

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف عسران

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية من خلال إدارة رأس المال العامل

The effect of the CEO's personal characteristics on the sustainable growth of companies listed in the Egyptian Stock Exchange through working capital management

د/ محمد صالح عبد اللطيف عسران

مدرس بقسم إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة القاهرة

الايمل : ms.assran@foc.cu.edu.eg

ملخص البحث

يهدف هذا البحث الى دراسة تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية والتأثير المتوسط لإدارة رأس المال العامل على العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي والنمو المستدام للشركات وذلك في الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠٢٠. وفي سبيل تحقيق ذلك تم تطوير مجموعة من الفروض اعتمد الباحث في اختبارها على استخدام اسلوب الانحدار المرجح. وقد اسفرت نتائج التحليل الاحصائي للبيانات على ان هناك مجموعة من المتغيرات والعوامل الاساسية التي تحدد معدل النمو المستدام للشركات في الواقع المصري وتلك المتغيرات هي الرافعة المالية؛ الربحية؛ معدل استخدام الأصول ومستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي. كذلك يتمتع الرؤساء التنفيذيين في الشركات المصرية بالثقة الإدارية المرتفعة وذلك نظرا لاعتمادهم على استخدام الديون بنسبة اكبر من اعتمادهم على التمويل الداخلي لتمويل صافي رأس المال العامل. وأخيرا رأس المال العامل ليس له دور وسيط في التأثير على العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي ومعدل النمو المستدام للشركات في الواقع المصري.

الكلمات المفتاحية: معدل النمو المستدام؛ الرافعة المالية؛ مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي؛ معدل استخدام الأصول.

The effect of the CEO's personal characteristics on the sustainable growth of companies listed in the Egyptian Stock Exchange through working capital management

Abstract :

This research aims to study the effect of the CEO's personal characteristics on the sustainable growth of companies listed in the Egyptian Stock Exchange and the moderating effect of working capital management on the relationship between the CEO's personal characteristics and the sustainable growth of companies, during the period from 2012 to 2020. In order to achieve this, some hypotheses were developed. The researcher relied in her testing on the use of the weighted least square method. The results of the statistical analysis of the data show that there are a set of basic variables and factors that determine the sustainable growth rate of companies in the Egyptian reality, and these variables are the financial leverage; profitability; Asset utilization rate and CEO financial education level. Also, CEOs in Egyptian companies enjoy administrative overconfidence, due to their reliance on the use of debt at a greater rate than their reliance on internal financing to finance the net working capital. Finally, working capital has no moderating role in influencing the relationship between the personal characteristics of the CEO and the rate of sustainable growth of companies in the Egyptian reality.

Keywords: sustainable growth rate; leverage; the level of financial education of the CEO; Asset utilization rate.

١. مقدمة

تتشترك النظريات التقليدية للتمويل في افتراض أن المشاركين في الأسواق المالية والمديرين يتصرفون دائماً بعقلانية (Barros and da Silveira, 2009). ومع ذلك يعتقد علماء النفس أن الناس ليسوا عقلانيين تماماً وأنهم عرضة لمختلف التحيزات التي تفسر الاختلافات في القرارات والنتائج المالية (Ramiah et al. 2014). عندما يكونون غير عقلانيين فإنهم يميلون إلى المبالغة في تقديراتهم أو التقليل من شأنها عند اتخاذ قراراتهم المؤسسية. ترتبط المبالغة في التقدير ارتباطاً وثيقاً بسلوكهم الشخصي والذي يمكن أن يرتبط بالثقة الزائدة (Wei et al., 2011).

تناولت الدراسات المتعلقة بسلوكيات تمويل الشركات تفسير العديد من التحيزات الخاصة بالرؤساء التنفيذيين للشركات فمنها من تناول تأثيرات الثقة الزائدة للرؤساء التنفيذيين على مختلف قرارات الشركة. حيث أوضح (Li et al. (2009 أن الثقة الزائدة overconfidence هي سوء تقدير عام في المعتقدات وأن الأشخاص المفرطين في الثقة يبالغون في دقة معتقداتهم أو يقللون من تباين العمليات المحفوفة بالمخاطر. أشار (Nofsinger (2003, 2005 إلى أن الثقة الزائدة تدفع مديري الشركات إلى الاستثمار واستخدام المزيد من الديون وإجراء المزيد من عمليات الاستحواذ.

أظهر (Hackbarth (2008 نظرياً أن المديرين المفرطين في التفاؤل والثقة الزائدة يختارون مستويات دين أعلى ويصدرون ديوناً جديدة في كثير من الأحيان. قام كلا من (Fairchild, (2009), Hackbarth (2008) and Barros and DaSilveira (2009) بفحص تأثيرات الثقة الإدارية الزائدة على استخدام الديون وتوصلوا إلى أن المديرين ذوي الثقة الزائدة يميلون أكثر إلى استخدام المزيد من الرافعة المالية. أشار (Malmendier and Tate (2005) and Ben-David, Graham, and Harvey (2007) أن المديرين ذوي الثقة الزائدة يبالغون عموماً في تقدير عائد مشاريعهم الاستثمارية أو يقللون من تباين التدفقات النقدية المستقبلية مما يؤدي إلى استخدام معدل خصم أقل في تقييمها.

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسبان

٢. مشكلة البحث

يشير النمو المستدام إلى مدى قدرة الشركات على النمو دون التأثير سلبًا على تدفقاتها النقدية وبالتالي يجب على الشركات التي تركز على نموها أن تأخذ النمو المستدام في الاعتبار لتجنب الازمات المالية (Ashta,2008, Fonseka et al., 2012). وفي الوقت ذاته يرتبط النمو المستدام ارتباطاً وثيقاً بإدارة رأس المال العامل لذلك يمنح العديد من المديرين التنفيذيين جزءاً كبيراً من وقتهم لإدارة رأس المال العامل (Palombini & Nakamura, 2012; Botoc & Anton, 2018; Wang & Akbar, 2020). تتعلق قرارات إدارة رأس المال العامل بقرارات الاستثمار والتمويل قصير الأجل لأنها ترتبط بإدارة الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة للشركة التي تعتبر ضرورية لعمليات الشركة اليومية. ومع ذلك فإن قرارات رأس المال العامل قصيرة الأجل لها تأثير طويل الأجل على النمو المستدام للشركة (Burney et al.2021).

تخلق إدارة رأس المال العامل ميزة تنافسية للشركات فأحدى الاستراتيجيات الحيوية للاستجابة للآزمات المالية هي تحرير التدفقات النقدية من رأس المال العامل (Boisjoly et al. 2020). توصلت العديد من الدراسات الى العديد من الفوائد للإدارة الفعالة لرأس المال حيث اشار Boisjoly et al., (2020) إلى ان التخفيضات في رأس المال العامل يمكن أن تؤدي إلى تحقيق فوائد في المركز المالي مثل ارتفاع التدفقات النقدية وانخفاض الاستثمارات في الذمم المدينة والمخزون. علاوة على ذلك فإن الإدارة الفعالة لرأس المال العامل تسمح للشركات بإعادة توزيع مواردها الغير مستغلة بالكامل لاستخدامها بأعلى قيمة وتعزيز قيمة المخزون والأداء التشغيلي (Aktas et al., (2015)). يجب أن يكون لدى الرؤساء التنفيذيين حوافز قوية لمراقبة سياسات إدارة رأس المال العامل باهتمام كبير وان سوء إدارة رأس المال العامل هو السبب الأساسي لفشل الشركات وعدم تحقيقها للنمو المستدام (Ma and Ma (2020).

تولى الأدبيات المتعلقة بالتمويل السلوكي القليل من الاهتمام لإدارة رأس المال العامل حيث تميل دراسات رأس المال العامل إلى التركيز إما على محدداته أو علاقته بالربحية. على الرغم من ان الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية تؤكد على الدور الهام للرئيس

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسران

التنفيذي في الشركة في تحديد التوجه العام للمديرين المسؤولين عن إدارة رأس المال العامل نحو صنع السياسات والذي يؤثر بدوره على العمليات اليومية للشركة. من خلال مراجعة ادبيات التمويل يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل التالي:

" كيف تؤثر الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركة من خلال رأس المال العامل؟ "

يمكن الاجابة عن هذا التساؤل من خلال الاجابة على الاسئلة الفرعية التالية:

- ١- ما هي العوامل الأساسية المحددة للنمو المستدام للشركات في الواقع المصري؟
- ٢- كيف تؤثر الثقة الزائدة للرئيس التنفيذي كأحد الخصائص الشخصية على النمو المستدام للشركات في الواقع المصري؟
- ٣- هل لرأس المال العامل دور وسيط في العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي والنمو المستدام للشركات في الواقع المصري؟

٣. أهمية البحث

- يساهم هذا البحث في سد فجوة في ادبيات التمويل من خلال محاولة تحديد كيفية تأثير الثقة الزائدة للرئيس التنفيذي كأحد الخصائص الشخصية على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية من خلال إدارة رأس المال العامل. حيث تناولت العديد من الدراسات مناقشة محددات رأس المال العامل وتأثيره على أداء وقيمة الشركة ونموها المستدام ؛ كذلك تناولت العديد من الدراسات تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي وخاصة الثقة الزائدة على إدارة رأس المال العامل. ومع ذلك ، على حد علم الباحث هناك غياب ملحوظ في الدراسات التي تناولت الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي وإدارة رأس المال العامل والنمو المستدام للشركات دفعة واحدة وخاصة للشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- مواكبة الاتجاهات الحديثة في التمويل والتي تعتمد على عدم وجود عقلانية ورشد لدى المديرين عند اتخاذ قراراتهم وان هناك جوانب سلوكية تؤثر على تلك القرارات. ومن ثم يحاول هذا البحث بناء نموذج يوضح مدى تأثير مقاييس الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي للشركة على النمو المستدام للشركة ومدى وجود دور

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسبان

وسيط لسياسات رأس المال العامل في تفسير تلك العلاقة. ومن المأمول أن تكون نتائج هذا البحث بمثابة مؤشر في تقييم تأثير الثقة الزائدة للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

٤. أهداف البحث

- تعزيز منظور سلوكي من خلال دراسة العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي والمتمثلة في الثقة الزائدة والنمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية من خلال تأثير تلك الخصائص الشخصية على إدارة رأس المال العامل.
- توضيح مدى تفضيل الرؤساء التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة في قرار إدارة رأس المال العامل إما أكثر تجاه الاستراتيجية المحافظة لإدارة رأس المال العامل أو الاستراتيجية العدوانية لإدارة رأس المال العامل.
- تحديد ما إذا كانت إدارة رأس المال العامل تلعب دوراً وسيطاً مهماً في تحقيق النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية فيما يتعلق بسلوك الثقة الزائدة.
- إجراء دراسة تجريبية توضح مدى تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي وخاصة سلوك الثقة الزائدة كمتغير رئيسي مستقل على النمو المستدام للشركات المدرجة في البورصة المصرية. حيث تضيف هذه الدراسة إلى الدراسات المتعلقة بالتمويل السلوكي من خلال فحص خصائص الرئيس التنفيذي وتأثيرها على النمو المستدام للشركات.
- اختبار التأثير المتوسط لإدارة رأس المال العامل على العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي والنمو المستدام للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

٥. الدراسات السابقة

تؤثر الخصائص الشخصية للرؤساء التنفيذيين على إدارة رأس المال العامل حيث أشارت نظرية المستويات العليا Upper Echelon على أن سمات أو خصائص الرؤساء التنفيذيين تؤثر على النتائج التنظيمية ومستويات الأداء (Hambrick & Mason, 1984). استناداً إلى النظرية تنشأ هذه التفسيرات الفردية للمواقف

الاستراتيجية بسبب الاختلافات بين المديرين التنفيذيين في تجاربهم وقيمهم وشخصياتهم وعوامل بشرية أخرى.

تقترح النظرية كذلك أنه كلما كانت القرارات أكثر تعقيداً زادت أهمية الخصائص الشخصية لصانعي القرار مثل العمر والخبرة والتخصص وان المكونات السلوكية وخصوصيات صانعي القرار تولد قدرًا كبيرًا من الخيارات الاستراتيجية؛ بمعنى آخر تدرك نظرية المستويات العليا أن الخصائص المختلفة للرؤساء التنفيذيين مثل العمر أو الخبرات المهنية تؤثر على الاختيار الاستراتيجي للشركة والأداء التنظيمي (Chuang et al., 2009, Nielsen, 2010).

تتعلق إدارة رأس المال العامل بإدارة الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة والعلاقة المتبادلة بينهما (Abuzayed, 2012). تُظهر بعض الشركات نسبة كبيرة من الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول ونسبة كبيرة من الالتزامات المتداولة في أنشطتها التمويلية (Shapiro & Balbirer, 2000). تشير إدارة رأس المال العامل أيضًا إلى صافي استثمار وتمويل الأصول المتداولة وأنشطة الرقابة التي تمارسها الإدارة من خلال السياسات المختلفة (Padachi et al, 2012). علاوة على ذلك يؤكد Dhole, Mishra, & Pal (2019) على أهمية إدارة رأس المال العامل لتجنب الإفراط في رأس المال العامل وفي نفس الوقت منع الشركات من نقص رأس المال العامل. من المؤشرات الشائعة الاستخدام لإدارة رأس المال العامل دورة التحويل النقدي (DeLoof, 2003; Abuzayed, 2012; Hien Tran et al. 2017) حيث تشير دورة تحويل نقدي قصيرة إلى إدارة فعالة لرأس المال العامل.

تؤثر الإدارة الفعالة لرأس المال العامل على تحقيق النمو المستدام للشركات (Shapiro & Balbirer, 2000). يجب أن تركز الشركات على نموها المستدام وليس فقط على تحقيق مستوى عالي من نمو المبيعات وذلك من خلال تعديل نموها مع قدرتها التمويلية الحالية لضمان استدامتها. قدم Higgins (1977) مفهوم النمو المستدام الذي يشير إلى مستوى نمو المبيعات السنوية الذي يتوافق مع السياسات المالية للشركات. لا ترتبط هذه السياسات المالية بقرارات الشركات بإصدار أسهم جديدة والحفاظ على نسبة الدين إلى حقوق الملكية عند

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسران

مستويات معينة بل يعتمد نمو المبيعات إلى حد كبير على مصادر التمويل الداخلية. تتماشى السياسة أيضاً مع وجهة نظر نظرية الترتيب الانتقائي لهيكل رأس المال والتي تنص على أن الشركات تفضل استخدام مصادر التمويل الداخلية بدلاً من المصادر الخارجية (Nastiti et al,2019).

١.٥ إدارة رأس المال العامل والنمو المستدام للشركات

توجد العديد من استراتيجيات إدارة رأس المال العامل منها الاستراتيجية المحافظة Conservative strategy والتي تشير إلى احتفاظ الشركة بمستوى مرتفع من الأصول المتداولة ومستوى منخفض من الخصوم المتداولة وعلى النقيض من تلك الاستراتيجية توجد الاستراتيجية العدوانية Aggressive strategy والتي تشير إلى احتفاظ الشركة بمستوى منخفض من الأصول المتداولة ومستوى مرتفع من الخصوم المتداولة. ومع ذلك يشير المستوى المرتفع لرأس المال العامل إلى مستوى عالي من احتياجات التمويل وقد يؤدي اقتراب أموال إضافية إلى زيادة مخاطر الشركة وفرص إفلاسها (Kieschnick et al., 2013). يمكن أن يؤدي اتباع نهج قوي لإدارة رأس المال العامل إلى تحرير الأموال لاستخدامات بديلة مما يؤدي إلى توليد تدفقات نقدية أخرى.

يمكن للشركات التي تقلل من صافي رأس المال العامل تحسين الربحية وبالتالي قيمة الشركة (e.g., Soenen, 1993; Shin and Soenen, 1998; Deloof, 2003; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007). تم توثيق الدليل على أن الاستراتيجية العدوانية لإدارة رأس المال العامل يمكن أن تخلق قيمة في العديد من الدول مثل الولايات المتحدة الأمريكية (Kayani et al., 2019)؛ الصين (Laghari and Chengang, 2019)؛ البرتغال (Pais and Gama, 2015) وبلجيكا (Deloof, 2003). تتيح الدورات النقدية القصيرة للشركات زيادة الاستثمار في البحوث والتطوير والمشاركة في المزيد من عمليات الاستحواذ (Jalal and Khaksari, 2020). ومع ذلك قد تسبب الاستراتيجية العدوانية لإدارة رأس المال العامل مشاكل مختلفة للشركة مثل فقدان العملاء، المبيعات، والقدرة على زيادة رأس المال الإضافي وبالتالي زيادة مخاطر الشركة. تؤثر إدارة رأس المال العامل على

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسوان

النمو المستدام للشركة من خلال زيادة قدرة الشركة على الاستخدام الأكثر كفاءة للأصول قصيرة الأجل لإنتاج المنتجات أو الخدمات المقدمة للمستهلكين (Rahim, 2019, Rahayu, 2017).

أشار Higgins (1977) أن النمو المستدام يتأثر بسياسة توزيع الأرباح وسياسة الرافعة المالية وسياسة إدارة رأس المال العامل. ستتمكن الشركات ذات الإدارة الفعالة لرأس المال العامل من الاستخدام الأكثر كفاءة للأصول من ثم تقليل احتياجات الأصول التي ستؤدي إلى خفض التكاليف وزيادة النمو المستدام في نهاية المطاف. قام Nastiti et al, 2019 باختبار تأثير إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات الاندونيسية وتأثير هذه العلاقة على النمو المستدام. توصلوا إلى أن رأس المال العامل يؤثر بشكل كبير على ربحية الشركات. ومع ذلك لا تظهر إدارة رأس المال العامل تأثيراً مباشراً مهماً على النمو المستدام ولكن لها تأثير كبير غير مباشر من خلال ربحية الشركات. كذلك تناولت الدراسة قدرة إدارة رأس المال العامل على زيادة النمو المستدام للشركات من خلال الاستخدام الكفء للأصول وتوصل إلى أن إدارة رأس المال العامل تؤثر على استخدام الأصول وفي نهاية المطاف على النمو المستدام.

٢.٥ الخصائص الشخصية للرؤساء التنفيذيين وقرارات إدارة رأس المال العامل

توفر الدراسات المتعلقة بالتمويل السلوكي للشركات دليلاً على العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي مثل العمر age وفترة تولى المنصب tenure والتعليم education والخبرة المهنية career experience والعديد من قرارات الشركات (Bertrand & Schoar, 2003; Hambrick & Mason, 1984; Hu & Liu, 2005b; Malmendier & Tate, 2015). وجدت الدراسات النظرية والتجريبية السابقة أدلة متضاربة فيما يتعلق بكيفية تأثير عمر الرئيس التنفيذي على قرارات تمويل الشركات. يفترض أحد فروع الأدبيات أن الرؤساء التنفيذيين الشباب يكرهون المخاطر ويواجهون قلقاً مهنيًا أكبر مما قد يؤدي إلى التحفظ المفرط في سياسات الاستثمار (Eaton & Rosen, 1983; Hirshleifer & Thakor, 1992; Holmström, 1999; Scharfstein & Stein, 1990). أيضاً نظراً لزيادة

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسراي

الاهتمام الوظيفي وضعف السمعة مقارنةً بالرؤساء التنفيذيين الأكبر سناً يتجنب الرؤساء التنفيذيون الأصغر سناً فرص الاستثمار المحفوفة بالمخاطر والمبتكرة (Zwiebel, 1995).

تجادل مجموعة أخرى من الدراسات بأن الرؤساء التنفيذيين الشباب هم من عشاق المخاطر ولديهم مستويات طاقة أعلى ويتخذون قرارات أكثر جرأة ويقومون باستثمارات أكثر خطورة مقارنةً بالمديرين الأكبر سناً (Li et al., 2014; Roberts & Rosenberg, 2006; Serfling, 2014).

قام كلا من (Prendergast and Stole (1996 بتطوير نموذج إشارات إدارية يُظهر أن المديرين الأصغر سناً يحاولون الإشارة إلى السوق بأنهم مديرين ذو جودة عالية يتمتعون بقدرات فائقة من خلال اتباع استراتيجيات أكثر خطورة وأكثر قوة. على وجه الخصوص يبالغ المديرين الأصغر سناً في تقدير معتقداتهم الشخصية ويبالغون في سلوكهم الاستثماري ليبدوا موهوبين. وقد قيل أيضاً أن الرؤساء التنفيذيين الأكبر سناً هم أكثر ميلاً إلى تبني قرارات أقل خطورة من أجل تأمين حياتهم المهنية وحب الحياة الهادئة والحفاظ على الوضع الراهن مما يجعل هؤلاء الرؤساء التنفيذيين يترددون في الاستثمار في المشاريع الخطرة و يتردد المديرون الأكبر سناً في تغيير سلوكهم الاستثماري لأنه قد يشير إلى أن قراراتهم الاستثمارية السابقة كانت غير صحيحة (Bertrand & Schoar, 2003; Serfling, 2014).

بالنظر إلى هذه الآراء المذكورة نجد أنه قد يختار الرؤساء التنفيذيون الأصغر سناً إدارة رأس المال العامل بشكل أكثر قوة من خلال الحفاظ على مستوى أقل من رأس المال العامل (فرضية الإستراتيجية العدوانية). على العكس من ذلك لتجنب التأثير السلبي المحتمل على أداء الشركة من خسارة المبيعات بسبب نفاد المخزون و/ أو سياسات الائتمان المشددة قد يختار الرؤساء التنفيذيون الأصغر سناً الاحتفاظ بمستوى أعلى من رأس المال العامل (فرضية الإستراتيجية المحافظة).

أشار Burney et al, 2021 بان إدارة رأس المال العامل هي وظيفة أساسية للشركة الامركية حيث يمكن أن تفيد الإدارة الفعالة لرأس المال العامل كلاً من الإدارة

والمساهمين من خلال خلق القيمة. سعت هذه الدراسة إلى فهم أفضل لمحددات سلوك استثمار رأس المال العامل التشغيلي الصافي للشركات وتوصلت بأن المديرين قد يستخدمون إدارة رأس المال العامل كأداة فعالة لتمييز أنفسهم وإن الرؤساء التنفيذيين الأصغر سنًا لديهم أفق وظيفي أطول وبالتالي مستوى أعلى من الاهتمامات المهنية مما قد يحفزهم على اتخاذ إجراءات هادفة لتأمين وظائفهم الحالية وزيادة قدرتهم التنافسية في أسواق العمل ورأس المال وأنهم قد يتبعون إما استراتيجية صارمة أو متحفظة في إدارة رأس المال العامل اعتمادًا على النتائج المدركة مما يترك الارتباط بين عمر الرئيس التنفيذي وصافي استثمار رأس المال العامل التشغيلي سؤالًا تجريبيًا.

تم تقسيم الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين مدة تولي الرؤساء التنفيذيين واستثمارات الشركات على نطاق واسع إلى مجموعتين. تجادل المجموعة الأولى من الدراسات بأن الرؤساء التنفيذيين الذين لديهم مدة أقصر في منصبهم لديهم قوة أقل ومستوى أقل من المعرفة بالعمل ومعرفة أقل عن المنظمة من الرؤساء التنفيذيين الأكبر سنًا لذلك يستثمر الرؤساء التنفيذيون أصحاب الفترات القصيرة في مناصبهم أقل في المشاريع الأكثر خطورة من الرؤساء التنفيذيين الذين لديهم فترة أطول (Finkelstein & Hambrick, 1996; Hermalin & Weisbach, 1991; Miller & Shamsie, 2009; Richard, Wu, & Chadwick, 2001). تجادل المجموعة الثانية من الدراسات بأن الرؤساء التنفيذيين الذين يتولون مناصبهم لفترات قصيرة يستثمرون بشكل أكثر قوة من الرؤساء التنفيذيين الذين يتولون مناصبهم لفترات طويلة ويرجع ذلك إلى حقيقة أن الرؤساء التنفيذيين الذين تم تعيينهم لفترة قصيرة هم أكثر انفتاحًا على الابتكارات والتغيير والتجربة والرغبة القوية في اختيار النتائج قصيرة الأجل لبناء سمعتهم في المؤسسة. تجادل تلك الدراسات أيضًا بأن الرؤساء التنفيذيين الذين تم تعيينهم لفترة أطول يتجنبون المخاطرة ولديهم معرفة أقل بالبيئة المتغيرة مما يقلل من قدرتهم على رفع مستوى استثمار الشركة عندما لا يكون هناك تمويل داخلي (Finkelstein & Hambrick, 1996; Gibbons & Murphy, 1992; Graham, Harvey, & Puri, 2013; Hambrick, Geletkanycz, &

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسنان

Fredrickson, 1993; Hambrick & Mason, 1984; Hirshleifer, 1993; (Miller, 1991; Miller & Shamsie, 2001).

بعد هذه الآراء نجد ان هناك اختلاف بين الدراسات السابقة حول تأثير مدة تولى الرؤساء التنفيذيين على قرارات رأس المال العامل في الشركات مما يدفعنا الى دراسة هذه السمة للرؤساء التنفيذيين في الشركات المدرجة في البورصة المصرية. تناولت مجموعة اخرى من الدراسات اثر تعليم الرئيس التنفيذي في عملية اتخاذ القرار (Becker, 1970; Dollinger, 1984; Gunz & Jalland, 1996). على وجه الخصوص من المتوقع أن يكون الرؤساء التنفيذيون الذين لديهم خلفية في التعليم المالي أقل متأثراً بالسلوك غير العقلاني لأنهم يتمتعون بفهم أفضل للسوق المالية وأساسيات الاقتصاد الكلي (Ben Mohamed et al., 2014; Malmendier & Tate, 2005) كل هذه الاعتبارات دفعت هؤلاء الرؤساء التنفيذيين إلى زيادة رأس المال الخارجي بطريقة فعالة من حيث التكلفة مما يساعد على تقليل متوسط تكلفة رأس المال لذلك نفترض أن التعليم المالي للرئيس التنفيذي قد يؤثر على قرارات الاستثمار ويقلل من حساسية التدفق النقدي للاستثمار.

تناول (Ben Mohamed et al. (2014) and Hu and Liu (2015) دراسة التفاعل بين التدفق النقدي (القيود المالية) وعمر الرئيس التنفيذي وفترة توليه منصبه والتعليم المالي والخبرة المهنية حيث يفترضون أن هذه الخصائص الشخصية تؤثر على حساسية التدفق النقدي للاستثمار. بالاستناد إلى هذه الدراسات نفترض أن السمات الشخصية للرئيس التنفيذي تؤثر على حساسية التدفق النقدي للاستثمار.

وجدت سلسلة من الدراسات ذات الصلة أن الرؤساء التنفيذيين ذوي الخبرة المهنية العالية يقومون باستثمار أكثر حتى لو كانت الأموال الداخلية أقل. قد يكون هذا بسبب حقيقة أن لديهم شبكة اجتماعية قوية وخبرة في صياغة وتنفيذ استراتيجيات الاستثمار (Geletkanycz & Boyd, 2011; Granovetter, 1985; Haynes & Hillman, 2010; Hillman & Dalziel, 2003; Holmstrom & Costa, 1986; Nahapiet & Ghoshal, 1998; Scharfstein & Stein, 1990;

(Virany, Tushman, & Romanelli, 1992). علاوة على ذلك فإن الخبرات المهنية المتنوعة تمكن المدير من الحصول على المعلومات الصحيحة لاختيار طرق استثمار أفضل (Granovetter, 1973). تماشياً مع هذه النتائج يتوقع وجود علاقة إيجابية بين الخبرات المهنية للرؤساء التنفيذيين وقرارات الاستثمار في الشركات. توصل Butt&Iqbal(2015) من خلال بحثهما الذي تناول دراسة التحيزات السلوكية من التحيز الثابت anchoring bias والخوف من الخسارة loss aversion bias والتحيز الذاتي self-serving bias والثقة الزائدة overconfidence bias على إدارة رأس المال العامل إلى وجود علاقة إيجابية بين تلك التحيزات وإدارة رأس المال العامل. قام Rihab and Lotfi, 2016 بدراسة الثقة الزائدة للمديرين واحتمال زيادة الإفلاس بسبب تفضيل اعتماد الديون عن الاسهم في التمويل وذلك لعينة من الشركات التونسية وتوصلوا إلى الثقة الزائدة ترتبط بشكل إيجابي ومعنوي مع مستوى الديون وان المديرين الواقفون يقللون من احتمالية حدوث ضائقة مالية وسيختارون مستويات أعلى من الديون. بينت دراسة Lamptey et al,2020 تأثير التحيز الزائد في الثقة على إدارة رأس المال العامل وأداء الشركات الصغيرة والمتوسطة. توصلت إلى أن التحيز السلوكي للثقة الزائدة لمديري الشركات الصغيرة والمتوسطة ضروري للغاية لإدارة رأس المال العامل والأداء لأنهم لا يطبقون النظريات أثناء اتخاذ قرارات رأس المال العامل. بشكل عام تعد تلك الدراسة إطار عمل حديثاً ويمكن أن يساهم في رفع مستوى أداء الشركات الصغيرة والمتوسطة بشرط أن يكون رأس المال الداخلي كافياً للمديرين المتحيزين للإفراط في الاستثمار في رأس المال العامل من خلال توسيط ثققتهم المفرطة. كذلك توصلت تلك الدراسة إلى ان مديري الشركات الصغيرة والمتوسطة كانوا عرضة لترسيخ التحيز مما يؤدي إلى زيادة أو تخفيض رأس المال العامل. قام Gupta et al,2018 بدراسة تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على قرارات الاستثمار لشركات التصنيع الهندية. توصلت الدراسة إلى أن قرارات الاستثمار للشركات تتأثر بالخصائص الشخصية للمدير التنفيذي مثل العمر والتعليم المالي. تُظهر العلاقة السلبية بين عمر الرئيس التنفيذي واستثمارات الشركة أن الرئيس التنفيذي الأصغر يستثمر بقوة

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستخدم للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسران

أكبر مقارنة بالرئيس التنفيذي الأكبر سناً. يرتبط التعليم المالي للرئيس التنفيذي ارتباطاً إيجابياً بالاستثمار. بالإضافة إلى ذلك وجدت هذه الدراسة أن عمر الرئيس التنفيذي والتعليم المالي يؤثران على حساسية الاستثمار مع التدفق النقدي. وتعقيباً على الدراسات السابقة لاحظ الباحث ما يلي:

- معظم الدراسات اشارات إلى أهمية الخصائص الشخصية لصانعي القرار مثل العمر والخبرة والتخصص عند اتخاذ القرارات وخاصة الأكثر تعقيداً منها وان المكونات السلوكية لصانعي القرار تولد قدرًا كبيراً من الخيارات الاستراتيجية وخاصة في ظل الظروف الديناميكية التي تحيط بالشركات.
- بينت الدراسات مدى تأثير الإدارة الفعالة لرأس المال العامل على تحقيق النمو المستخدم للشركات بحيث يجب أن تركز الشركات على نموها المستخدم وليس فقط على تحقيق مستوى عالي من نمو المبيعات وذلك من خلال تعديل نموها مع قدرتها التمويلية الحالية لضمان استدامتها.
- وجدت الدراسات النظرية والتجريبية السابقة أدلة متضاربة فيما يتعلق بكيفية تأثير عمر الرئيس التنفيذي على قرارات تمويل الشركات؛ كذلك نجد ان هناك اختلاف بين الدراسات السابقة حول تأثير مدة تولى الرؤساء التنفيذيين على قرارات رأس المال العامل في الشركات مما يدفعنا الى دراسة هذه السمة للرؤساء التنفيذيين في الشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- اشارت الدراسات السابقة الى أن التعليم المالي للرئيس التنفيذي قد يؤثر على قرارات الاستثمار ويقلل من حساسية التدفق النقدي للاستثمار؛ كذلك الخبرات المهنية المتنوعة تمكن المدير من الحصول على المعلومات الصحيحة لاختيار طرق استثمار أفضل.
- اشارت بعض الدراسات إلى وجود ارتباط إيجابي بين الثقة الزائدة ومستوى الديون واحتمال افلاس الشركات. كذلك وجدت الدراسات الى أن التحيز السلوكي للثقة الزائدة لمديري الشركات الصغيرة والمتوسطة ضروري للغاية لإدارة رأس المال العامل لأنهم لا يطبقون

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسبان

النظريات أثناء اتخاذ قرارات رأس المال العامل. وتعد تلك الدراسات إطار عمل حديثاً ويمكن أن يساهم في رفع مستوى أداء الشركات الصغيرة والمتوسطة. لذا يستهدف هذا البحث الى التعرف على تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي من مستوى التعليم المالى للرئيس التنفيذي والأداء السابق للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركة؛ وكذلك التعرف على الدور الوسيط لسياسات رأس المال العامل فى العلاقة بين الخصائص الشخصية للمدير التنفيذي والنمو المستدام للشركات المقيدة فى البورصة المصرية.

٦. منهجية البحث

١.٦ مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث فى جميع الشركات المقيدة ببورصة الاوراق المالية ووفقا لموقع البورصة المصرية على شبكة الانترنت فان عدد الشركات المقيدة ببورصة الاوراق المالية يبلغ ٢٤٤ شركة. اما عن عينة البحث فهي عينة تحكمية نظرا لتوافر البيانات التى يحتاج اليها البحث فى تلك العينة فقط والتي تتمثل الشركات المدرجة بمؤشر EGX100 ويتم تحميل البيانات الخاصة بهذه الشركات خلال الفترة من يناير ٢٠١٢ حتى ديسمبر ٢٠٢٠ وهى الفترة المتاحة فيها البيانات الخاصة بمفردات عينة الدراسة مع ملاحظة:

١. استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية من العينة نظرا لطبيعتها المالية الخاصة.
٢. استبعاد الشركات التى لا تتوافر عنها بيانات عن متغيرات البحث خلال فترة البحث.
٣. استبعاد الشركات المدرجة ولكنها لا تزال غير نشطة التداول.
٤. استبعاد الشركات التى لا تتوفر عنها تقرير كامل عن الخصائص الشخصية للمدير التنفيذي.

بعد إزالة البيانات غير المتاحة بلغ عدد الشركات ٣٥ شركة. يتم الحصول على جميع البيانات المالية من Data stream. يتم جمع الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي مثل المستوى التعليمي والخبرات والنوع يدويًا.

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسران

٢.٦ متغيرات ومقاييس البحث

١.٢.٦ المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للبحث في النمو المستدام للشركة والتي يتم قياسها باستخدام معدل النمو المستدام (SGR) أي المضاعفة بين ROE ومعدل الاحتفاظ (Higgins 1977).

٢.٢.٦ المتغيرات المستقلة

١.٢.٢.٦ الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي

اعتمد البحث على دراسة Ting et al, 2016 والتي اعتمدت على استخدام البيانات التاريخية لتحديد الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي. وأشارت الدراسة الى ان الدراسات النفسية توصي بأن مستوى التعليم والخبرة العملية والمهارات المهنية ستؤثر على الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي. لتحقيق أهداف الدراسة نستخدم مقياسين للخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النحو التالي:

١. مستوى تعليم الرئيس التنفيذي (EDU) CEO education level

يوضح (Rakhmayil and Yuce (2013 أن مستويات التعليم العالي والمزيد من الخبرة العملية مرتبطة بشكل إيجابي بالرافعة المالية للشركة. اعتمدت الدراسة على قياس متغير التعليم العالي (FE) وذلك كما اعتمد عليها كلا من Malmendier and Tate (2005b) و Gupta et al, (2018) حيث يعتبر الرؤساء التنفيذيين الحاصلين على درجات جامعية في مجالات المحاسبة والتمويل والتجارة والاقتصاد وأي دورات مهنية أخرى متعلقة بالتمويل مثل المحاسب القانوني والمحلل المالي المعتمد وماجستير إدارة الأعمال رؤساء تنفيذيين متعلمين ماليًا. يأخذ متغير التعليم المالي القيمة واحد إذا كان المدير لديه أي من الدرجات المذكورة أعلاه وصفر بخلاف ذلك.

٢. الأداء السابق للرئيس التنفيذي (PERF) CEO past performance

عندما يرجع الرؤساء التنفيذيين تفوق الشركة إلى قدراتهم الخاصة وضعف أداء الشركة إلى سوء الحظ أو الاقتصاد فإن هذا يعد نوعاً من تحيز الإسناد الذاتي الخاطئ self-attribution misattribution bias (Miller and Ross, 1975). يوضح Kim (2013) كذلك أن الإسناد الذاتي هو قناة مهمة تقود الناس إلى الثقة المفرطة

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح محمد اللطيف محسبان

من خلال ارجاع نجاحاتهم إلى عوامل داخلية مثل القدرات الشخصية وإخفاقهم إلى عوامل خارجية. نتبع (Balafas and Florackis, 2014) لتحديد الأداء السابق للرئيس التنفيذي بناءً على الأداء التشغيلي من العام السابق. يتم قياسه كنسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول. تأخذ النسبة قيمة صفر إذا كانت لا تتوافق مع فترة الرئيس التنفيذي الحالي.

٢.٢.٢.٦ الربحية

تستخدم الدراسة معدل العائد على الأصول (ROA) لقياس ربحية الشركة (Oseifuah and Gyekye 2016).

٣.٢.٢.٦ نمو المبيعات

يُقاس نمو المبيعات على أنه النسبة المئوية السنوية للتغير في إجمالي المبيعات (Rajan and Zingales, 1995). تم قياس ظروف تشغيل الشركة بمعدل نمو المبيعات وقد تقوم الشركات بتعديل سياسات الائتمان والتحصيل والمخزون وفقاً لمعدل نمو المبيعات السابق (Burney et al, 2021).

٤.٢.٢.٦ صافي رأس المال العامل التشغيلي

يقيس مستوى صافي رأس المال العامل التشغيلي متطلبات رأس المال العامل ويعد مقياساً شاملاً لأنه يعكس ممارسات الشركة في إدارة الأصول والخصوم التشغيلية كمجموعة واحدة.

يشير WCR الإيجابي إلى الحاجة إلى رأس مال إضافي يمكن للشركات تمويله داخلياً أو خارجياً. يشير WCR السلبي إلى أن الشركة تستخدم رأس المال العامل لتوفير التمويل للأصول طويلة الأجل. يشير WCR المرتفع / المنخفض إلى سياسة إدارة رأس المال العامل الأكثر تحفظاً/ عدوانية (Burney et al, 2021).

لا يأخذ صافي رأس المال العامل التشغيلي في الاعتبار الأصول المتداولة المرتبطة أساساً بالسيولة مثل النقد والأوراق المالية القابلة للتداول أو الأجزاء الحالية من الديون طويلة الأجل. بدلاً من ذلك يرتبط صافي رأس المال العامل التشغيلي بشكل أكبر بمفهوم شامل لعلاقات الشركة مع العملاء والموردين من خلال الائتمان التجاري. وفي

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسوان

الوقت نفسه يعكس صافي رأس المال العامل التشغيلي أيضاً كيفية إدارة الشركات وتمويل المخزون (Hill et al. (2010) & Aktas et al. (2015)).

٥.٢.٢.٦ الرافعة المالية

الرافعة المالية هي نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول. يرصد هذا المؤشر خصائص مديونية الشركة (Haron, 2014; Rajan and Zingales, 2012).

٦.٢.٢.٦ استخدام الأصول

اعتمدت الدراسة على استخدام معدل دوران الأصول (asset turnover) كمقياس لاستخدام الأصول (Nastiti et al, 2019).

٣.٢.٦ المتغير الوسيط

يتمثل المتغير الوسيط في إدارة رأس المال العامل والذي يتم قياسه من خلال دورة التحويل النقدي (CCC) والتي توضح الفترة التي تحتاجها الشركات لتحويل تدفقاتها النقدية الخارجة إلى تدفقات نقدية داخلية. يمثل هذا المؤشر بقوة إدارة رأس المال العامل للشركات (Hien Tran et al. 2017).

جدول (١) متغيرات ومقاييس البحث

المتغيرات Variables	الوصف Description
المتغير التابع Dependent variable	
معدل النمو المستدام SGR	العائد على الأصول × نسبة الأرباح المحتجزة (net income/total equity) x (1 – dividend payout ratio)
المتغيرات المستقلة independent variables	
مستوى تعليم الرئيس التنفيذي EDU	يأخذ المدير القيمة واحد إذا كان حاصلًا على درجات جامعية في مجالات المحاسبة والتمويل والتجارة والاقتصاد وأي دورات مهنية أخرى متعلقة بالتمويل ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.
الأداء السابق للرئيس التنفيذي PERF	يتم قياسه كنسبة التدفق النقدي التشغيلي وإجمالي الأصول. تأخذ النسبة قيمة صفر إذا كانت لا تتوافق مع فترة الرئيس التنفيذي الحالي.
الرافعة المالية (LEV) Leverage	نسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول Total liabilities/total assets
نمو المبيعات Asset Growth	(Sales t – Sales t-1) / Sales t-1
معدل دوران الأصول Asset turnover	Sales/(Total Assets)
معدل العائد على الأصول ROA	Net income/total assets
صافي رأس المال العامل التشغيلي NWC	مجموع الذمم المدينة والمخزون مطروحا منها الحسابات الدائنة مقسومة على المبيعات. (الحسابات المدينة + المخزون – الحسابات الدائنة)/ المبيعات The sum of accounts receivable and inventory net of accounts payable scaled by sales (accounts receivable+ inventory- accounts payable)/ sales
المتغير الوسيط Moderating variable	
إدارة رأس المال العامل (CCC)	يتم قياسها باستخدام دورة التحويل النقدي (CCC) = فترة حسابات القبض + فترة الاحتفاظ بالمخزون – فترة حسابات الدفع = Account Receivable Period + Inventory Holding Period – Account Payable Period

المصدر: اعداد الباحث

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسنان

٣.٦ نموذج البحث

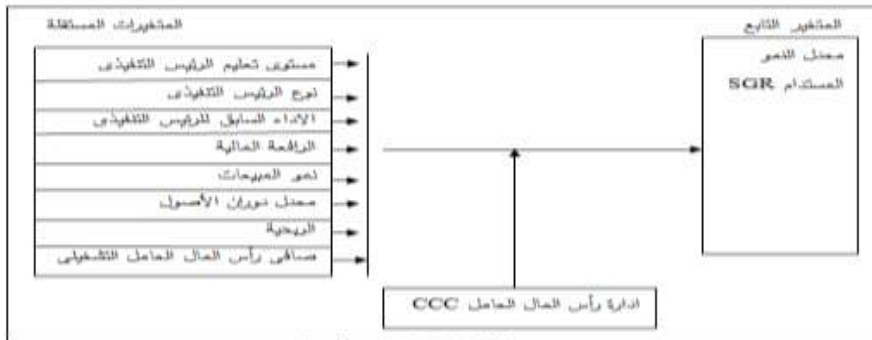
يعتمد هذا البحث على panel data regression لاختبار العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي للشركة على النمو المستدام للشركات المدرجة في البورصة المصرية من خلال إدارة رأس المال العامل. حيث تم إجراء معالجة البيانات الإحصائية باستخدام STATA version 16 تماشيًا مع أهداف هذه الدراسة نستخدم نموذجي التقدير التاليين:

النموذج الأول يقيس العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي للشركة والنمو المستدام للشركة.

$$SGR_{IT} = b_0 + b_1EDU_{it} + b_2PERF_{it} + b_3CCC + b_4LEVE_{it} + b_5ROA_{it} + b_6SALES\ GROWTH_{it} + b_7WCM_{it} + b_8ASSET\ TURNOVER_{it} + \varepsilon_{it}$$

النموذج الثاني يقيس الدور الوسيط لإدارة رأس المال العامل على العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي والنمو المستدام للشركة.

$$SGR_{IT} = b_0 + b_1EDU_{it} + b_2PERF_{it} + b_3CCC + b_4LEVE_{it} + b_5ROA_{it} + b_6SALES\ GROWTH_{it} + b_7WCM_{it} + b_8ASSET\ TURNOVER_{it} + b_9(EDU \times CCC)_{it} + b_{11}(PERF \times CCC)_{it} + \varepsilon_{it}$$



شكل (١): نموذج البحث
المصدر: أعداد الباحث

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسران

٤.٦ فروض البحث

استنادا إلى مشكلة البحث وفي ظل اختلاف الآراء حول تأثير متغيرات البحث على النمو المستدام للشركة فإنه يمكن توضيح العلاقة بين متغيرات البحث من خلال الفروض التالية:

الفرض الأول : توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين مستوى التعليم المالي للرئيس التنفيذي ومعدل النمو المستدام للشركة.

الفرض الثاني : توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين الأداء السابق للرئيس التنفيذي ومعدل النمو المستدام للشركة.

الفرض الثالث : توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين نسبة الرافعة المالية للشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

الفرض الرابع : توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين نسبة نمو المبيعات للشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

الفرض الخامس : توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين معدل استخدام الأصول بالشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

الفرض السادس : توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين ربحية الشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

الفرض السابع : توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين صافي رأس المال العامل التشغيلي ومعدل النمو المستدام للشركة.

الفرض الثامن : توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين إدارة رأس المال العامل ومعدل النمو المستدام للشركة.

٧. النتائج والتحليل الإحصائية

١.٧ الإحصاء الوصفي Descriptive statistics

يوضح جدول (٢) الإحصاء الوصفية لمتغيرات البحث للشركات الصناعية في مؤشر EGX100 التي توفرت عنها بيانات عن متغيرات الدراسة خلال فترة البحث من ٢٠١٢ حتى ٢٠٢٠ (الشركات الصناعية فقط بدون العقارية والسياحية والمالية).

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسنان

جدول (٢): الإحصاء الوصفية لمتغيرات البحث

	mean	median	SD.Dev	Jarqu-Bera Prob.
Dependent variable				
SGR	0.10	0.04	0.90	0.00
Independent variables				
CCC	119.03	107.27	111.61	0.00
NWC	0.21	0.17	0.42	0.00
LEVE	0.51	0.47	0.32	0.00
EDU	0.42	0.00	0.49	0.00
PERF	0.10	0.00	0.30	0.00
ROA	0.06	0.05	0.13	0.00
Asset turnover	0.97	0.79	0.74	0.00
Sales growth	0.12	0.08	0.32	0.00

المصدر: اعداد الباحث

يبلغ متوسط معدل النمو المستدام للشركات في عينة البحث ١٠% مما يدل على ان شركات العينة تظهر نموا ايجابيا. بالنسبة لفترة العينة فإن متوسط إدارة رأس المال العامل والتي يتم قياسها من خلال CCC هو ١١٩.٠٣ بانحراف معياري قدره ١١١.٦١ والتي توضح متوسط عدد الأيام التي تستغرقها شركات العينة في تحويل الموارد الى نقدية وبالتالي هي تعبر عن السيولة المتوفرة لدى الشركات ونظرا لكونه رقم موجب فهو يشير الى ان الشركات تحتاج الى المزيد من الأيام لاسترداد استثماراتها ومن ثم الحاجة الى النقدية. علاوة على ذلك تشير دورة التحويل النقدي الطويلة إلى أن الشركات أقل كفاءة في إدارة رأس المال العامل أو الأصول المتداولة. بالنسبة لصادف رأس المال العامل التشغيلي NWC بلغ في المتوسط ٢١% والذي يعتبر مقياس شامل لأنه يوضح كيفية التعامل مع الأصول والالتزامات التشغيلية من جانب الشركة ونظرا لأنه رقم موجب فهو يعبر عن الحاجة إلى رأس مال اضافي يمكن للشركة تمويله داخليا او خارجيا.

كذلك يشير WCR المرتفع إلى سياسة رأس المال العامل الأكثر تحفظا وتشير النسبة المنخفضة إلى سياسة رأس المال العامل الأكثر عدوانية. يبلغ متوسط إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول ٥١% وهذا يشير الى شركات العينة تعتمد على الديون لتمويل

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسنان

أصولها. بلغ متوسط معدل العائد على الأصول (ROA) ٦% والذي يشير إلى ان ٦% من الربح يتولد من اجمالي الأصول. في حين بلغ متوسط معدل دوران الأصول ٩٧% والذي يشير إلى أن الشركات أكثر قدرة على استخدام أصولها لتوليد مبيعات مرتفعة وفي النهاية تعزز النمو المستدام. بلغ متوسط نمو المبيعات ١٢% مما يشير إلى زيادة مبيعات شركات العينة بهذا المعدل سنويا. فيما يقرب من ٤٢% من الرؤساء التنفيذيين في شركات العينة حاصلين على درجات علمية ذات علاقة بالتمويل والمحاسبة والاقتصاد. متوسط التدفق النقدي التشغيلي الى إجمالي الأصول كمقياس لتحيز الرئيس التنفيذي وتأثيره على اداء الشركة والذي يشير الى ان ١٠% من الرؤساء التنفيذيين في شركات العينة يرجعون سبب نجاح الشركة لأسباب خاصة بهم.

يشير اختبار Jarque-Bera بالنسبة لاختبار التوزيع الطبيعي Normality لبيانات المتغيرات بان جميع المتغيرات تحقق معنوية اقل من ٠.٠٥ مما يدل على عدم تحقيق التوزيع الطبيعي لبيانات المتغيرات. اشارت العديد من الدراسات إلى انه في حالة زيادة عدد المشاهدات عن ٣٠ مشاهدة فانه لا تسبب اي مشاكل (Field 2009, p.134) وقد بلغت عدد مشاهدات الدراسة ٣١٥ مشاهدة.

٢.٧ تحليل الارتباط Correlation analysis

يعرض جدول (٣) نتائج تحليل الارتباط الذي يفحص درجة الترابط الخطي بين عوامل الانحدار. يمكننا أن نستخلص عدم وجود علاقة متعددة الخطية بين المتغيرات المستقلة حيث لا يوجد ارتباط أكبر من ٠.٨. (Field 2009, p.224). علاوة على ذلك تم إجراء اختبار عوامل تضخم التباين (VIF) والذي يوضح ان جميع قيم المتغيرات المستقلة اقل من ٥ وبالتالي نستنتج أنه لا يوجد تبعية بين المتغيرات التفسيرية وبالتالي لا ينبغي استبعاد أي متغيرات من التحليل متعدد المتغيرات (O'Brien, 2007).

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسوان

جدول (٣): مصفوفة ارتباط بيرسون بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

	SGR	CCC	NWC	LEV	EDU	PRF	ROA	ASSET	SALES	VIF
SGR	1									
CCC	-0.252 **	1								3.57
NWC	-0.124 *	0.689 **	1							4.61
LEV	0.317 *	-0.387 **	0.567 **	1						3.01
EDU	0.028	-0.052	0.014	0.118 **	1					1.09
PRF	-0.139 **	0.101*	0.0452	-0.030	-0.008	1				1.04
ROA	0.130 *	0.129 **	0.280 **	-0.603 **	-0.002	-0.11 *	1			2.29
ASSET	0.260 **	-0.290 **	-0.075	-0.063	0.20 **	-0.13 **	0.306	1		1.36
SALES	0.103	-0.039	0.031	-0.087	0.012	0.045	0.25 **	0.150 **	1	1.07

Significance Levels:
 *** Correlation is significant at the 0.01 level.
 ** Correlation is significant at the 0.05 level.
 * Correlation is significant at the 0.1 level.

المصدر: اعداد الباحث

٣.٧ اختبار جودة ومعنوية البيانات Data quality testing

يوضح جدول (٤) نتائج الاختبارات المحددة لاستخدام انحدار المربعات الصغرى OLS وتوضيح كيفية التعامل مع عدم توافر تلك المحددات.

جدول (٤): نتائج الاختبارات المحددة لاستخدام انحدار المربعات الصغرى OLS

النتيجة	طريقة الاختبار	الاختبار
Sig. < .05	Jarque-Bera	Normality
VIF < 10	Variance Inflation Factor "VIF"	Multicollinearity
Sig. > .05	Lagrange Multiplier	Autocorrelation
Sig. < .05	Breusch Pagan	Heteroskedasticity
Sig. < .05	Hausman Test	Heterogeneity
Sig. > .05	Econometric Equations	Endogeneity

المصدر: اعداد الباحث

يتضح من الجدول (٤) ما يلي:

- يشير معامل تضخم التباين (VIF) بالنسبة لاختبار وجود علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة ما إذا كانت هناك علاقة خطية قوية بين المتغيرات المستقلة للنموذج؛ إذا كان VIF أكبر من أو يساوي ١٠ قد يكون هذا مؤشرا لتحيز في نموذج الانحدار (Sekaran & Bougie 2009, p.353) نتائج VIF لجميع المتغيرات أقل من ٥ وبالتالي لا توجد مشكلة الازدواج الخطي.

- يشير معامل Breusch Pagan بالنسبة لاختبار اختلاف تباين الخطأ عبر المشاهدات Heteroskedasticity بان Sig. < .05 مما يدل على وجود اختلاف في تباين الخطأ ويتم معالجة تلك المشكلة من خلال اخذ اللوغاريتم الطبيعي للمتغير التابع وكذلك استخدام انحدار المربعات الصغرى المرجح Weighted least square regression (WLS).

- يشير معامل Lagrange Multiplier بالنسبة لاختبار وجود ارتباط خطي في البواقي Autocorrelation ما اذا كان هناك ارتباط خطي بين البواقي؛ نظرا لان قيمة Sig. > .05 فهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي للبواقي.

- بالنسبة لاختبار عدم التجانس Heterogeneity نظرا لاعتماد الباحث على استخدام اسلوب Panel Data؛ حيث ان هذا الاسلوب يعتمد على طريقتين رئيسيتين وهما Fixed effects, Random effects وميزة هذا الاسلوب انه يوفر تقديرات قوية لمعاملات نموذج الانحدار اكثر من تحليل المقطع العرضي cross-sectional او تحليل السلاسل الزمنية time series (Gujarati, 2003).

قام الباحث بالتمييز بين اسلوب Fixed effects, Random effect من خلال القيام باختبار Hausman والذي يختبر الفرض القائل بان المعاملات التي تم تقديرها عن طريق اسلوب Random effects هي نفسها المعاملات التي تم تقديرها بواسطة اسلوب Fixed effects وفي حالة رفض الفرض فان تقديرات اسلوب Fixed effects تكون اكثر ملائمة من تقديرات اسلوب Random effects .

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستخدم للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح محمد اللطيف محسان

ونظرا لان قيمة P اكبر من ٥% فانه سوف يتم قبول الفرض وبتالى يتم تطبيق اسلوب Random effects .

- لا توجد مشكلة ارتباط المتغيرات التفسيرية بالخطأ والمعروفة بـ Endogeneity والتي قد تحدث نتيجة خطأ فى القياس؛ والمتغيرات المحذوفة. حيث ان قيمة P اكبر من ٥%.

٤.٧ اختبار فروض الدراسة

فى هذا الجزء سيتم اختبار كل فرض البحث ومعالجة مشكلة وجود اختلاف فى تباين الخطأ عبر المشاهدات من خلال اخذ اللوغاريتم الطبيعى للمتغير التابع وكذلك استخدام انحدار المربعات الصغرى المرجح Weighted least square regression (WLS). يوضح جدول (٥) نتيجة نموذج انحدار المربعات الصغرى المرجح ذو التأثير العشوائى.

Independent Variables	Random WLS		
	Coef	Z-Statistic	Sig.
(Constant)	.0227	0.89	0.376
CCC_w	-.0024	-1.34	0.181
NWC_w	.1831	0.43	0.665
leverage_w	2.0487	10.39	0.000**
EDU_w	-.1278	-2.20	0.028**
PRF_w	-.02514	-0.24	0.812
ROA_w	2.8736	7.79	0.000**
Asset turn over ratio _w	.1109	3.75	0.000**
Sales growth_w	.1089	1.35	0.176
Model indicator			
R ²	0.7722		
Probability of (J-statistics)	0.0000**		
Significance Levels:			
*** Correlation is significant at the 0.01 level.			
** Correlation is significant at the 0.05 level.			

المصدر: اعداد الباحث

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف محسنان

اختبار الفرض الأول والذي ينص على انه

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين مستوى التعليم المالى للرئيس التنفيذى ومعدل النمو المستدام للشركة "

تشير نتائج جدول(٥) إلى رفض الفرض الأول حيث يقدر معامل مستوى التعليم المالى للرئيس التنفيذى فى الشركات المصرية المدرجة بالعينة بـ -٢.٢٠ وهو معنوى عند مستوى ٥% حيث يشير ذلك إلى انه كلما ارتفع مستوى التعليم المالى للرئيس التنفيذى فانه يؤدي إلى انخفاض النمو المستدام وذلك لاعتمادهم على استخدام الديون بنسبة اكبر من اعتمادهم على التمويل الداخلى لتمويل صافى رأس المال العامل.

اختبار الفرض الثانى والذي ينص على انه

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين الاداء السابق للرئيس التنفيذى ومعدل النمو المستدام للشركة "

تشير نتائج جدول(٥) إلى قبول الفرض الثانى حيث يقدر معامل الاداء السابق للرئيس التنفيذى فى الشركات المصرية المدرجة بالعينة بـ -٠.٠٢ وهو غير معنوى حيث يشير ذلك إلى ان الرؤساء التنفيذيين للشركات المصرية المدرجة فى العينة لا يشعرون بان أدائهم فى السنوات السابقة هو الذى يحقق النمو المستدام للشركة. وان نسبة بسيطة من الرؤساء التنفيذيين فى شركات العينة يرجعون سبب نجاح الشركة لأسباب خاصة بهم.

اختبار الفرض الثالث والذي ينص على ان

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين نسبة الرافعة المالية للشركة ومعدل النمو المستدام للشركة "

تشير نتائج الجدول(٥) إلى رفض الفرض الثالث حيث يقدر معامل نسبة الرافعة المالية للشركة بـ -٢.٠٤ وهو معنوى عند مستوى ٥% حيث يشير ذلك إلى انه كلما زادت نسبة الرافعة المالية للشركة تؤدي لزيادة معدل النمو المستدام للشركة. وبالتالي توجد علاقة طردية بين نسبة الرافعة المالية للشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

اختبار الفرض الرابع والذي ينص على ان

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين نسبة نمو المبيعات للشركة ومعدل النمو المستدام للشركة "

تشير نتائج الجدول (٥) إلى قبول الفرض الرابع حيث يقدر معامل نسبة المبيعات للشركة بـ ٠.١٠ حيث يشير ذلك إلى انه كلما زادت نسبة المبيعات للشركة تؤدي لزيادة معدل النمو المستدام للشركة. وبالتالي توجد علاقة طردية غير معنوية بين نسبة المبيعات للشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

اختبار الفرض الخامس والذي ينص على ان

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين معدل استخدام الأصول بالشركة ومعدل النمو المستدام للشركة "

تشير نتائج الجدول (٥) إلى قبول الفرض الخامس حيث يقدر معامل معدل استخدام الأصول بالشركة بـ ٠.١١ وهو معنوى عند مستوى ٥% حيث يشير ذلك إلى انه كلما زاد معدل استخدام الأصول بالشركة يؤدي ذلك لزيادة معدل النمو المستدام للشركة. وبالتالي توجد علاقة طردية بين معدل استخدام الأصول بالشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

اختبار الفرض السادس والذي ينص على ان

" توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين ربحية الشركة ومعدل النمو المستدام للشركة "

تشير نتائج الجدول (٥) إلى قبول الفرض السادس حيث يقدر معامل نسبة ربحية الشركة بـ ٢.٨٧ وهو معنوى عند مستوى ٥% حيث يشير ذلك إلى انه كلما زادت نسبة ربحية الشركة تؤدي لزيادة معدل النمو المستدام للشركة. وبالتالي توجد علاقة طردية بين نسبة ربحية الشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

اختبار الفرض السابع والذي ينص على ان

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين صافى رأس المال العامل التشغيلي ومعدل النمو المستدام للشركة "

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح محمد اللطيف مسران

تشير نتائج الجدول (٥) إلى رفض الفرض السابع حيث يقدر معامل نسبة صافي رأس المال العامل التشغيلي للشركة بـ ٠.١٨ وهو غير معنوي حيث يشير ذلك إلى انه كلما زادت نسبة صافي رأس المال العامل التشغيلي للشركة تؤدي لزيادة معدل النمو المستدام للشركة. وبالتالي توجد علاقة طردية غير معنوية بين نسبة صافي رأس المال العامل التشغيلي للشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

اختبار الفرض الثامن والذي ينص على ان

" توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين إدارة رأس المال العامل ومعدل النمو المستدام للشركة "

تشير نتائج الجدول (٥) إلى قبول الفرض الثامن حيث يقدر معامل رأس المال العامل للشركة بـ -٠.٠٠٢ وهو غير معنوي حيث يشير ذلك إلى انه كلما زاد رأس المال العامل للشركة يؤدي لتخفيض معدل النمو المستدام للشركة. وبالتالي توجد علاقة عكسية بين رأس المال العامل للشركة ومعدل النمو المستدام للشركة.

٥.٧ تحليل التأثير المتوسط لرأس المال العامل moderating effect

يوضح جدول (٦) التأثير المتوسط لرأس المال العامل في العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي والمتمثلة في مستوى التعليم المالي والأداء السابق للرئيس التنفيذي على معدل النمو المستدام في الشركات المدرجة في البورصة المصرية. حيث يوضح الجدول عدم وجود تأثير معنوي لرأس المال العامل على العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي ومعدل النمو المستدام للشركات.

جدول (٦): التأثير المتوسط لرأس المال العامل

Independent Variables	Random WLS		
	Coef	Z-Statistic	Sig.
(Constant)	-2.27	-13.34	0.000**
CCC_w	-0.002	-3.034	0.003**
NWC_w	0.825	4.453	0.000**
leverage_w	1.774	9.631	0.000**
EDU_w	-0.137	-1.124	0.262
PRF_w	0.167	0.615	0.539
ROA_w	3.204	7.512	0.000**

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسران

Asset turn over ratio _ w	0.072	1.231	0.220
Sales growth_w	0.187	1.581	0.116
EDU*CCC	0.001	0.705	0.482
PRF*CCC	-0.002	-1.174	0.242
Model indicator			
R^2	0.447		
Probability of (J-statistics)	0.0000**		
Significance Levels:			
*** Correlation is significant at the 0.01 level.			
** Correlation is significant at the 0.05 level.			
* Correlation is significant at the 0.1 level.			

المصدر: اعداد الباحث

٨. النتائج والتوصيات

٨.١ نتائج البحث

حاول الباحث اختبار مدى تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي من خلال دراسة كلا من مستوى التعليم المالى للرئيس التنفيذي والأداء السابق للرئيس التنفيذي على معدل النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية. سعى الباحث ايضا فى محاولة التعرف على التأثير المتوسط لرأس المال العامل على العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي ومعدل النمو المستدام للشركة. وقد اسفر التحليل الاحصائى للبيانات على النتائج التالية:

- ان هناك مجموعة من المتغيرات والعوامل الاساسية التي تحدد النمو معدل النمو المستدام للشركات فى الواقع المصرى وتلك المتغيرات هى الرافعة المالية؛ الربحية؛ معدل استخدام الأصول ومستوى التعليم المالى للرئيس التنفيذي.
- يتمتع الرؤساء التنفيذيين فى الشركات المصرية بالثقة الإدارية المرتفعة وذلك نظرا لاعتمادهم على استخدام الديون بنسبة اكبر من اعتمادهم على التمويل الداخلى لتمويل صافى رأس المال العامل. وهذا يوضح كيفية تأثير الثقة الإدارية الزائدة للرئيس التنفيذي كأحد الخصائص الشخصية على النمو المستدام للشركات.

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسران

- رأس المال العامل ليس له دور وسيط في التأثير على العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي ومعدل النمو المستدام للشركات في الواقع المصري.

٢.٨ توصيات البحث

في ضوء ما اسفر عنه البحث من مراجعة لأدبيات التمويل وما تم التوصل اليه من نتائج يوصى الباحث بما يلي:

- الاعتماد على مقاييس اخرى للجوانب الشخصية للرئيس التنفيذي بالرغم من أن نتائج هذا البحث قد تمنح صانعي القرارات نظرة ثاقبة حول تأثير الثقة الإدارية المفرطة على معدل النمو المستدام للشركات.

- القيام بأبحاث تجريبية من خلال تزويد الرؤساء التنفيذيين بسيناريوهات وهمية لصنع القرار بغرض اختبار تأثير التحيزات السلوكية بطريقة خاضعة للرقابة واستخدام اسلوب دراسة الحالة.

- استخدام مؤشر عدم التأكد الاقتصادي للتعرف على تأثيره على إدارة رأس المال العامل للشركات المصرية في ظل الازمات التي تواجهها دول العالم ودور الخصائص الشخصية للرؤساء التنفيذيين للشركات على قراراتهم في ظل ما تتخذه الدول من اجراءات احترازية.

٩. المراجع

1. Abor, J. (2007), "Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms", The International Journal of Effective Board Performance, Vol. 7 No. 1, pp. 83-92.
2. Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: The case of Jordan. International Journal of Managerial Finance, 8(2), 155-179.
3. Aktas, Nihat, Croci, Ettore, Petmezas, Dimitris, 2015. Is working capital management value-enhancing? Evidence from Firm Performance and Investments. J. Corp. Finance 30 (February), 98–113.
4. Ashta, A. (2008). Sustainable growth rates : refining a measure. Strategic Change, 17, 207–214.
5. Balafas, N. and Florackis, C. (2014), "CEO compensation and future shareholder returns: evidence from the London stock exchange", Journal of Empirical Finance, Vol. 27, pp. 97-115.
6. Barros, L., and A. Da Silveira. 2009. "Overconfidence, Managerial Optimism, and the Determinants of Capital Structure." Brazilian Review of Finance 6 (3): 293–335.
7. Becker, M. H. (1970). Sociometric location and innovativeness: Reformulation and extension of the diffusion model. American Sociological Review, 35(2), 267–282.
8. Ben Mohamed, E., Fairchild, R., & Bouri, A. (2014). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms. Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 19(36), 11–18.
9. Ben-David, I., J. Graham, and C. Harvey. 2007. "Managerial Overconfidence and Corporate Policies." Working paper, Duke University.

10. Bertrand, Mariann, Schoar, Antoinette, 2003. Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*. 118 (4), 1169–1208.
11. Boisjoly, Russell P., Conine, Thomas E., McDonald IV, Michael B., 2020. Working capital management: Financial and valuation impacts. *J. Bus. Res.* 108 (March), 1–8.
12. Botoc, C., & Anton, S. G. (2018). Is profitability driven by working capital management? Evidence for high-growth firms from emerging Europe. *Journal of Business Economics and Management*, 18(6), 1135–1155.
13. Burney, R., James, H., & Wang, H. (2021). Working capital management and CEO age. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 30, 1-15.
14. Chuang, T.-T., Nakatani, K. and Zhou, D. (2009), “An exploratory study of the extent of information technology adoption in SMEs: an application of upper echelon theory”, *Journal of Enterprise Information Management*, Vol. 22 Nos 1/2, pp. 183-196.
15. Churchil, N. C., & Mullins, Lj. (2001). How Fast Can Your Company Afford to Grow? *Harvard Business Review*, 79(5), 135–143.
16. Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30(3/4), 573-587.
17. Dhole, S., Mishra, S., & Pal, A. (2019). Efficient working capital management, financial constraints and firm value: A text-based analysis. *Pacific-Basin Finance Journal*.
18. Dollinger, M. J. (1984). Environmental boundary spanning and information processing effects on organizational performance. *Academy of Management Journal*, 27(2), 351–368.

19. Eaton, J., & Rosen, H. S. (1983). Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration. *Journal of Finance*, 38(5), 1489–1505.
20. Fairchild, R. (2009), “Managerial overconfidence, moral hazard problems, and excessive life-cycle debt sensitivity”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 6 No. 3, pp. 35-42.
21. Field, A., 2009. *Discovering statistics using spss third*. Saga.
22. Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. St Paul: West Publishing Company, Minneapolis, 22(2), 221–224.
23. Fonseca, M.M., Ramos, C.G., & Tian, G. (2012). The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model For Managers And Researchers. *The Journal of Applied Business Research*. 28, 481-500.
24. Garcia-Teruel, Pedro, Martinez-Solano, Pedro, 2007. Effects of working capital management on SME profitability. *Int. J. Manage. Finance* 3, 164–177.
25. Geletkanycz, M. A., & Boyd, B. K. (2011). CEO outside directorships and firm performance: A reconciliation of agency and embeddedness views. *Academy of Management Journal*, 54(2), 335–352.
26. Gibbons, Robert, Murphy, Kevin J., 1992. Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence. *Journal of Political Economy*. 100 (3), 468–505.
27. Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103–121.
28. Granovetter, M. (1985). Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American Journal of Sociology*, 91(3), 481–510.
29. Granovetter, M. S. (1973). The strength of weak ties. *American Journal of Sociology*, 78(6), 1360–1380.

30. Gujarati, D.N. 2003. Basic Econometrics. New York: McGraw Hill Book Co.
31. Gunz, H. P., & Jalland, R. M. (1996). Managerial careers and business strategies. *Academy of Management Review*, 21(3), 718–756.
32. Gupta, G., Mahakud, J., & Debata, B. (2018). Impact of CEO's characteristics on investment decisions of Indian listed firms: Does crisis make any difference?. *Cogent Economics & Finance*, 6, 1–15.
33. Hackbarth, D. (2008), "Managerial traits and capital structure decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43 No. 4, pp. 843-882.
34. Hambrick, D. C., Geletkanycz, M. A., & Fredrickson, J. W. (1993). Top executive commitment to the status quo: Some tests of its determinants. *Strategic Management Journal*, 14(6), 401–418.
35. Hambrick, D.C. and Mason, P.A. (1984), "Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers", *Academy of Management Review*, Vol. 9 No. 2, pp. 193-206.
36. Haron, R. (2014), "Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 10 No. 1, pp. 23-38.
37. Haynes, K. T., & Hillman, A. (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145–1163.
38. Hermalin, S., & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20, 101–112.
39. Hien Tran, Abbott, M., & Jin-Yap, C. (2017). How Does Working Capital Management Affect The Profitability of Vietnamese Small and Medium Sized Enterprises ? Introduction. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24, 2–11.

40. Higgins, R. C. (1977). How Much Growth Can A Firm Afford? *Financial Management*, 6(Fall), 7-16.
41. Hill, M. D., Kelly, G. W. and Highfield, M. J. (2010), "Net operating working capital behavior: A first look", *Financial Management*, 39(2), pp. 783-805.
42. Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
43. Hirshleifer, D. (1993). Managerial reputation and corporate investment decisions. *Financial Management*, 22(2), 145–160.
44. Hirshleifer, David, Thakor, Anjan V., 1992. Managerial conservatism, project choice, and debt. *Rev. Financ. Stud.* 5 (3), 437–470.
45. Holmstrom, B., & Costa, J. R. I. (1986). Managerial incentives and capital management. *The Quarterly Journal of Economics*, 101(4), 835–860.
46. Holmström, Bengt, 1999. Managerial incentive problems: A dynamic perspective. *Rev. Econom. Stud.* 66 (1), 169–182.
47. Hu, C., & Liu, Y. J. (2015). Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment. *Journal of Corporate Finance*, 30, 11–31.
48. Iqbal, S., & Butt, S. A. (2015). Impact of behavioural biases on working capital management of manufacturing sector of Pakistan: a non-parametric investigation approach. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 55, 147-153.
49. Jalal, Abu, Khaksari, Shahriar, 2020. Cash cycle: A cross-country analysis. *Financ. Manage.* 49 (3), 635–671.
50. Kayani, Umar Nawaz, Silva, Tracy-Anne De, Gan, Christopher, 2019. Working capital management and corporate governance: A new pathway for assessing firm performance. *Appl. Econ. Lett.* 26 (11), 938–942.

51. Kieschnick, R., Laplante, M., Moussawi, R., 2013. Working capital management and Shareholders' wealth. *Rev. Finance* 17 (5), 1827–1852.
52. Kim, Y.H. (2013), "Self attribution bias of the CEO: evidence from CEO interviews on CNBC", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37 No. 7, pp. 2472-2489.
53. Laghari, Fahmida, Chengang, Ye, 2019. Investment in working capital and financial constraints. *Int. J. Manage. Finance* 15 (2), 164–190.
54. Lamptey, J., Marsidi, A., & Usman, B. (2020). Overconfidence Behavioral Bias in Working Capital Management and Performance of Small and Medium Enterprise in Ghana: A Conceptual Paper. *Malaysian Journal of Social Sciences and Humanities*, 5(7), 124–129.
55. Li, X., Low, A., & Makhija, A. K. (2014). Career concerns and the busy life of the young CEO. Fisher College of Business Working Paper No. 2011-03-004.
56. Li, Z.L., Zhao, H.P. and Song, Y.F. (2009), "Empirical research on managerial overconfidence and corporate financing behavior of pecking-order", *IEEE 16th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management (IE&EM 2009)*, pp. 1496-1500.
57. Ma, Liangbo, Ma, Shiguang, 2020. Trade credit use and bank loan access: An agency theory perspective. *Account. Finance* 60 (2), 1835–1865.
58. Malmendier, U. and Tate, G. (2005), "CEO overconfidence and corporate investment", *The Journal of Finance*, Vol. 60 No. 6, pp. 2661-2700.
59. Miller, D. (1991). Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, 37(1), 34–52.
60. Miller, D., & Shamsie, J. (2001). Learning across the life cycle: Experimentation and performance among the hollywood studio heads. *Strategic Management Journal*, 22(8), 725–745.

61. Miller, D.T. and Ross, M. (1975), "Self-serving biases in the attribution of causality: fact or fiction?", *Psychological Bulletin*, Vol. 82 No. 2, pp. 213-225.
62. Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of Management Review*, 23(2), 242-266.
63. Nastiti, P. K. Y., Atahau, D.R.A. & Supramono, S. (2019). Working capital management policy: Female top managers and firm profitability. *Central European Management Journal*, 27(3), 107-127.
64. Nastiti, P., Atahau, A., & Supramono, S. (2019). Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth. *Business: Theory and Practice*, 20, 61-68.
65. Nekby, L., Thoursie, P.S. and Vahtrik, L. (2008), "Gender and self-selection into a competitive environment: are women more overconfident than men?", *Economics Letters*, Vol. 100 No. 3, pp. 405-407.
66. Nielsen, S. (2010), "Top management team diversity: a review of theories and methodologies", *International Journal of Management Reviews*, Vol. 12 No. 3, pp. 301-316.
67. Nofsinger, J. (2003,2005), "Social mood and financial economics", *The Journal of Behavioral Finance*, Vol. 6 No. 3, pp. 144-160.
68. O'BRIEN, M.R. 2007. A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity* 41:673-690.
69. Oseifuah EK, Gyekye A (2016) Cash conversion cycle theory and corporate profitability: Evidence from non- financial firms listed on the Johannesburg Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management* 6 (9): 37-51.
70. Padachi, K., Howorth, C., & Narasimhan, M. S. (2012). Working Capital Financing Preferences : The Case of Mauritian Manufacturing

- Small and and Medium-Sized. Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, 8(1), 125–157.
71. Pais, Maria Amélia, Gama, Paulo Miguel, 2015. Working capital management and SMEs profitability: Portuguese evidence. Int. J. Manage. Finance 11 (3), 341–358.
72. Palombini NNV, & Nakamura W (2012). Key factors in working capital management in the Brazilian market. Revista de Administração de Empresas, 52 (1): 55-69.
73. Prendergast, Canice, Stole, Lars, 1996. Impetuous Youngsters and Jaded Oldtimers: Acquiring a reputation for learning. J. Political Econ. 104 (6), 1105–1134.
74. Rahayu, S.M. (2019). Mediation Effects Financial Performance toward Influences of Corporate Growth and Assets Utilization. International Journal of Productivity and Performance Management, 68 (5), 981-996.
75. Rahim, N. (2017). Sustainable Growth Rate and Firm Performance: A Case Study in Malaysia, 3(2), 48–60.
76. Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, The Journal of Finance, Vol. 50 No. 5, pp. 1421-1460.
77. Rajan, R.G. and Zingales, L. (2012), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, The Journal of Finance, Vol. 50 No. 5, pp. 1421-1460.
78. Rakhmayil, S. and Yuce, A. (2013), “Executive qualification and firm value”, Journal of Applied Business and Economics, Vol. 14 No. 5, pp. 52-70.
79. Ramiah, V., Zhao, Y., & Moosa, I. (2014). Working capital management during the global financial crisis: The Australian experience. Qualitative Research in Financial Markets, 6(3), 332-351.

80. Richard, O. C., Wu, P., & Chadwick, K. (2009). The impact of entrepreneurial orientation on firm performance: The role of CEO position tenure and industry tenure. *The International Journal of Human Resource Management*, 20(5), 1078–1095.
81. Rihab, B.A., & Lotfi, B.J. (2016). Managerial overconfidence and debt decisions. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(4), 225-241.
82. Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). Herd behavior and investment. *American Economic Review*, 80, 465–479.
83. Scharfstein, David, Stein, Jeremy, 1990. Herd behavior and investment. *American Economic Review*. 80, 465–479.
84. Sekaran, U. & Bougie, R., 2009. *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach* 5th ed., New York: John Willey and Sons.
85. Serfling, Matthew A., 2014. CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance* 25 (April), 251–273.
86. Shapiro, A. C., & Balbirer, S. D. (2000). *Modern Corporate Finance: A Multidisciplinary Approach To Value Creation*. New Jersey: Prentice Hall.
87. Shin, Hyun-Han, Soenen, Luc, 1998. Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financ. Pract. Educ.* 8, 37–45.
88. Soenen, L., 1993. Cash conversion cycle and corporate profitability. *J. Cash Manage.* 13, 53–58.
89. Ting, I.W.K., Lean, H.H., Kweh, Q.L., Azizan, N.A., (2016), “Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 12 No. 1, pp. 4-24.
90. Virany, B., Tushman, M. L., & Romanelli, E. (1992). Executive succession and organization outcomes in turbulent environments: An organization learning approach. *Organization Science*, 3(1), 72–91.

تأثير الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي على النمو المستدام للشركات المقيدة في البورصة المصرية ...

د/ محمد صالح عبد اللطيف مسران

91. Wang, Z., Akbar, M., & Akbar, A. (2020). The Interplay between Working Capital Management and a Firm's Financial Performance across the Corporate Life Cycle. *Sustainability*, 12(4), 1-16.
92. Wei, J., Min, X. and Jiaying, Y. (2011), "Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms: analysis based on China's listed companies", *China Finance Review International*, Vol. 1 No. 3, pp. 262-279.
93. Zwiebel, Jeffrey, 1995. Corporate conservatism and relative compensation. *Journal of Political Economy*. 103, 1-25.