*, 52(2–3), 126–143.
- Ohlson, J. A., and Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS Growth as Determinants of value. *Review of Accounting Studies*, 10, 349–365.
- Omran, M., and Pointon, J. (2004). The Determinants of the Cost of Capital by Industry within an Emerging Economy: Evidence from Egypt. *International Journal of Business*, 9(3), 237–258.

- Peizhi, W., and Ramzan M. (2020). Do Corporate Governance Structure and Capital Structure Matter for the Performance of the Firms? An Empirical Testing with the Contemplation of Outliers. *PLOS ONE*, 15 (2), 1-25.
- Petkevich, A., and Prevost, A. (2018). Managerial Ability, Information Quality, and the Design and Pricing of Corporate Debt. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51, 1033-1069.
- Puwanenthiren, P., Dang, M., Henry, D., Puwanenthiren, P., and Al Mamun, M. (2019). Does Managerial Ability Matter for the Choice of Seasoned Equity Offerings?. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 442-460.
- Rageh, O. Y. (2021). Empirical Measures of the Firm Cost of Equity Capital: A Critical Review. *Journal of Financial and Commercial Studies*, 31 (2), 53-61.
- Richardson, G., Taylor, G., Obaydin, I., and Hasan, M. M. (2021). The Effect of Income Shifting on the Implied Cost of Equity Capital: Evidence from US Multinational Corporations. *Accounting and Business Research*, 51 (4), 347-389.
- Rjiba, H., Saadi, S., Boubaker, S., and Ding, X. S. (2021). Annual Report Readability and the Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, 67(April), 101902.
- Saini, J. S., and Hermann, D. (2012). Cost of Equity Capital, Information Asymmetry, and Segment Disclosure. *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, 11, 143-173.
- Saleem, S., and Usman, M. (2022). Impact of Information Risk and Cost of Equity: Moderating Role of Investor Attention. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 14(4), 516-538.
- Suto, M., and Takehara, H. (2017). CSR and Cost of Capital: Evidence from Japan. *Social Responsibility Journal*, 13(4), 798-816.
- Ting, I. W. K., Tebourbi, I., Lu, W. M., and Kweh, Q. L. (2021). The Effects of Managerial Ability on Firm Performance and the Mediating Role of Capital Structure: Evidence from Taiwan. *Financial Innovation*, 7, 1-23.

-
- Tran, N. P., and Vo, D. H. (2020). Human Capital Efficiency and Firm Performance across Sectors in an Emerging Market. *Cogent Business and Management*, 7(1), 1-15.
- Valaskova, K., Lazaroiu, G., Olah, J., Siekelova, A., and Lancova, B. (2019). How Capital Structure Affects Business Valuation: A Case Study of Slovakia. *Central European Business Review*, 8(3), 1-17.
- Warad, H. S., and Al-Debi'e, M. M. (2017). The impact of accounting conservatism and voluntary disclosure on the cost of capital of industrial companies in Jordan. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 102-102.
- Xing, X., and Anderson, R. (2011). Stock Price Synchronicity and Public Firm-Specific Information. *Journal of Financial Markets*, 14(2), 259-276.
- Ye, Q., Gao, J., and Zheng, W. (2018). Accounting Standards, Earnings Transparency and Audit Fees: Convergence with IFRS in China. *Australian Accounting Review*, 28(4), 525-537.

ملحق

مؤشرات حسن المطابقة والمدى الملائم لها

<i>Fit statistic</i>	<i>Measure</i>	<i>Threshold</i>
Likelihood ratio:		
model vs. saturated	chi2_ms (_)	---
	P > chi2	> 0.05 (not statistically significant)
baseline va. Saturated	chi2_ms (_)	---
	P > chi2	> 0.05 (not statistically significant)
Population error:		
Root mean squared error of approximation	RMSEA	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad
90% CI,	lower bound	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad
	Upper bound	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad
Probability RMSEA <= 0.05	pclose	> 0.05 (not statistically significant)
Information criteria:		
Akaike's information criterion	AIC	Smaller values indicate a better fit
Bryesian information criterion	BIC	Smaller values indicate a better fit
Baseline comparison:		
Comparative fit index	CFI	= 1 perfect fit; > 0.95 great; > 0.90 traditional; > 0.80 sometimes permissible
Tuker-Lewis index	TLI	= 1 perfect fit; > 0.95 great; > 0.90 traditional; > 0.80 sometimes permissible
Size of residuals:		
Standardized root mean squared residual	SRMR	= 0 perfect fit; < 0.09 good fit
Coefficient of determination	CD	= 1 perfect fit; A value close to 1 indicates a good fit

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على دراسة (Kline (2016)، وقائمة (Help) الخاصة بالبرنامج الإحصائي (Stata).