

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي
في القطاعين الخاص والأعمال العام
دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

دكتور

السيد أحمد محمود فودة

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

الملخص :

استهدف البحث اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام في ضوء نظرية الصفوف الإدارية العليا، بالإضافة إلى اختبار أثر كفاءة التكلفة على هذه العلاقة. وتم تطبيق البحث على عينة إجمالية مكونة من (١٣٥) شركة مساهمة مصرية مدرجة ببورصة الأوراق المالية، وذلك بإجمالي عدد مشاهدات قدره (١٢١٥) مشاهدة خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨. وتم تقسيم العينة الإجمالية إلى عينتين مستقلتين؛ الأولى، مكونة من (٩٦) شركة منتمية للقطاع الخاص. والثانية، مكونة من (٣٩) شركة منتمية لقطاع الأعمال العام.

وقد اعتمد الباحث في قياس القدرة الإدارية للمدراء على استخدام نموذج (Demerjian et al. 2012)؛ الذي يعتمد على أسلوب تحليل مغلف البيانات (Data Envelopment Analysis) لبيان دور المدراء في تحديد الكفاءة الكلية للشركة إلى جانب الخصائص المحددة لها. كما تم قياس كفاءة التكلفة باستخدام المفهوم الذي قدمته دراسة (Hoitash et al. 2016) والذي يدور حول قدرة الشركات على تحقيق نمواً في المبيعات وذلك بمعدل أكبر من تكاليف التشغيل اللازمة بما فيها تكاليف إضافة الموارد الجديدة لمواجهة الزيادة في المبيعات المستقبلية. بينما تم قياس الأداء المالي المستقبلي للشركات خلال ثلاثة فترات مستقبلية باستخدام ثلاثة مقاييس هي: معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة، ومعدل العائد

على حقوق الملكية. وذلك لتحليل مدى استقرار وثبات النتائج (Robustness Analysis). وتم اختبار فرضية البحث باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة المختلطة (Mixed Fixed Effects Model)؛ الذى يجمع بين نموذجي التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) والعشوائية (Random Effects Model). وذلك لمراعاة أثر اختلاف الزمن على النتائج وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة، بالإضافة إلى مراعاة اختلاف طبيعة الشركات والقطاعات التى تنتمى إليها، والتي يتم إدراجها بالخطأ العشوى وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية. وذلك دون إدخال متغيرات وهمية حتى لا يتعقد النموذج.

وأوضحت نتائج البحث عن وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية للمدراء والأداء المالي المستقبلي للشركات خاصة المنتمية للقطاع الخاص فى نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية. بينما كانت هذه العلاقة سلبية وغير دالة إحصائياً بالتطبيق على الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام. وقد يرجع ذلك إلى اهتمام شركات قطاع الأعمال العام بتحقيق الأهداف الإجتماعية والسياسية للدولة على حساب تحقيق الربحية، بالشكل الذى قد يجعل الأداء المالي المستقبلي لتلك الشركات لا يتوقف فقط على القدرة الإدارية للمدراء. وهذا ما أشارت إليه نتائج البحث بصفة عامة بشأن وجود أثر إيجابى وذو دلالة إحصائية لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص (باستخدام المقاييس الثلاثة للأداء المالي)، وقطاع الأعمال العام (باستخدام معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة، ومعدل العائد على حقوق الملكية). ومن ثم، تعد كفاءة التكلفة بمثابة العامل المحفز للقدرة الإدارية للمدراء على تحسين الأداء المالي المستقبلي للشركات فى نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية. وذلك انطلاقاً من أهمية كفاءة التكلفة إلى جانب القدرة الإدارية للمدراء فى زيادة المبيعات وتوليد ربحية مستقبلية أعلى؛ نظراً لإمكانية حصول الشركات على مواردها الإضافية بتكاليف تعديل أقل من معدل زيادة مبيعاتها المستقبلية، ومن ثم ضمان استمرار تحقيق الشركات أداء مالي أفضل مستقبلاً. المصطلحات الأساسية: القدرة الإدارية، كفاءة التكلفة، الأداء المالي المستقبلي، نظرية الصفوف الإدارية العليا.

Abstract:

This study aimed to investigate the relationship between managerial ability and future financial performance of companies in the private and public sectors in the light of upper echelon theory. In addition to examining the effect of cost efficiency on this relationship, using a total sample of 135 (Egyptian listed companies on Stock Exchange, with a total of 1215 (observations during the period from 2010 to 2018. The total sample was divided into two independent samples; the first included 96 (companies belonging to the private sector. And the second, included 39 (companies belonging to the public sector.

The researcher measured managerial ability used a model of Demerjian et al. 2012(; which depend on the method of data envelopment analysis to demonstrate the role of managers in determining the overall efficiency of the company in addition to its specific characteristics. Cost efficiency was measured using the concept presented by the study Hoitash et al. 2016(, which revolves around the ability of companies to achieve growth rate of sales greater than operating costs, including the costs of adding new resources to meet increasing in future sales. Whereas, the future financial performance of companies was measured during three future periods using three measures as follow :return on assets) ROA(, the industry – adjusted ROA, and return on equity) ROE.(To analyze the stability and reliability of the results) robustness analysis. (The researcher depended on

white robust standard error, and mixed fixed effects model in examining the research hypotheses; which combines the fixed effects model and the random effects model .To take into account the effect of time differences on the results according to the fixed effects model, in addition to taking into account the different nature of the companies and sectors which they belong, which are inserted into the model in random error according to the random effects model without inserted dummy variables to make the model not complicated.

The results indicated that there was a positive statistically significant relationship between the managerial ability and future financial performance of companies, especially those belonging to the private sector, at the end of the three future periods .While this relationship was negative and not statistically significant in application to companies belonging to the public sector .This may be due to the interest of companies which belonging to public sector in achieving the state's social and political goals at the expense of profitability, in a manner that may make the future financial performance of these companies not only dependent on the managerial ability of managers .The research results indicated that there was a positive and statistically significant effect of cost efficiency on the relationship between managerial ability and future financial performance of companies, whether belonging to private (using three measures of financial performance) or public sector (using the industry – adjusted ROA, and return on equity)ROE .

Hence, cost efficiency is the catalyst for the managerial ability to improve future financial performance of companies at the end of the three future periods .Based on the importance of cost efficiency as well as managerial ability to increase sales and generate higher future profitability due to the possibility of companies obtaining additional resources with adjustment costs less than growth rate of their future sales, and thus ensuring the companies achieving better financial performance in the future.

Keywords: Managerial Ability, Cost Efficiency, Future Financial performance, Upper Echelon Theory.

أولاً: مقدمة ومشكلة البحث

يعد فهم وتحليل كيفية تحسين الأداء المالي للشركات من الموضوعات البحثية التي حازت على اهتمام العديد من الأدبيات المالية المحاسبية، وفي الآونة الأخيرة أثار العديد من الدراسات (e.g. Bertrand and Schoar, 2003; , أهمية دراسة التساؤل البحثي الخاص بتأثير خصائص الإدارة على الأداء المالي للشركات وذلك انطلاقاً مما اقترحه نظرية الصفوف الإدارية العليا (Upper Echelon Theory) بشأن أهمية ودور الخصائص الفردية لكبار المدراء التنفيذيين (السمعة "Reputation"، الموهبة "Talent"، القدرة الإدارية "Managerial Ability") في التأثير على سلوكيات الشركات نحو اختيار استراتيجياتها ومواجهة المخاطر المستقبلية، وذلك من خلال ما يتخذونه من قرارات على درجة عالية من الأهمية بالنسبة لشركاتهم بما في ذلك قرارات تعديل الموارد. وبهذا الشكل من المحتمل أن تشكل الخصائص الشخصية للمدراء قراراتهم نتيجة تأثير تلك الخصائص على إدراكهم لبيئتهم وطريقة استجابتهم للبيئة المحيطة بهم، بما قد يؤثر على النتائج المالية للشركات ومن ثم أدائها المستقبلي (Hambrick, 2007).

واستناداً للرؤى الخاصة بنظرية الصفوف الإدارية العليا تعد القدرة الإدارية من أهم السمات الشخصية للمدير التنفيذي (CEO) التي من المحتمل أن تؤثر على الأداء المستقبلي للشركة، وتشير القدرة الإدارية إلى خبرة المدراء ومعرفتهم بأنشطة شركاتهم وبيئات الأعمال التي تنتمي إليها. بما قد يمكنهم من استخدام الموارد المحدودة المتاحة بشكل أكثر كفاءة وتحويلها إلى إيرادات (Demerjian et al, 2012). وفي هذا الإطار وثقت العديد من الدراسات ارتباط المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة بتحقيق نتائج مالية أفضل للشركة من خلال زيادة قدرتها على مواجهة المخاطر المستقبلية (Bernile et al, 2017)، وقيام الإدارة بإعداد توقعات أكثر دقة للأرباح (Olsen et al, Baik et al, 2011; 2017)، وانخفاض الممارسات العدوانية للتجنب الضريبي (Francis et al, Christensen et al, 2013).

al. 2015)، وانخفاض أتعاب المراجعة (Krishnan and Wang, 2015) وإجراء تغييرات أقل على المراجعين (Seay and Williams, 2012).

كما أشارت دراسة كلٍ من (Demerjian et al. 2013; Krishnan and Wang, 2015) إلى أن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة أكثر قدرة مقارنة بنظرائهم ممن يعملون في نفس الصناعة على فهم التغييرات الاقتصادية والتكنولوجية بالصناعة، والتنبؤ بقاعدة العملاء وحجم الطلب على المنتج، واختيار الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وعدم الانسياق وراء توقعات غير واقعية بشأن الاستثمارات المستقبلية، بالشكل الذي قد يجعلهم أكثر قدرة على تحقيق أداء مالي تشغيلي أفضل. أيضاً، وثقت دراسة (Andreou et al. 2015) قدرة المدراء ذوي القدرة الإدارية المرتفعة على وضع توقعات أفضل لظروف العمل المستقبلية وبناء استراتيجيات فعالة للمشتريات واستخدام موارد الشركة لإنتاج المخرجات التي يمكن أن تقود الشركة نحو تحقيق أداء مالي جيد في المستقبل.

وعلى الرغم من وجود العديد من الأدلة الاختبارية الداعمة لوجهة النظر الخاصة بقدرة المدراء ذوي القدرة الإدارية المرتفعة على تحسين النتائج المالية للشركات، بما قد ينعكس إيجابياً على الأداء المستقبلي لها. إلا أن ذلك قد يتعارض مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (Francis et al. 2009; Malmendier and Tate, 2008) التي ربطت بين المدراء التنفيذيين ذوي السمعة الطيبة وانخفاض جودة الأرباح. وعلى نفس المنوال، تصف دراسات أخرى (Habib, 2016; Demerjian et al., 2005; Hendry, 2017; Hasan, 2017) المدراء الأكثر قدرة إدارية - وفقاً لفرضية التبريح الإداري (Rent Extraction Hypothesis) - على أنهم أصحاب كفاءة في البحث عن تحقيق منافعهم أو مصالحهم الشخصية (الذاتية) وذلك من خلال التلاعب بتوقعات الأطراف الخارجية من أصحاب المصالح المرتبطين بالشركة واستغلال الفرص بشكل انتهازي لتضخيم الأرباح أو تمهيدها.

ومن ثم فإن القدرة الإدارية التي قد يمتلكها المدراء التنفيذيين قد لا تؤدي بالضرورة إلى ضمان استمرارية تحسن الأداء المالي المستقبلي للشركات خاصة في

ظل اختلاف دالة الهدف الخاصة بها، ففي الشركات المملوكة لقطاع الأعمال العام (التي تسيطر الدولة على حق إدارتها مقابل ملكيتها لنسبة لا تقل عن ٥١% من أسهم تلك الشركات) يلاحظ أن دالة الهدف الخاصة بها تسعى نحو تغليب الأهداف الإجتماعية والسياسية للدولة على أهداف تعظيم الربح وذلك من خلال زيادة أو الحفاظ على مستويات توظيف العمالة للحد من معدلات البطالة، أو الحفاظ على صناعات إستراتيجية معينة. بينما تسعى الشركات التي تنتمي إلى القطاع الخاص إلى تغليب الأهداف الاقتصادية على الأهداف الإجتماعية والسياسية لتعظيم كل من الأرباح وقيمة الشركة؛ التي قد تنعكس إيجابياً على ثروة الملاك في الأجل الطويل. بما قد يوفر دوافع رقابية أعلى على تصرفات وسلوكيات المدراء في الشركات المنتمية للقطاع الخاص مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام، وذلك بهدف تحسين الأداء المالي المستقبلي لتلك الشركات (عفيفي، ٢٠١٣). أما بالنسبة للشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام فقد أيدت نتائج دراسة (Bertrand et al. 2018) وجود آثار سلبية على قيمة وأداء تلك الشركات التي ترتبط بعلاقات سياسية بالدولة، وذلك نتيجة انخفاض ربحيتها مقارنة بغيرها من الشركات التي ليس لها روابط سياسية.

كما يمكن قياس الأداء بشكل أكثر وضوحاً في الشركات التي تنتمي إلى القطاع الخاص - مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام - نظراً لأن هدفها الأساسي هو تعظيم الربح، ومن ثم فإن التركيز على مقاييس الأداء المالي في الشركات التي تنتمي إلى القطاع الخاص قد يسهم في مساعدة المساهمين على ضبط أداء مدراء الشركات ممن يفشلون في تحقيق أهداف تعظيم الربحية. بالشكل الذي قد يدفع الشركات المنتمية للقطاع الخاص نحو توظيف المدراء الأكفاء والأكثر قدرة إدارية من خلال وضع نظم جيدة للحوافز والمكافآت لجذب أكفأ المدراء، بما قد ينعكس إيجابياً على تحسين الأداء المستقبلي لها. وذلك على العكس في شركات قطاع الأعمال العام التي قد تعاني في معظمها من تدنى مستويات الأجور. بالشكل الذي قد يؤدي إلى عدم وجود دوافع لدى المسؤولين الحكوميين والسياسيين (ممثلي الدولة في إدارة شركات قطاع الأعمال العام) لزيادة ثروة المساهمين أو تحسين الأرباح التشغيلية (Chaney et al. 2011).

بالإضافة إلى أنهم قد يمارسون ظغوطاً على الشركات من أجل تعظيم مصالحهم السياسية من خلال تحويل الثروة إلى الناخبين على حساب مساهمي الشركة.

كذلك يمكن للمسؤولين الحكوميين والسياسيين من خلال سيطرتهم السياسية على الشركات المملوكة للدولة، توجيه هذه الشركات لتحمل المزيد من تكاليف العمالة (على سبيل المثال: زيادة الأجور، والحفاظ على مستويات التوظيف) في محاولة لكسب الدعم السياسي (Ang et al. 2013; Boubakri et al 2011). بما قد يضر بالأداء المستقبلي لشركات قطاع الأعمال العام. وبناءً على ذلك، قد تختلف طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في شركات القطاع الخاص مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام.

ومن هنا يثار التساؤل الأول لمشكلة البحث في: هل تختلف طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات في القطاع الخاص مقارنة بمثيلاتها ممن تنتمي إلى قطاع الأعمال العام أم لا؟.

وفي إطار تتبع الأدلة المتناقضة حول دور القدرة الإدارية في تحسين الأداء المستقبلي للشركات تولد لدى الباحث الدافع نحو دراسة واختبار احتمالية وجود متغيرات أخرى قد تنظم هذه العلاقة؛ حيث أوضحت دراسة كلٍ من (g.e. , Demerjian et al. 2012; Chen et al. 2015; Bonsall IV et al. 2017). أن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة أكثر قدرة على تحسين الأداء المالي للشركات وذلك بسبب قدرتهم على زيادة المبيعات. ومع ذلك، فإن زيادة المبيعات المستقبلية لا تعني بالضرورة تحقيق ربحية أعلى؛ لأن زيادة المبيعات تتطلب في الغالب إضافة موارد لتلبية الطلبات المتزايدة. ويمكن للشركات الاستفادة من زيادة مبيعاتها في تحقيق أداء مالي أفضل فقط عندما تقوم بإضافة الموارد بمعدل أقل من معدل نمو مبيعاتها (Brush and Bromiley, 2000; Davidsson et al. 2009). وفي هذا الصدد، فإن الشركات التي تمكنت من الحصول على مواردها وبتكاليف تعديل أقل من المرجح أن تزداد ربحيتها المستقبلية، لأن التكاليف المرتبطة بإضافة الموارد الجديدة يتوقع أن تكون أقل من مقدار الزيادة في مبيعاتها المستقبلية (Banker and Byzalov, 2014; Banker et al. 2018).

ومن ثم يتوقع أن تلعب كفاءة التكلفة (Cost Efficiency) دوراً هاماً في الشركات التي تشهد زيادة في المبيعات المستقبلية، مع الأخذ في الاعتبار أن نمو المبيعات لا يترجم بالضرورة إلى ربحية أعلى في المستقبل. وعلى سبيل المثال، من الممكن أن يكون نمو المبيعات في المستقبل غير مريح وذلك إذا تطلب هذا النمو موارد إضافية أكبر. ووفقاً للأدبيات المتعلقة بلزوجة التكاليف، فإن الشركات التي تحقق كفاءة التكلفة (efficient firms-cost) ستترجم نمو المبيعات إلى زيادة الربحية وذلك إذا كانت تمتلك أو يمكنها الحصول على الموارد بتكاليف تعديل أقل "adjustment costs" (Anderson et al. 2003).

وبالتالي من المرجح أن يكون لدى الشركات التي تحقق كفاءة التكلفة موارد متاحة - بتكاليف تعديل أقل - أكثر نسبياً مقارنة بمثيلتها من الشركات الأقل من حيث كفاءة التكلفة. ووفقاً لهذا التصور عندما يقوم المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة بإدارة شركات تحقق كفاءة التكلفة، عندئذ يكون الوضع أقل تحدياً من حيث زيادة الموارد وذلك نتيجة زيادتها بمعدل أقل من معدل نمو المبيعات. بينما على العكس، يكون الوضع أكثر تحدياً عند قيام المدراء بإدارة شركات تحقق مستوى أقل من كفاءة التكلفة (Anderson et al. 2007; Baumgarten et al. 2010). لذا يتوقع أن تعزز كفاءة التكلفة من تأثير القدرة الإدارية للمدراء على الربحية المستقبلية.

وبالإضافة لما سبق، وانطلاقاً من توقع اختلاف سلوك التكلفة باختلاف أنواع ملكية الشركات (ملكية حكومية، ملكية خاصة)، فمن المتوقع أن تختلف كفاءة التكلفة فيما بين شركات القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام؛ حيث يتوقع أن تحقق شركات قطاع الأعمال العام مقارنة بشركات القطاع الخاص مستوى منخفض من كفاءة التكلفة. بالشكل الذي قد لا يعزز من تأثير القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين على الأداء المستقبلي لتلك الشركات؛ وذلك لما قد يقوم به السياسيون من استخدام ملكية الدولة لتوجيه مدراء الشركات بعدم تخفيض الموارد خاصة المرتبطة بالعنصر البشري (على سبيل المثال: تسريح الموظفين، أو تخفيض الأجور) وذلك حتى إذا انخفضت المبيعات، مما سيحافظ على مستويات التوظيف الحالية، وبالتالي مساعدة السياسيين على الفوز بأصوات الناخبين (Shleifer, 1998; Vishny, 1994) ولكن على حساب زيادة التكاليف حتى

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

مع انخفاض المبيعات. بما قد يؤدي إلى تزايد ظاهرة السلوك غير المتماثل للتكاليف وانخفاض كفاءة التكلفة. ولكن قد لا تحتاج الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص إلى أن تأخذ في اعتبارها الأهداف الإجتماعية والسياسية التي تهتم بها الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام عند صناعة واتخاذ القرارات الخاصة بتعديل موارد العمل. لذا يتوقع أن تكون قرارات الشركات المنتمية للقطاع الخاص أقل عدم تماثلية، وأكثر قدرة على تحقيق كفاءة التكلفة. وبالتالي، يتوقع أن تلعب كفاءة التكلفة دوراً هاماً في تنظيم العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لشركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام.

وفي ضوء ما سبق يثار التساؤل الثاني لمشكلة البحث في: هل تؤثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام؟.

ثانياً: أهداف البحث

تمشياً مع مشكلة البحث تتمثل أهداف البحث في هدفين رئيسيين هما:

- اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام.
- اختبار أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام.

ثالثاً: أهمية البحث

تتضح أهمية البحث مما يلي:

(١) الأهمية العلمية

يعد البحث الحالي امتداداً للأدبيات المحاسبية التي حاولت تحليل أثر الخصائص الفردية للمدراء على قرارات الشركة ونتائجها المالية معبراً عنها بالأداء المالي المستقبلي (g.e). Malmendier and Bertrand and Schoar, 2003; Gonzalez, 2006; Silva, 2010-Tate, 2005; Perez تحليل أثر القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين على الأداء المالي المستقبلي للشركات في القطاعين الخاص والأعمال العام وذلك بهدف حسم الجدل والنقاش بين الأدبيات المحاسبية السابقة حول طبيعة القدرة الإدارية للمدراء في شركات القطاع الخاص

وقطاع الأعمال العام وتأثيرها على الأداء المالى المستقبلى لتلك الشركات. لذا يتوقع أن تسهم نتائج البحث فى تقديم أدلة علمية إضافية بشأن ما إذا كانت هناك اختلافات فى القدرة الإدارية فيما بين المدراء التنفيذيين فى كل من شركات قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص. بالشكل الذى قد يؤثر على الأداء المالى المستقبلى لتلك الشركات.

كما يتوقع أن تسهم نتائج البحث فى تحليل أثر العلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين على الأداء المالى المستقبلى فى كل من الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام والقطاع الخاص. وذلك بهدف الوقوف على ما إذا كانت هناك اختلافات فى قدرة كل من شركات قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص فى الوصول إلى كفاءة التكلفة وتوظيف المدراء ذوى القدرات الإدارية المرتفعة بالشكل الذى قد يعزز من (أو يهدد) الأداء المالى المستقبلى لتلك الشركات.

(٢) الأهمية العملية

يتوقع أن تسهم نتائج البحث فى تقديم دليل من البيئة المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة للوقوف على أثر القدرة الإدارية على الأداء المالى المستقبلى للشركات فى كل من القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. ومن ثم توعية مساهمى الشركة الحاليين والمرتبين بأهمية وضرورة توافر القدرة الإدارية لدى المدراء التنفيذيين وإدراجها ضمن معايير اختيار القيادات التنفيذية بالشركات، وذلك لما لها من قدرة على تفهم طبيعة الأعمال والمنافسة داخل الصناعة التى تنتمى إليها الشركة. بالشكل الذى قد ينعكس إيجابياً على أدائها المالى الحالى والمستقبلى.

كما يتوقع أن تسهم نتائج البحث فى زيادة فهم وإدراك الأكاديميين والشركات المصرية وأصحاب المصالح والممارسين لمهنة المحاسبة (مثل: المحللين الماليين) عن أهمية دراسة خصائص الشركات فى القطاعين الخاص والأعمال العام لتحديد مدى قدرتها على تحقيق كفاءة التكلفة، بالإضافة إلى تحديد أثرها على العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء والأداء المالى المستقبلى للشركات فى القطاعين الخاص والأعمال العام. خاصة فى ظل ندرة الدراسات المحاسبية (فى حدود علم الباحث) خاصة العربية فى بيئة الأعمال المصرية التى تناولت دراسة العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى، بالإضافة إلى دراسة أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات فى القطاعين الخاص والأعمال العام.

رابعاً: منهجية البحث

اعتمد الباحث على المنهج الاستقرائي في مراجعة الأدبيات المحاسبية المتعلقة بموضوع البحث للاستفادة منها في صياغة الإطار النظري للبحث. أيضاً اعتمد الباحث على المنهج الاستنباطي من خلال إعداده للدراسة الاختبارية بهدف الكشف عن طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين والأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاعين الخاص والأعمال العام. بالإضافة إلى تحليل أثر العلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي للشركات في القطاعين الخاص والأعمال العام .

خامساً: حدود البحث

يفتصر البحث الحالي على بيان أثر القدرة الإدارية للمدير التنفيذي الأول (CEO) دون المدير المالي على الأداء المالي المستقبلي للشركات في قطاع الأعمال العام والخاص. كما يقتصر الباحث عند قياس القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين على استخدام المقياس الأكثر شيوعاً والخاص بدراسة (Demerjian et al. 2012)؛ والذي يعتمد بشكل أساسي على أسلوب تحليل مغلف البيانات (Data Envelopment Analysis). أيضاً اقتصر البحث على قياس كفاءة التكلفة وفقاً للمفهوم النظري والقياس الإجرائي الذي قدمته دراسة (Hoitash et al. 2016). وأخيراً تم تطبيق الدراسة الاختبارية على عينة من الشركات المساهمة المصرية التي تنتمي لقطاعي الأعمال العام والخاص خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨.

سادساً: خطة البحث

انطلاقاً من أهداف البحث، وتحقيقاً لأهميته والإجابة على تساؤلاته البحثية، سيتم استكمال البحث على النحو التالي:

القسم الأول: الخلفية النظرية للبحث في ضوء تحليل الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث.

القسم الثاني: تصميم الدراسة الاختبارية.

القسم الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة الاختبارية.

القسم الرابع: النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

القسم الأول

الخلفية النظرية للبحث فى ضوء تحليل الدراسات

السابقة وصياغة فروض البحث

يتناول هذا القسم الإطار النظرى للبحث فى ضوء تحليل الدراسات السابقة تمهيداً لصياغة فروض البحث واشتقاق الفجوة البحثية، وذلك من خلال استعراض النقاط التالية:

أولاً: مضامين نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات

جادلت الأدبيات المحاسبية والمالية لفترة زمنية طويلة بأن الخصائص الإدارية للمدراء ليس لها دور في شرح وتفسير سلوكيات الشركات ونتائجها المالية. ومع ذلك، منذ أن أظهرت دراسة (Bertrand and Schoar, 2003) وجود تأثيرات ثابتة (Fixed Effects) لخصائص المدراء في تفسير سلوكيات الشركات، وبدأت أدبيات المحاسبة والتمويل في دراسة أثار الخصائص الإدارية الفردية - ومن أهمها القدرة الإدارية - على سلوكيات ونتائج الشركات المختلفة، وعرفت العديد من الدراسات السابقة (مليجى، ٢٠١٩؛ حسين، ٢٠١٨) (Demerjian et al, 2012; Andreou et al, 2015) القدرة الإدارية على أنها مجموعة من الصفات والخصائص الشخصية التى يتصف بها المدراء التنفيذيين مثل: (العمر، التعليم، السمعة، الموهبة، نمط الإدارة، التوجه نحو المخاطر، الخبرات والمهارات الشخصية والمهنية، والمعتقدات الشخصية والدينية) التى تمكن المدراء من استخدام وإدارة الموارد المحدودة والمتاحة لدى الشركة وتحويلها إلى إيرادات لتعظيم ثروة المساهمين، وتحقيق مزايا تنافسية مستمرة للشركة حتى فى ظل أكثر التعقيدات التى تشهدها بيئة التشغيل وظروف السوق، وذلك من خلال تحديد القيمة المضافة من قرارات المدراء بشأن تخصيص الموارد.

واهتمت دراسة (Chang et al, 2010) باختبار الاختلافات بين قطاع مستعرض من الشركات وذلك فيما يخص الأداء التشغيلى (معبراً عنه بالربحية

التشغيلية، ونمو المبيعات، ونمو الأصول) ورواتب المدراء التنفيذيين، وذلك للتحقق مما إذا كانت تعكس الاختلافات في القدرات الإدارية الخاصة بهم. وتم التعبير عن القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين من خلال قياس ردود فعل سوق المال لأخبار مغادرة المدير التنفيذي لمنصبه بالشركة. فإذا كانت رواتب المدير التنفيذي والأداء التشغيلي للشركة يعكسان قدرة المدير التنفيذي، فعندئذ يجب أن ترتبط ردود فعل سوق المال لأخبار مغادرة المدير التنفيذي لمنصبه بالرواتب الخاصة به والأداء التشغيلي للشركة قبل المغادرة. أيضاً يجب أن ترتبط الرواتب السابقة والأداء التشغيلي للشركة بإدراك سوق العمل الخارجي للقدرة الإدارية (المقاس بنجاح المدير التنفيذي في التقدم لسوق العمل بعد ترك منصبه وحصوله على وظيفة جديدة)، والأداء التشغيلي اللاحق للشركة التي فقدت المدير التنفيذي.

وبالتالي إذا لم تنسب الأسواق المالية الاختلافات في الأداء التشغيلي السابق للشركة إلى الاختلافات في القدرة الإدارية للمدير التنفيذي، فلن يكون هناك ارتباط بين الأداء التشغيلي للشركة تحت إدارة المدير التنفيذي ورد فعل سعر السهم لأخبار مغادرته منصبه. وفي المقابل، إذا كان سوق المال ينسب الاختلافات في الأداء التشغيلي للشركة إلى الاختلافات في القدرة الإدارية للمدير التنفيذي، فيجب ملاحظة وجود علاقة سلبية بينهما. وبالفعل، أشارت نتائج الدراسة إلى ارتباط رد فعل سعر السهم عند مغادرة المدير التنفيذي لمنصبه سلبياً بالأداء التشغيلي السابق للشركة والرواتب السابقة للمدير التنفيذي. بالإضافة إلى أن النجاح اللاحق للمدير التنفيذي بعد ترك منصبه والعمل لدى شركات أخرى يكون أكبر إذا كان الأداء التشغيلي للشركة قبل المغادرة أفضل، والرواتب السابقة أعلى، كما يكون رد فعل سوق الأسهم أكثر سلبية. وأخيراً، يرتبط الأداء التشغيلي الأفضل في السابق وارتفاع رواتب المدراء التنفيذيين في السابق وردود الفعل السلبية في سوق الأسهم بأداء تشغيلي أسوأ للشركة بعد مغادرة المدير التنفيذي لمنصبه. وتدعم كل هذه النتائج أن الاختلافات في الأداء التشغيلي بين الشركات ترجع إلى القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين.

واستكمالاً للجهود المبذولة من قبل الأدبيات المحاسبية لقياس القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين واختبار علاقتها بالأداء المالي والتشغيلي للشركات، قدمت دراسة (Demerjian et al. 2012) مقياساً للقدرة الإدارية يعتمد على قياس كفاءة المدراء - مقارنة بأقرانهم ممن يعملون في نفس الصناعة - في تحويل موارد الشركة إلى إيرادات. ويأخذ المقياس المقترح في اعتباره العديد من الموارد المدرة للدخل مثل: تكلفة المخزون، والمصروفات العمومية والإدارية، والأصول الثابتة، وعقود الإيجار التشغيلي، والنفقات السابقة للبحوث والتطوير، والأصول غير الملموسة. وتتوقع الدراسة أن المدراء الأكثر قدرة إدارية لديهم قدرة أفضل على فهم اتجاهات التكنولوجيا والصناعة، والتنبؤ بشكل موثوق فيه بالطلب على المنتجات، والاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وإدارة موظفيهم بشكل أكثر كفاءة من نظرائهم من المدراء ذوي القدرة الإدارية المنخفضة. وبالتالي، فإن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة يتوقع أن يكونوا قادرين على توليد إيرادات أعلى وذلك عند مستوى معين من الموارد. أو على العكس تخفيض الموارد المستخدمة عند مستوى معين من الإيرادات وذلك لزيادة كفاءة الموارد المستخدمة.

كما أوضحت دراسة (Demerjian et al. 2012) تميز المقياس المقترح من قبلها لقياس القدرة الإدارية للمدراء وذلك لإمكانية تطبيقه على عينة كبيرة من الشركات، بما يجعله يتفوق على المقاييس الحالية المستخدمة (عوائد الأسهم المعدلة بالصناعة، رواتب المدراء التنفيذيين أو المدير التنفيذي الأول، دوران المدير التنفيذي الأول، تحديد المدراء ذوي النفوذ الإعلامي نتيجة تتبع وسائل الإعلام لهم) في بعض الدراسات مثل: (Bertrand and Schoar, 2003; Bennesn et al.g.e). وأشارت نتائج دراسة (Demerjian et al. 2010.2010; Carter et al) إلى أن ردود فعل أسعار الأسهم تجاه الإعلان عن تخلي المدير التنفيذي (CEO) عن منصبه كانت إيجابية (سلبية) إذا كان ذو قدرة إدارية منخفضة (مرتفعة). أيضاً أشارت نتائج الدراسة إلى ارتباط عملية استبدال المدراء التنفيذيين بأخرين ذوي قدرات إدارية مرتفعة (منخفضة) بوجود تحسن (انخفاض) في أداء

الشركة اللاحق. وأخيراً، توصلت الدراسة إلى أنه يمكن الحد من قوة ومعنوية العلاقة السلبية بين التمويل من خلال الأسهم والعوائد المستقبلية غير العادية من خلال القدرة الإدارية للمدراء. وقد يرجع ذلك إلى أن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة يمكنهم استخدام عوائد إصدار الأسهم بشكل أكثر فعالية.

وتأكيداً على الأدلة العلمية السابقة أظهر قدر كبير من الدراسات أن السلوكيات الخاصة بالشركات ترتبط بنرجسية المدراء التنفيذيين (CEOs' Narcissism) (Olsen et al, 2017)، والتوجه السياسي (Political Orientation) (Christensen et al, 2015)، وحتى الخبرة المكتسبة من الحياة في التعامل مع الكوارث (Bernile et al, 2017). كما اقترحت نظرية الصفوف الإدارية العليا، أن القدرة الإدارية للمدراء تعد أحد أهم خصائص المدراء التي قد تؤثر على قراراتهم التشغيلية والإستراتيجية والنتائج المالية للشركات. ومن ثم تفسير السلوكيات المختلفة للشركات وذلك انطلاقاً من قدرة هؤلاء المدراء ممن يتصفون بهذه الخصائص على فهم بيئة العمل الخاصة بشركاتهم، وطبيعة الصناعة التي ينتمون إليها. بما يمكنهم من تقدير حجم الطلب على المنتجات الخاصة بشركاتهم بشكل أفضل، واختيار أفضل المشروعات الاستثمارية وذلك وفقاً لما يتوافر لديهم من فهم أفضل للمخاطر المحيطة بهم (Hambrick, 2007; Choi et al, 2015).

ومن ثم يكتسب المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة قدرة أكثر على صناعة واتخاذ العديد من القرارات التشغيلية والمالية التي قد تسهم في تحقيق نتائج مالية أفضل وتعظيم ثروة المساهمين. بالإضافة إلى إضفاء الثقة والمصداقية من قبل الأطراف الخارجية المتعاملة مع تلك الشركات بشأن السياسات والإستراتيجيات التي تنتهجها (Finkelstein et al, Bamber et al, 2009; 2010). وبالمثل، قدمت دراسة (Custódio and Metzger, 2013) أدلة علمية تتفق مع حقيقة تمتع المدراء التنفيذيين ذوي القدرات الإدارية المرتفعة مقارنة بنظرائهم ممن يعملون في نفس الصناعة بمهارات تفاوضية فائقة مع الأطراف الخارجية المهتمة بتلك الشركات التي يديرونها.

أيضاً قامت دراسة (Andreou et al. 2015) باختبار العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي للشركات (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية) خلال فترة الأزمة المالية الواقعة في عام ٢٠٠٨. وتمثل الأزمة المالية حدثاً مثالياً - نظراً لشدتها - للتحقق من دور الإدارة خلال فترة الأزمة من خلال اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي للشركات. حيث تسببت الأزمة المالية في تخفيض السيولة التي تقدمها المؤسسات المالية؛ وذلك نتيجة لزيادة درجة عدم التأكد، بالإضافة إلى زيادة تحفظ المؤسسات المالية وفرصها مزيداً من الرقابة الداخلية. مما يبرز في هذا الصدد أهمية القدرة الإدارية في الحد من مشاكل تمويل الشركات. وتوصلت الدراسة إلى أن القدرة الإدارية مرتبطة بشكل إيجابي بالأداء المالي للشركة. ومن خلال تحليل موارد الشركة إلى مكوناتها، أوضحت النتائج وجود علاقة إيجابية بين القدرة الإدارية والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية، والحصول على الديون خلال فترة الأزمات.

ومن ثم فإن الشركات التي يتمتع مدرائها بقدرة إدارية أفضل تكون خلال فترة الأزمة أكثر قدرة على زيادة الاستثمار، وتحقيق ربحية أكبر، وإصدار المزيد من الديون في ظل عدم كفاية الربحية لتمويل المشروعات الاستثمارية. وأخيراً، ترتبط القدرة الإدارية سلبياً بعدم تماثل المعلومات. وبشكل عام، تتوافق هذه النتائج مع وجهة النظر القائلة بأن القدرة الإدارية للمدراء تعمل على زيادة فعالية (تعزز من) الأداء المالي للشركات، وتخفف من فرص نقص الاستثمار عن مستواه الأمثل، كما تحسن من ربحية الشركات وقدرتها على الاقتراض خاصة في أوقات الأزمات المالية (Campello et al. 2012; Watts and Zuo, 2011).

وبالتالي فإن التباين في أداء الشركات على المستوى التشغيلي والمالي والتنظيمي قد ينبع من التباين في القدرات الإدارية للمدراء وما تتضمنه من خصائص شخصية مختلفة للمدراء التنفيذيين. بالشكل الذي قد يجعل القدرة الإدارية للمدراء تسهم في تخفيض الضغوط المالية على الشركة خاصة في أوقات الأزمات، وذلك إذا تمكنت القدرة الإدارية للمدراء من مواجهة المشاكل التمويلية من خلال تسهيل الدخول إلى

أسواق رأس المال لزيادة الموارد والحصول على التمويل اللازم لاقتناص الفرص الاستثمارية المربحة من أجل تحقيق الاستدامة في تحقيق أداء مالي جيد.

وبالإضافة إلى ما سبق، أظهرت دراستي (Romaisyah and Naimah, 2019; Parbowo, 2019) أن المدراء ذوي القدرة الإدارية المرتفعة يمكنهم تحسين الأداء المالي للشركة في المستقبل بسبب قدرتهم الفائقة على استغلال فرص السوق، ووضع توقعات أفضل لظروف العمل المستقبلية، وتصميم إستراتيجيات فعالة لتحسين استخدام الموارد المتاحة بالشركة لإنتاج المخرجات (الإيرادات) التي يمكن أن تقود الشركة مقارنة بمنافسيها إلى تحقيق أداء مالي جيد في المستقبل. ولكن قد تحد الظروف الاقتصادية ذات الطبيعة المتغيرة من قدرة المدير التنبؤية بفرص الأعمال في المستقبل، وبالتالي يصبح تأثير القدرة الإدارية للمدراء على الأداء المستقبلي أضعف كلما طالت فترة التنبؤ بالأداء المستقبلي؛ حيث أثبتت نتائج دراسة (Romaisyah and Naimah, 2019) أن القدرة الإدارية لها تأثير إيجابي على الأداء المستقبلي للشركة وذلك حتى خمس سنوات، ولكن كلما طالت الفترة يصبح التأثير أضعف. وعلى نفس المنوال، أوضحت نتائج دراسة (Parbowo, 2019) أن تأثير القدرة الإدارية على الأداء المستقبلي للشركة يبدأ يتناقص مع زيادة الفارق الزمني؛ حيث كان الارتباط بين القدرة الإدارية وأداء الشركة في المستقبل أقل قوة عند قياس الأداء المستقبلي في الفترة $(2 + t)$ مقارنة بقياس الأداء المستقبلي في الفترة $(1 + t)$.

وعلى الرغم مما أشارت إليه معظم الدراسات السابقة – السابق عرضها- بشأن أهمية القدرة الإدارية في التأثير الإيجابي على الأداء المالي الحالي والمستقبلي للشركة، إلا أن بعض الدراسات الأخرى (Hessian, 2018; Petrou and Procopiou, g.e) قدمت أدلة تفيد بأن المدراء قد يقومون باستغلال مهاراتهم وقدراتهم الإدارية المرتفعة استناداً على عدم توافق دوافع كلٍ من الموكل والوكيل وذلك لتعظيم مصالحهم الشخصية - من خلال تطبيق بعض الممارسات الانتهازية مثل: اختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة، وتوجيه الأرباح والتلاعب فيها للوصول للمستوي المستهدف لها عن طريق إدراج

مبيعات وهمية أو زيادة الإنتاج لمستويات غير عادية أو التحكم في النفقات الاختيارية - وتحقيق مزايا للمدراء مثل: زيادة قيمة التعويضات المبنية على الأسهم، ولفت إنتباه سوق العمل الإدارى لأدائهم. بالشكل الذى قد يؤثر سلباً على قيمة الشركة وأدائها المالى سواء حالياً أو مستقبلاً (مليجى، ٢٠١٩). كما شككت دراسة (Parbowo, 2019) فى تأثير القدرة الإدارية على الأداء المستقبلى للشركة من خلال زيادة المبيعات المستقبلية؛ حيث أن زيادة المبيعات ليست مبرراً كافياً لتعزيز الربحية المستقبلية للشركات طالما أنها تقوم بالحصول على (إضافة) مواردها بتكلفة تعديل أعلى من قيمة مبيعاتها المستقبلية.

ويتضح مما سبق، تناقض الأدلة البحثية حول العلاقة المتوقعة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات. وبالإضافة إلى ذلك يتوقع الباحث اختلاف تلك العلاقة أيضاً باختلاف نوع ملكية الشركات (قطاع خاص، قطاع أعمال عام)؛ حيث أن إدراج الأهداف الإجتماعية والسياسية يجعل أهداف شركات قطاع الأعمال العام أكثر تنوعاً من أهداف الشركات المنتمية للقطاع الخاص. ويعد قياس التقدم فى تحقيق أهدافها بشكل عام مهمة صعبة أو تحدي؛ وتزداد صعوبة هذا الأمر فيما يتعلق بتحقيق الأهداف الإجتماعية والسياسية. وما يزيد تعقيد جهود قياس الأداء فى الشركات المملوكة للدولة هو الصعوبة المتأصلة فى تحديد الأهمية النسبية لمختلف الأهداف. وعلى سبيل المثال، ما هو الأهم توظيف العمالة أم تحسين الأداء المالى؟. ونظراً لصعوبة قياس الأداء العام للشركات المملوكة للدولة، فإن مهمة المساهمين المتمثلة فى مراقبة سلوك مدراء الشركات المملوكة للدولة بشكل فعال تصبح معقدة بما قد يؤدى إلى اتساع مساحة السلطة التقديرية للإدارة. لذلك، يمكن لمدراء شركات قطاع الأعمال العام المملوكة للدولة - مقارنة بشركات القطاع الخاص - متابعة مصالحهم الذاتية واستغلال قدراتهم الإدارية ومهاراتهم بسهولة أكبر، واستخدام الأهداف الإجتماعية والسياسية للشركات المملوكة للدولة كذريعة لأدائهم الضعيف (Bai et al, 2000; Sapienza, 2004; Prabowo, 2019).

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

وبهذا الشكل قد يختلف تأثير القدرة الإدارية على الأداء المالى المستقبلى للشركات فى القطاعين الخاص والأعمال العام، لذا يمكن صياغة الفرض الأول للبحث فى صيغة العدم كما يلى:

"لا توجد فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات فى القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام".

ثانياً: مضامين نتائج الدراسات السابقة حول أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات

انطلاقاً من تناقض الأدلة البحثية حول طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات تولد لدى الباحث الدافع نحو دراسة واختبار مدى وجود متغيرات أخرى قد تنظم هذه العلاقة، وبمراجعة بعض الدراسات السابقة (g.e. , , Hoitash et al .Prabowo, 2019; Krause et al. 2016; 2013) تبين للباحث أن فهم سلوك التكلفة والوقوف على مدى قدرة الشركات على تحقيق كفاءة التكلفة لا يقل أهمية عن القدرة الإدارية للمدراء فى تحسين الأداء المالى المستقبلى للشركات. وتشير الدراسات السابقة إلى أن المدراء ذوى القدرة الإدارية المرتفعة أكثر قدرة على الأرجح على تحسين أداء الشركة نتيجة لقدرتهم المتفوقة على زيادة المبيعات المستقبلية (Demerjian et al .Bonsall IV et al. 2012; 2017). ومع ذلك، من المحتمل أن تتطلب زيادة المبيعات المستقبلية موارد إضافية نتيجة عدم كفاية الموارد الحالية لتلبية المبيعات المتزايدة. بما قد يؤدي إلى زيادة التكاليف المتعلقة بإضافة الموارد الجديدة، وانخفاض الأرباح المستقبلية بالشكل الذى قد يؤثر سلباً على الأداء المالى المستقبلى للشركات.

ومن ثم يمكن للشركات أن تترجم ارتفاع قيمة المبيعات إلى ارتفاع فى قيمة الأرباح المستقبلية وتحسن فى الأداء المالى المستقبلى – فمن الممكن أن تعمل الشركات على زيادة مبيعاتها من خلال التركيز على قطاعات أقل ربحية، لذا فإن زيادة المبيعات فى هذه الحالة سترتب عليه زيادة فى التكاليف لمستوى أكبر من زيادة المبيعات، بما قد

يؤدي إلى انخفاض الأرباح المستقبلية والأداء المالي المستقبلي لتلك الشركات - وذلك عندما تكون قادرة فقط على زيادة مواردها بتكلفة أقل من العوائد المحققة من زيادة المبيعات، أو تحقيق ما يسمى بكفاءة التكلفة (Brush and Bromiley, 2000; Davidsson et al. 2009). وبناءً على ذلك، اعتمدت العديد من الدراسات (Brush and Bromiley, 2000; Hoitash et al. and Krause et al. 2016; Krause et al. 2013) على هذا المفهوم لتحديد كفاءة التكلفة وذلك عند دراسة أثر آليات حوكمة الشركات المختلفة على مؤشرات الأداء المالي للشركة بما في ذلك كفاءة التكلفة (Brush and Bromiley, 2000; Hoitash et al. 2016). أيضاً اعتمدت دراسة (Krause et al. 2013) على مفهوم كفاءة التكلفة عند اختبار أثر رؤساء مجالس الإدارة الخارجيين والمدير التنفيذي الأول على أداء الشركات وذلك عندما تتخفف كفاءة التكلفة.

وبناءً على ما سبق، أصبح من الضروري فهم سلوك التكاليف بالشركات؛ حيث يشير سلوك التكاليف إلى التغيير في استهلاك الموارد ومستويات العرض عندما تتغير الأنشطة. وبالتالي، يبحث تحليل سلوك التكاليف في الكيفية التي تتفاعل بها التكاليف مع التغييرات في مستويات النشاط، وأسباب هذه التفاعلات، ونتائج تغييرات هذه التكاليف (Banker et al. 2018). ويفترض التحليل التقليدي لسلوك التكلفة أن التكاليف يجب أن تتغير بشكل متناسب مع التغييرات في مستوى النشاط. ومع ذلك، منذ أن ظهرت نتائج دراسة (Anderson et al. 2003) أوضحت العديد من الدراسات أن التكاليف لا تتفاعل بالضرورة بشكل متناسب مع التغييرات في مستوى النشاط. وبشكل أكثر تحديداً، أظهرت هذه الدراسات أنه في كثير من الأحيان تكون الزيادة في التكاليف عند زيادة مستوى نشاط الشركة أكبر من الانخفاض في التكاليف استجابة لانخفاض النشاط بنفس المقدار (Calleja et al., Chen et al., 2006; Dierynck et al. 2012). وهذا ما أطلق عليه "السلوك اللزج للتكاليف" وهو نتيجة تفضيل المدراء لاتخاذ قرارات تعديل الموارد بشكل غير متماثل. وعلى وجه التحديد، يقوم المدراء بإضافة موارد جديدة عند زيادة مستويات النشاط لتلبية الطلب المتزايد. ولكن عندما تنخفض الأنشطة قد يقرر المدراء الاحتفاظ بالموارد العاطلة إذا رأوا أن الاستغناء عنها

بتخفيض الموارد وإعادة الحصول عليها مرة أخرى عند زيادة مستويات النشاط مرة أخرى يكون أكثر تكلفة مقارنة بتكلفة الاحتفاظ بها (Anderson et al. 2003).

ويتخذ المدراء قرارات تعديل الموارد بشكل غير متماثل لأسباب قد ترجع إلى: ارتفاع تكاليف التعديل (ويقصد بها تكاليف تخفيض الموارد واستعادتها مرة أخرى عندما يعود مستوى النشاط إلى المستوى السابق) التي يجب أن تتحملها الشركة وذلك عند اتخاذ قرار بإزالة (أو الاحتفاظ) بالموارد غير المستخدمة أو العاطلة عند انخفاض مستويات النشاط. لذا من المرجح، ومع زيادة تكاليف التعديل أن يكون المدراء أقل رغبة في تخفيض الموارد غير المستخدمة أو العاطلة بتكاليف تعديل أكبر (Banker et al. 2013).

كذلك حالة التفاوض (التشاؤم) التي قد تسيطر على المدراء بشأن المبيعات المستقبلية قد تجعلهم أقل (أكثر) رغبة في أن يخفضوا الموارد العاطلة عند انخفاض المبيعات؛ لأنهم يتوقعون أن يكون هذا الانخفاض مؤقتاً (دائماً)، بما قد يسهم في تفسير عدم تماثل قرارات المدراء بشأن تعديل الموارد (Banker and Byzalov, 2014; Banker et al. 2018). لذا وكما هو مقترح في دراسات لزوجاة التكلفة، عندما تزداد المبيعات في المستقبل، فإن الشركات التي تحقق كفاءة التكلفة لن تولد أداءً مستقبلياً أعلى إلا إذا حصلت على مواردها بتكاليف تعديل منخفضة. ونظراً لأن كفاءة التكلفة تميل إلى الاستمرار، فمن المحتمل أن تحصل الشركات التي تمكنت من تحقيق كفاءة التكلفة على الموارد اللازمة لها بتكاليف تعديل أقل عندما تزداد مبيعاتها المستقبلية (Anderson et al. 2007; Baumgarten et al. 2010).

وبناءً على هذه الخلفية، يتوقع أن يزداد تأثير القدرة الإدارية للمدراء على ربحية الشركة في المستقبل ويكون أكثر وضوحاً عندما يدير المدراء نوى القدرة الإدارية المرتفعة شركات تحقق كفاءة التكلفة. وبالنظر إلى كون المدراء نوى القدرة الإدارية المرتفعة أكثر قدرة على إظهار خبرة ومعرفة فائقة حول أنشطة شركاتهم وبيئات الأعمال الخاصة بها (Demerjian et al. 2012). فمن المحتمل أن تظهر شركاتهم زيادة في قيمة المبيعات في المستقبل. وعندما يكون المدراء نوى القدرة الإدارية المرتفعة مسؤولين عن شركات تحقق كفاءة التكلفة، يتوقع أن يكون لديهم المزيد من الموارد المتاحة بتكاليف

تعديل أقل. ونتيجة لذلك، قد تتمكن شركاتهم من تلبية المبيعات المستقبلية المتزايدة بمستوى أقل من الموارد الإضافية، بما قد يؤدي في النهاية إلى تحقيق أداء مالي مستقبلي أفضل. وتلخيصاً لما سبق، فمن المرجح أن يقوم المدراء ذوي القدرة الإدارية المرتفعة بزيادة الربحية في المستقبل عندما يقومون بإدارة شركات تحقق كفاءة التكلفة وذلك مقارنة بنظرائهم ممن يديرون شركات تحقق مستوى أقل من كفاءة التكلفة. وذلك لأن قدرتهم على زيادة المبيعات تكون أكثر قيمة في حالة تمكن شركاتهم من إضافة الموارد المطلوبة مقابل تكاليف منخفضة. إلا أن قدرة الشركات في الوصول لكفاءة التكلفة قد تختلف في شركات قطاع الأعمال المملوكة للدولة مقارنة بالشركات التي تنتمي إلى القطاع الخاص. نظراً لأن هذين النوعين من الشركات يظهران خصائص مختلفة بشأن تحقيق الأهداف المالية وغير المالية. حيث تركز الشركات المملوكة للدولة والمنتمة لقطاع الأعمال العام - مقارنة بشركات القطاع الخاص - بشكل كبير على تحقيق الأهداف الاجتماعية السياسية لخدمة المصالح السياسية لحكوماتهم (Bai et al, 2000; Megginson, 2005). وغالباً ما تتعارض الأهداف الاجتماعية السياسية مع الأهداف المالية للشركات. بالشكل الذي يصعب معه تحقيقها لكفاءة التكلفة وما تقتضيه من زيادة الموارد عند زيادة المبيعات أو تخفيضها للحفاظ على كفاءة استغلال الموارد. نظراً لأنها قد تعتبر تخفيض التكاليف ضاراً بأهدافها غير المالية، وذلك على عكس الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص.

علاوة على ذلك، فإن إدراج الأهداف الاجتماعية والسياسية ضمن أولويات الشركات المملوكة للدولة يجعل من الصعب على الحكومات (كأصلاء) مراقبة سلوك مدراء الشركات المملوكة للدولة (Sapienza, 2004). وبالتالي، فإن مدراء الشركات المملوكة للدولة لديهم فرص أكبر لتحقيق أقصى قدر من مصالحهم الذاتية عند صناعة واتخاذ القرارات بما في ذلك قرارات تعديل الموارد. لذا قد يستخدم السياسيون ملكية الدولة لتوجيه مدراء شركات قطاع الأعمال العام بعدم تخفيض الموارد خاصة المرتبطة بالعنصر البشري وذلك حتى إذا انخفضت المبيعات. مما سيحافظ على مستويات التوظيف الحالية، ويعمل على مساعدة السياسيين على الفوز بأصوات الناخبين (Boycko et al).

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى فى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

(1996; Shleifer, 1998). وعلى النقيض، لا تحتاج الشركات التى تنتمى للقطاع الخاص إلى أخذ الاعتبارات الإجتماعية والسياسية في اعتبارها عند صناعة واتخاذ القرارات الخاصة بتعديل الموارد خاصة العمل. لذا يتوقع أن تكون قراراتها أقل عدم تماثلية وأكثر قدرة على تحقيق كفاءة التكلفة.

وبهذا الشكل، يتوقع أن تنشأ علاقة تفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية للمدراء بما قد يؤثر على الأداء المستقبلى للشركات فى القطاعين الخاص وقطاع الأعمال العام؛ حيث يتوقع أن يتمتع المدراء فى شركات القطاع الخاص - مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام - بقدرات إدارية مرتفعة تمكنهم من تفهم طبيعة بيئة العمل والصناعة التى تنتمى إليها الشركة، بالشكل الذى قد ينعكس إيجابياً على اتخاذ قرارات تعديل الموارد بشرط انخفاض تكلفة التعديل عند العائد المحقق من المبيعات، بما يحقق كفاءة التكلفة ويضمن للشركة تحقيق مزايا تنافسية لضمان بقائها واكتساب ثقة أصحاب المصالح، وتحسين الأداء المستقبلى لها. لذا يمكن صياغة الفرض الثانى للبحث فى صيغة العدم كما يلى:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات فى القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام".

ثالثاً: تقييم الدراسات السابقة

فى ختام العرض السابق لبعض الدراسات السابقة المهمة بمجال البحث الحالى يتضح للباحث ما يلى:

- تباين الأدلة البحثية حول العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات استناداً لوجهتى النظر؛ الأولى، وتجسد فرضية (Efficient Contracting Hypothesis) التى تقضى باستغلال المدراء قدراتهم الإدارية ومهاراتهم فى اختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافى القيمة الحالية الموجبة، وتفهم طبيعة بيئة الأعمال والمنافسة التى قد تواجهها الشركات مقارنة بنظرائها فى نفس الصناعة التى تنتمى إليها. بما قد يؤثر على سلوكيات الشركات نحو اختيار استراتيجياتها ومواجهة

المخاطر المستقبلية، بالشكل الذي قد ينعكس إيجابياً على تحسن الأداء المالي المستقبلي لتلك الشركات. وعلى النقيض، تجسد وجهة النظر الثانية فرضية التبرج الإداري (Rent Extraction Hypothesis) التي تقضى باستغلال المدراء لقدراتهم الإدارية ومهاراتهم في اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية التي قد تعظم مصالحهم الذاتية (مثل: زيادة قيمة الحوافز والمكافآت المبنية على الأسهم، وزيادة قيمة المدراء في سوق العمل) دون مراعاة مصالح المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح.

- اتفاق معظم الدراسات السابقة المتعلقة بمجال البحث الحالي والسابق الإشارة إليها مع المفهوم النظري الذي قدمته كل من نظرية الصفوف الإدارية العليا (Upper Echelons Theory) ونظرية الموارد (Resources Theory)؛ حيث عرفت النظرية الأولى القدرة الإدارية، على أنها مجموعة من الصفات الإدارية (مثل: الخبرة، والمهارات الإدارية، ونمط الإدارة) التي تؤثر على سلوكيات الشركات واستراتيجياتها نحو مواجهة المخاطر المستقبلية. بما قد يؤثر على النتائج المالية للشركات ومن ثم أدائها المالي الحالي والمستقبلي. كما أشارت النظرية الثانية إلى القدرة الإدارية على أنها أحد الأصول غير الملموسة التي قد تسهم في إضافة مزايا تنافسية للشركات.

- تباين المقاييس الإجرائية المستخدمة في الدراسات السابقة للتعبير عن القدرة الإدارية للمدراء، وهو ما قد ينسب إليه السبب في اختلاف نتائج الأدبيات المحاسبية السابقة حول العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي. حيث استخدمت بعض الدراسات (Bertrand and Schoar, 2003; Bannedsn et al.g.e, 2010; Carter et al 2010). عوائد الأسهم المعدلة بالصناعة، رواتب المدراء التنفيذيين أو المدير التنفيذي الأول، دوران المدير التنفيذي الأول، تحديد المدراء نوى النفوذ الإعلامي نتيجة تتبع وسائل الإعلام). وذلك للاستدلال على موهبة المدراء في إدارة شركاتهم، في حين اعتمدت أكثر الدراسات الحديثة (Andreou et al.g.e, 2015; Romaisyah and Rezaei and Barandagh, 2016; Cheung et al 2017; Naimah, 2019; Prabowo, 2019) على المقياس المقترح من قبل (Demerjian

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود هودة

et al (2012) لسهولة تطبيقه على جميع الشركات، بالإضافة إلى أنه يعتمد على قياس كفاءة المدراء في توليد المخرجات من الموارد المحدودة المتاحة بالشركة.

- معظم الدراسات السابقة تمت في بيئات ذات أسواق مالية متقدمة، وبالتالي توجد ندرة في الدراسات التي تناولت موضوع البحث الحالي في دول نامية وذات أسواق مالية أقل تطوراً خاصة في بيئات الأعمال العربية والمصرية (في حدود علم الباحث)، وذلك لدراسة مدى اختلاف نتائج الدراسات السابقة باختلاف بيئة التطبيق. بالإضافة إلى أنه لم يكن من بين اهتمامات الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث الحالي (سواء عند اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي، أو عند اختبار أثر كفاءة التكلفة على هذه العلاقة) تحديد الفروق في القدرة الإدارية للمدراء في كلٍ من شركات القطاع الخاص وشركات قطاع الأعمال العام. وكذلك الفروق بين الشركات (وفقاً لنوع ملكيتها) في تحقيق كفاءة التكلفة، وذلك للوقوف على تأثير نوع الملكية على متغيرات البحث عند دراسة الأداء المستقبلي للشركات. وهو ما سوف يتطرق إليه البحث الحالي لتغطية تلك الفجوة البحثية.

رابعاً: استخلاص الفجوة البحثية

في ضوء استعراض وتقييم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث الحالي، يعد البحث الحالي امتداداً لدراسة (Prabowo, 2019)، إلا أنه يختلف عنه في بعض النقاط التي تشكل في مجملها المساهمة المتوقعة من البحث الحالي أو الفجوة البحثية التي يتطرق إليها البحث لتغطيتها وذلك كما يلي:

- يهتم البحث الحالي باختبار العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة المصرية المنتمية للقطاعين الخاص والأعمال العام، بهدف دراسة مدى اختلاف هذه العلاقة في كلٍ من القطاعين الخاص والأعمال العام.

- يهتم البحث الحالي بتسليط الضوء على دور سلوك التكلفة في تنظيم العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي، وذلك من خلال توفير دليلاً عملياً عن أثر كفاءة التكلفة (كأحد خصائص الشركة) كمتغير منظم للعلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة المصرية المنتمية للقطاعين الخاص والأعمال العام، بهدف دراسة مدى اختلاف هذه العلاقة في كلٍ من القطاعين الخاص والأعمال العام.

- يهتم البحث الحالي بتسليط الضوء على ما إذا كانت القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين يمكنها أن تعمل على تحسين الأداء المالي المستقبلي للشركات باستمرار وذلك في بيئة الأعمال المصرية، أم أن تأثير القدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالي المستقبلي يتناقض بزيادة الفارق الزمني. لذا سيعتمد الباحث على قياس القدرة الإدارية في الفترة $(1-t)$ ، بينما يتم قياس الأداء المالي المستقبلي بفواصل زمنية قدره فترة مستقبلية واحدة (t) . كما سيتم إعادة تشغيل نموذج البحث ولكن بقياس الأداء المالي المستقبلي بفواصل زمنية قدرة فترتين مستقبليتين $(1+t)$ وثلاث فترات مستقبلية $(2+t)$.

- يهتم البحث الحالي باستخدام مقاييس بديلة للأداء المالي المستقبلي للتحقق من مدى ثبات واستقرار النتائج، وذلك من خلال استخدام معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة. بالإضافة إلى استخدام معدل العائد على حقوق الملكية كأحد مقاييس الأداء التي تعكس كل من الأداء التشغيلي والتمويلي؛ حيث يربط هذا المقياس بين فعالية استخدام موارد الشركة (أي العائد على الأصول) ومصدر تمويلها (أي التمويل من خلال حقوق الملكية والديون).

وفي ضوء استعراض الخلفية النظرية للبحث في ضوء تحليل وتقييم الدراسات السابقة المهتمة بمجال البحث واشتقاق فروض البحث، سيهتم الباحث باستعراض منهجية الدراسة الاختبارية المستخدمة في اختبار فروض البحث وذلك كما سيرد في القسم التالي.

القسم الثانى

تصميم الدراسة الاختبارية

يناقش هذا القسم منهجية الدراسة الاختبارية تمهيداً لاختبار فروض البحث وتحقيق أهدافه وذلك من خلال تناول النقاط التالية:
أولاً: متغيرات البحث وكيفية قياسها إجرائياً.
ثانياً: نموذج البحث.
ثالثاً: مجتمع وعينة وفترة البحث.
رابعاً: الأساليب الإحصائية المستخدمة.
وسيتم التعرض للنقاط السابقة تفصيلاً كما يلي:

أولاً: متغيرات البحث وكيفية قياسها إجرائياً

تحقيقاً لأهداف البحث وتمهيداً لاختبار فروضه تتمثل متغيرات البحث فى الآتى:

(١) المتغير التابع: الأداء المالى المستقبلى (Future Financial Performance):

اعتمد الباحث على استخدام معدل العائد على الأصول (ROA) كمقياس تقريبي للأداء المالى المستقبلى للشركة (i) وذلك من خلال قسمة صافى الربح بعد الضرائب مضاف إليه مصروف الفائدة الخالى من الضرائب على متوسط إجمالى الأصول فى نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية (t , $t+1$, $t+2$). ولإجراء اختبارات تحليل الحساسية (Sensitivity Analysis) لضمان صلاحية وثبات النتائج (Robustness) سيقوم الباحث بتغيير المقياس الإجرائى المستخدم فى التعبير عن المتغير التابع للبحث. لذا سيعتمد الباحث على قياس الأداء المالى المستقبلى للشركة باستخدام مقياسين بديلين هما: معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (The Industry - Adjusted ROA "Adj ROA") ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) فى نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية (t , $t+1$, $t+2$). ويقاس معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (Adj ROA) من خلال طرح قيمة وسيط معدل العائد على الأصول على مستوى الصناعة

التي تنتمي إليها الشركة من قيمة معدل العائد على الأصول الخاص بكل شركة تنتمي لنفس الصناعة (Prabowo, 2019).

بينما يقاس معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) من خلال قسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب مخصوصاً منه توزيعات الأرباح الخاصة بحملة الأسهم الممتازة (إن وجدت) على متوسط حقوق المساهمين خلال الفترة.

(٢) المتغير المستقل: القدرة الإدارية ("Managerial Ability" MA):

وفقاً لدراسة كلٍ من (Chen et al, 2015; Krishnan and Wang, 2015; Bui et al, 2015; 2018) سيعتمد الباحث على استخدام القدرة الإدارية للمدراء كمتغير مستقل بفترة إبطاء لمدة سنة واحدة، كما سيعتمد الباحث على قياس القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين باستخدام المقياس المقترح من قبل دراسة (Demerjian et al, 2012). نظراً لأن هذا المقياس يهتم بقياس القدرة الإدارية للمدراء بناءً على كفاءتهم في استغلال الموارد المتاحة (المدخلات) بالشركة وزيادة قيمتها بالقدر الذي يزيد عن ما توفره موارد الشركة من قيمة مضافة للشركة. ومن ثم توليد أكبر قدر ممكن من المخرجات (الإيرادات) مقارنة بنظرائهم ممن يعملون في نفس الصناعة التي تنتمي إليها الشركة. بالإضافة إلى إمكانية استخدام هذا المقياس بالتطبيق على نطاق واسع من الشركات لتقييم القدرة الإدارية لكل مدير على حدة، وذلك من خلال عزل المهارات الإدارية والتشغيلية لهم عن الأداء الفعلي للشركة. ويمكن تقدير القدرة الإدارية للمدراء على مرحلتين وذلك كما يلي:

المرحلة الأولى: تشغيل أسلوب تحليل مغلف البيانات لتقييم الكفاءة الكلية للشركة: يمكن تقييم الكفاءة الكلية للشركات داخل كل صناعة من خلال تطبيق أسلوب تحليل مغلف البيانات (Data Envelopment Analysis) وذلك لتحديد الجزء من الكفاءة الكلية للشركة والمسئول عنه الخصائص المحددة للشركة. ويعتمد تحليل مغلف البيانات على استخدام مفهوم الكفاءة أو الإنتاجية وفقاً لنموذج التخصيص الأمثل للموارد (Optimization Model)، ومن خلاله يتم تحديد نسبة إجمالي المخرجات

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

إلى إجمالي المدخلات. وتعتبر المدخلات عن الموارد المتاحة التي تستخدمها الشركة - لتوليد المخرجات (إيراد المبيعات "Sales") في نهاية الفترة المالية (t) - وتتمثل في: تكلفة البضاعة المباعة (COGS)، والمصروفات البيعية والإدارية (A) & (SG)، وصافي قيمة الممتلكات والمعدات والآلات (PPE)، وصافي قيمة عقود الإيجار التشغيلي (Opslease)، وصافي قيمة نفقات البحوث والتطوير (D) & (R)، وقيمة الشهرة المشتراة نتيجة الاستحواذ (Goodwill)، والأصول غير الملموسة الأخرى (OtherIntan). وتقاس جميع المدخلات في بداية الفترة المالية (t) باستثناء كل من تكلفة البضاعة المباعة والمصروفات البيعية والإدارية فتقاس في نهاية الفترة المالية (t). وبالاعتماد على منهجية البرمجة الخطية يمكن تقييم الكفاءة الكلية للشركة وذلك كما يلي:

$$Max^{\theta} = \frac{Sales}{v_1 COGS + v_2 SG \& A + v_3 PPE + v_4 Opslease + v_5 R \& D + v_6 Goodwill + v_7 otherIntan}$$

المرحلة الثانية: تحديد القدرة الإدارية لمدراء الشركات:

سيتم تعديل مقياس الكفاءة الكلية للشركة الذي تم إنشاؤه بواسطة أسلوب تحليل مغلف البيانات وذلك لتحديد الخصائص الرئيسية الخاصة بكل شركة والتي من المحتمل أن تساعد أو تعرقل جهود الإدارة، وذلك للوصول إلى الجزء المتبقى من الكفاءة الكلية والذي يعبر عن القدرة الإدارية للمدراء. لذا تم بناء نموذج انحدار* (Tobit Regression) بحيث تنحدر فيه الكفاءة الكلية للشركة (Firm Efficiency) كمتغير تابع على مجموعة من الخصائص المعاونة للإدارة والخاصة بالشركة كمتغيرات مستقلة، مثل: حجم الشركة (Log Total Assets)، الحصة السوقية للشركة (Market Share)، التدفقات النقدية الحرة الموجبة (Free Cash Flow Indicator)، عمر الشركة (Log Age). بالإضافة إلى بعض الخصائص الأخرى التي قد تعيق جهود الإدارة، مثل: تعدد قطاعات الشركة (Business Segment Concentration)،

* يفضل استخدام نموذج انحدار (Tobit Regression) عندما يكون المتغير التابع مقيداً بمدى معين؛ حيث تنحصر قيمة الكفاءة الكلية للشركة ما بين الصفر والواحد الصحيح.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود هودة

والعمليات التجارية والدولية وما يترتب عليها من فروق للعملات الأجنبية (Foreign Currency Indicator). كما تم إضافة بعض المتغيرات الضابطة الأخرى، مثل: السنة (Year) والصناعة (Industry) التي تنتمي إليها الشركة. وفي النهاية تعبر قيمة البواقي (Residuals) الخاصة بالنموذج عن القدرة الإدارية للمدراء.

(٣) المتغير المنظم (Moderate Variable): كفاءة التكلفة (Cost Efficiency):

يتم قياس كفاءة التكلفة وفقاً لدراسة (Hoitash et al. 2016) من خلال طرح التغيير السنوي في المبيعات (منسوباً إلى إجمالي الأصول في بداية الفترة السابقة) من التغيير السنوي في تكاليف التشغيل (منسوباً إلى إجمالي الأصول في بداية الفترة السابقة). نظراً لأن القيمة الأعلى لهذا الطرح تعني ضمناً أن تغيير تكاليف التشغيل أكبر من تغيير المبيعات (وبالتالي يشير إلى عدم كفاءة التكلفة)، لذا يتم ضرب الناتج في (-١) للتعبير عن كفاءة التكلفة.

(٤) المتغيرات الضابطة (الرقابية) (Control Variables):

سيعتمد الباحث على بعض من المتغيرات الضابطة لتحديد أثرها على الأداء المالي المستقبلي للشركات، وذلك عند دراسة العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات. كذلك عند دراسة مدى تأثير هذه العلاقة بكفاءة التكلفة، ومن أهم هذه المتغيرات (Cheung et al. 2019; Prabowo, 2017):

- **حجم الشركة (Firm Size):** ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t)، ويتوقع أن تكون الشركات كبيرة الحجم مقارنة بالشركات صغيرة الحجم أكثر قدرة على تنفيذ أنشطتها التشغيلية بما قد يضمن لها أداء مالي مستقبلي مستقر نسبياً.

- **الرافعة المالية (Leverage):** وتصف نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t). ومن المرجح أن ترتبط الرافعة المالية بعلاقة عكسية مع الأداء المالي المستقبلي؛ حيث تظهر الآثار المالية للرفع المالي على أداء الشركات مع زيادة حجم التمويل بالدين. بينما يمكن أن يؤثر الرفع المالي إيجابياً على

الأداء المالي للشركة حتى حد معين. وبشكل عام فإن نتائج التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة الشركة على استغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية.

- **فرص النمو ("MTB Market to Book Value")**: يستخدم هذا المؤشر على نطاق واسع من قبل المستثمرين لضمان جدوى الاستثمار في أسهم الشركة. ومن ثم يتوقع أن تتمتع الشركة ذات الكفاءة والإدارة الجيدة بقيمة سوقية أعلى من قيمتها الدفترية. وتقاس فرص النمو بخارج قسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية وذلك للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t). ومن المحتمل أن تظهر الشركات التي تتمتع بارتفاع فرص النمو (مقارنة بمثيلتها ذات الإمكانيات المنخفضة للنمو) بأداء مالي مستقبلي مستقر نسبياً.

- **الانخفاض في مبيعات الفترة الحالية (Sales Decline)**: إذا كانت الشركات تشهد انخفاضاً في مبيعاتها مقارنة بالفترات السابقة فمن المرجح أن يشهد الأداء المالي المستقبلي لها أيضاً انخفاضاً. ويقاس هذا المؤشر كمتغير وهمي يأخذ قيمة الواحد الصحيح إذا شهدت مبيعات الشركة (i) انخفاضاً في نهاية الفترة المالية (t) مقارنة بمبيعات فترتين سابقتين متتاليتين، وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر.

- **كثافة أصول الشركات (Assets intensity)**: وتقاس باللوغار يتم الطبيعي لخارج قسمة إجمالي الأصول على صافي قيمة مبيعات الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t). وتتوقف علاقة كثافة أصول الشركات بأدائها المالي المستقبلي على مدى قدرة الشركات على تشغيل أصولها وتوليد مبيعات تدر عائد يفوق تكاليف تشغيل تلك الأصول وصيانتها.

- **الملكية المؤسسية ("Inst Own Institutional Ownership %")**: وتقاس بنسبة ما تمتلكه المؤسسات الاستثمارية من أسهم الشركة (i) إلى إجمالي عدد الأسهم التي يتم تداولها في نهاية الفترة المالية (t). وتعد الملكية المؤسسية أحد آليات حوكمة الشركات ذات الطبيعة الرقابية على تصرفات وسلوكيات المدراء الانتهازية، وذلك حتى لا يتورط المدراء في تطبيق ممارسات إدارة الأرباح التي قد تؤدي إلى تضليل المستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار بشأن موضوعية مقاييس الأداء

المالي للشركات. وبالتالي، يتوقع أن يصاحب ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية ارتفاعاً في الأداء المالي المستقبلي للشركة، والعكس صحيح.

- **استقلالية مجلس الإدارة ("Bod Ind")**: وتقاس بنسبة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (غير التنفيذيين) إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة. وتعد استقلالية مجلس الإدارة أحد آليات حوكمة الشركات الرقابية التي قد تحد من التصرفات الانتهازية للمدراء. ويتوقع أن يكون لها نفس تأثير الملكية المؤسسية على الأداء المالي المستقبلي للشركات.

- **الأداء المالي بفترة إبطاء واحدة (ROA, ROE-Lagged "ROA, Adj)**: يتوقع أن يرتبط الأداء المالي المستقبلي (معبراً عنه بالمقاييس الثلاثة البديلة) بنفس قيمته في الفترة السابقة. لذا سيقوم الباحث بإدراج الأداء المالي السابق كمتغير ضابط.

ثانياً: نموذج البحث

تحقيقاً لمشكلة البحث واختبار فروضه يهتم نموذج البحث ببيان العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات، بالإضافة إلى اختبار أثر كفاءة التكلفة على هذه العلاقة وذلك في القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام. لذا سيتم تقسيم عينة الشركات محل الدراسة إلى عينتين مستقلتين وفقاً لنوع الملكية (قطاع خاص، وقطاع أعمال عام). وتُصنف الشركات على أنها تنتمي لقطاع الأعمال العام إذا تجاوزت نسبة ملكية الدولة (50%) من الأسهم المتداولة لتلك الشركات، وبخلاف ذلك تصنف الشركات على أنها تنتمي للقطاع الخاص (Boghdady, 2019).

وبالتالي سيتم تطبيق نموذج البحث المرتبط بفرضي البحث في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام كل على حدة وذلك كما يلي:

$$ROA)AdjROA, ROE_{(i,t+n)}_{0,1,2} = \beta_0 + \beta_1 MA_{i,t-1} + \beta_2 Cost\ efficiency_{i,t-1} + \beta_3 MA_{i,t-1} \times Cost\ efficiency_{t-1} + \beta_4 ROA)AdjROA, ROE_{(i,t-1)} + \beta_5 Firm\ Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Sales\ Decline_{i,t} + \beta_9 assets\ intensity_{i,t} + \beta_{10} Ins.Own_{i,t} + \beta_{11} Bod.Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث إن:

- معدل العائد على أصول الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).
 $(0,1,2)_n+ROA_{i,t}$: وللتحقق من ثبات النتائج تم استخدام نفس المتغير ولكن في نهاية الفترة المالية (1+t) و(2+t).
- معدل العائد على أصول الشركة (i) المعدل بالصناعة في نهاية الفترة المالية (t). وللتحقق من ثبات النتائج تم استخدام نفس المتغير ولكن في نهاية الفترة المالية (1+t) و(2+t).
- معدل العائد على حقوق ملكية الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t). وللتحقق من ثبات النتائج تم استخدام نفس المتغير ولكن في نهاية الفترة المالية (1+t) و(2+t).
- القدرة الإدارية للمدير التنفيذي للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (1-t).
 $1-i,t(MA)ability$: كفاءة التكلفة للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (1-t).
- الأداء المالي للشركة (i) معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة، ومعدل العائد على حقوق الملكية وذلك بفترة إبطاء واحدة مقارنة بالمتغير التابع.
 $AdjROA,)ROA$:
 $1-i,t(ROE$
- حجم الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t) معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
 $Firm Size_{i,t}$:
 $Leverage_{i,t}$: الرافعة المالية للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).
- نسبة القيمة السوقية لحقوق ملكية الشركة (i) إلى قيمتها الدفترية في نهاية الفترة المالية (t).
 $MTB_{i,t}$:
 $Sales Decline_{i,t}$: انخفاض مبيعات الفترة الحالية عن مبيعات عامين سابقين للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).
- كثافة أصول الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).
 $assets intensity_{i,t}$:
 $Ins.Own_{i,t}$: نسبة الملكية المؤسسية للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).
- نسبة استقلالية مجلس إدارة الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).
 $Bod.Ind_{i,t}$:
 $\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي (بواقى النموذج).

ثالثاً: مجتمع وعينة وفترة البحث

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المصرية المقيدة والمتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية والتي تنتمي إلى القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام، وتم سحب عينة عشوائية من مجتمع البحث خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨. وعند سحب عينة البحث راعى الباحث:

- ضرورة تضمن عينة البحث على شركات تنتمي للقطاع الخاص، وشركات أخرى تنتمي لقطاع الأعمال العام.

- ضرورة توافر القوائم والتقارير المالية للشركات خلال السلسلة الزمنية للبحث.

- مراعاة تحليل القوة الإحصائية لتحديد الحد الأدنى لعدد المشاهدات اللازم لإجراء الانحدار الخاص بنموذج البحث، والبالغ (٢١٥) مشاهدة وذلك وفقاً لبرنامج (G-Power) الذي يعتمد على أربعة معايير كما يوضح الجدول التالي (McCrum-Gardner, 2010):

جدول رقم (١): تحليل القوة الإحصائية (حجم العينة المبدئي اللازم للانحدار المتعدد

(priori Sample Size for Multiple Regression-A) Statistical Power analysis

معايير تحليل القوة الإحصائية لحجم العينة	
٠.٢	حجم الأثر المتوقع (Anticipated effect size) (f^2)
٠.٩٩	مستوى القوة الإحصائية المرغوب فيه (Desired statistical power level) (p)
١٩	عدد المتغيرات الداخلة بالنموذج (بما فيها متغيرات الزمن) (Number of predictors)
٠.٠٥	مستوى المعنوية المطلوب (Probability level) (α)
٢١٥	الحد الأدنى لحجم العينة المطلوب (Minimum required sample size)

وفى ضوء تطبيق تلك المعايير تكونت عينة البحث من (١٣٥) شركة موزعة على عينتين مستقلتين (٩٦ شركة قطاع خاص، ٣٩ شركة قطاع أعمال عام) وذلك بإجمالي عدد مشاهدات قدره (١٢١٥) مشاهدة خلال فترة البحث، وتنتمي الشركات محل البحث إلى (١٥) قطاع اقتصادي مختلف وذلك من إجمالي (١٨) قطاع - وفقاً

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فؤودة

للهيكلية التي أجرتها البورصة المصرية فى مطلع عام ٢٠٢٠ على قطاعات السوق، وبذلك تم استبعاد قطاعى (البنوك، والخدمات المالية غير المصرفية) نظراً لاختلاف طبيعة عملهما وطبيعة تقاريرهما المالية التي تخضع لأحكام ومقررات بازل، كما تم استبعاد قطاع المرافق وقطاع الطاقة والخدمات المساندة لعدم توافر كافة القوائم والتقارير المالية للشركات التي تدرج تحت هذين القطاعين.

ويوضح الجدول رقم (٢) التوزيع القطاعى لعينة البحث كما يلى:

جدول رقم (٢): التوزيع القطاعى لعينة البحث

م	القطاعات	الإجمالى	العينة	نسبة العينة إلى إجمالى القطاع
١	أغذية ومشروبات وتبغ	٢٨	٢٢	٧٩%
٢	رعاية صحية وأدوية	١٧	١٠	٥٩%
٣	اتصالات واطلام وتكنولوجيا المعلومات	٥	٤	٨٠%
٤	مواد البناء	١٤	١٣	٩٣%
٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	١١	٩	٨٢%
٦	موارد أساسية	١٦	١٥	٩٤%
٧	خدمات تعليمية	٣	٣	١٠٠%
٨	السياحة والترفيه	١٦	١٤	٨٨%
٩	العقارات	٣٢	٢٣	٧٢%
١٠	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٥	٤	٨٠%
١١	خدمات النقل والشحن	٤	٤	١٠٠%
١٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٦	٤	٦٧%
١٣	منسوجات وسلع معمرة	١٠	٨	٨٠%
١٤	تجارة وموزعون	٤	٢	٥٠%
	الإجمالى	١٧١ شركة	١٣٥ شركة	٧٩%

رابعاً: الأساليب الإحصائية المستخدمة

سيعتمد الباحث على تحليل خليط من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية (Panel Data)، وذلك باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (Eviews version 10). كما سيعتمد الباحث على مجموعة من الاختبارات الإحصائية لتحديد طريقة تشغيل نموذج البحث أهمها:

- اختبار (Residual variance test): للمفاضلة بين طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square "OLS") ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixes Effect Model "FEM").

- اختبار (Pagan test-Breusch): للمفاضلة بين طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square "OLS") ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model "REM").

- اختبار (Hausman test): للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model "REM") ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixes Effect Model "FEM").

- اختبار (test-Wald): لاختبار أثر الزمن على تقديرات نموذج البحث، فإذا جاءت نتائجه معنوية فيشير ذلك إلى أن الزمن مؤثر، ومن ثم يجب إضافة متغيرات وهمية خاصة بالزمن، والعكس صحيح.

كذلك سيعتمد الباحث على التحقق من مشاكل القياس قبل تشغيل نموذج البحث وذلك من خلال تشغيل الاختبارات الإحصائية التي يلخصها الجدول رقم (٣) وذلك كما يلي (عنانى، ٢٠١١):

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

جدول رقم (٣): الاختبارات الإحصائية اللازمة للتحقق من مشاكل القياس

الاختبارات الإحصائية	مشاكل القياس
White's test	عدم ثبات التباينات (Heteroskedasticity)
Wooldridge test	الارتباط التسلسلي بين البواقي (Serial Correlation)
Pesaran CD	الاستقلالية بين أخطاء القطاع المستعرض (Section Dependence-Cross)
Bera-Jarque	التوزيع الطبيعي للبواقي (Normality)
Variance Inflation Factors (VIF)	الازدواج الخطي (Collinearity)
Auxiliary regression for squared)linearity test -non (& log terms	الخطية (Linearity)

القسم الثالث

تحليل ومناقشة نتائج الدراسة الاختبارية

يهتم هذا القسم ببيان نتائج الاختبارات الإحصائية المتعلقة بفرضي البحث تمهيداً لمناقشة وتحليل نتائجها وذلك من خلال استعراض النقاط التالية:

أولاً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث.

ثانياً: تحليل الارتباط بين متغيرات البحث.

ثالثاً: تحليل ومناقشة نتائج اختبارات فروض البحث.

رابعاً: تحليلات إضافية.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

ويمكن تناول النقاط السابقة تفصيلاً كما يلي:

أولاً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

يعرض الجدول رقم (٤) أهم الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المرتبطة بفرضي البحث وذلك للتعرف على الخصائص المميزة لها على مستوى الشركات محل البحث وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٤): الإحصاءات الوصفية

مقاييس الإحصاء الوصفي				المتغيرات	القطاع	المتغيرات
الحد الأقصى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	المتوسط			
المتغيرات التابعة:						
8617.0	5-59e.5	108.0	1228.0	864	خاص	العائد على الأصول ROA
6493.0	0001.0	085.0	0899.0	351	أعمال عام	
5433.0	6428.0-	095.0	007.0	864	خاص	العائد على الأصول المعدل (Adjusted ROA)
4688.0	0394.1-	135.0	0053.0	351	أعمال عام	
8253.0	0002. 0	172.0	212. 0	864	خاص	العائد على حقوق الملكية (ROE)
7608.0	0001.0	133.0	136.0	351	أعمال عام	
المتغيرات المستقلة والمنظمة:						
9180.0	0120. 0	218.0	505. 0	864	خاص	القدرة الإدارية (Managerial Ability)
6530.0	0120. 0	210.0	387. 0	351	أعمال عام	
8474.3	991.13-	238.1	135.0-	864	خاص	كفاءة التكلفة (Cost Efficiency)
0352.3	969.20-	066.2	2047.0-	351	أعمال عام	
المتغيرات الضابطة:						
659.10	4111. 7	563.0	9085. 8	864	خاص	حجم الشركة (Firm Size)
500.10	5888. 6	630.0	6558. 8	351	أعمال عام	
8973.0	0049. 0	218.0	3989. 0	864	خاص	الرافعة المالية (Leverage)
8896.0	0146. 0	214.0	4448. 0	351	أعمال عام	
076.6	0352. 0	111.2	1028. 2	864	خاص	نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية (MTB)
498.3	0050. 0	412.1	4931. 1	351	أعمال عام	
1	0	048.0	002.0	864	خاص	انخفاض المبيعات (Sales Decline)
1	0	053.0	0028.0	351	أعمال عام	

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

1245.3	006.0	558.0	5615.0	864	خاص	كثافة الأصول (Assets Intensity)
7039.2	003.0	437.0	4535.0	351	أعمال عام	
957.0	0	322.0	4802.0	864	خاص	الملكية المؤسسية (Own.Inst)
9563.0	0	162.0	7701.0	351	أعمال عام	
1	0	235.0	6679.0	864	خاص	استقلالية مجلس الإدارة (Ind.Bod)
1	0	265.0	5453.0	351	أعمال عام	

وفى ضوء الجدول السابق وبإلقاء النظر على مقاييس الإحصاء الوصفي

يتضح ما يلي:

- بصفة عامة تشهد معظم الشركات التي تنتمي إلى القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام تحسناً في الأداء المالي معبراً عنه بـ (معدل العائد على الأصول "ROA"، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة "Adjusted ROA"، ومعدل العائد على حقوق الملكية "ROE")؛ حيث بلغ متوسط الأداء المالي للشركات المنتمية للقطاع الخاص مقيساً بمؤشرات الأداء المالي الثلاثة المستخدمة على الترتيب ما قيمته (١٢.٣٪، ٠.٧٪، ٢١.٢٪) وذلك بانحراف معياري قدره (٠.١٠٨، ٠.٠٩٥، ٠.١٧٢) على الترتيب. بينما بلغ متوسط الأداء المالي للشركات في قطاع الأعمال العام مقيساً بمؤشرات الأداء المالي الثلاثة المستخدمة على الترتيب ما قيمته (٨.٩٩٪، ٠.٥٣٪، ١٣.٦٪).
- تباين الأداء المالي للشركات محل البحث سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام مقيساً بـ (معدل العائد على الأصول "ROA"، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة "Adjusted ROA"، ومعدل العائد على حقوق الملكية "ROE")؛ حيث بلغ الحد الأدنى والأقصى للأداء المالي للشركات في القطاع الخاص وفقاً لمؤشرات الأداء المالي المستخدمة على الترتيب ما قيمته (٠.٠٠٥٥٪، ٨٦.١٧٪، -٦٤.٢٨٪*، ٥٤.٣٣٪)، (٠.٠٢٪، ٨٢.٥٣٪). بينما بلغ الحد الأدنى والأقصى للأداء المالي للشركات في قطاع الأعمال العام وفقاً لمؤشرات

* تشير القيم السالبة للحد الأدنى لمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة سواء في القطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام إلى انخفاض معدل العائد على أصول الشركة عن وسيط القطاع (الصناعة) الذي تنتمي إليه الشركة.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

الأداء المالي المستخدمة على الترتيب ما قيمته (٠.١، %٠.١٠١، %٠.٦٤.٩)،
(-١٠٣.٩، %٠، %٤٦.٨)، (٠.١، %٠.١٠١، %٧٦.٠٨).

- تزايد القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين ممن ينتمون إلى شركات القطاع الخاص مقارنة بمثيلاتها ممن ينتمون لقطاع الأعمال العام؛ حيث بلغ متوسط القدرة الإدارية للمدراء في الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالي ما قيمته (٠.٥٠٥، ٠.٣٨٧). وبالتالي، فإن ما قيمته (٠.٤٩٥، ٠.٦١٣) من متوسط الكفاءة الكلية للشركات محل البحث تعود إلى خصائصها. كما بلغ الحد الأدنى والأعلى للقدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين في الشركات المنتمية للقطاع الخاص ما قيمته (٠.٠١٢، ٠.٩١٨) على التوالي. بينما بلغ الحد الأدنى والأعلى للقدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين في الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام ما قيمته (٠.٠١٢، ٠.٦٥٣) على التوالي.

- تشهد معظم الشركات محل البحث انخفاضاً في تحقيق كفاءة التكلفة، وذلك على الرغم من ارتفاع معاناة الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام من انخفاض كفاءة التكلفة وذلك بقدر أكبر من الشركات المنتمية للقطاع الخاص؛ حيث بلغ متوسط كفاءة التكلفة في الشركات المنتمية إلى القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام ما قيمته (-٠.١٣٥، -٠.٢٠٤٧) على التوالي. وتشير القيمة السالبة لكفاءة التكلفة إلى انخفاض كفاءة التكلفة نتيجة ارتفاع التغير في تكاليف التشغيل عن التغير في قيمة المبيعات، ومن ثم لم تتمكن الشركات من الحصول على مواردها بتكاليف تعديل أقل وذلك عند تغير مستوى الطلب على منتجاتها. وبلغ الحد الأدنى والأقصى لكفاءة التكلفة في الشركات المنتمية للقطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام ما قيمته (-١٣.٩٩، ٣.٨٤)، (-٢٠.٩٦، ٣.٠٣٥) على التوالي.

- تقارب أحجام الشركات محل البحث سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام؛ حيث بلغ متوسط أحجام الشركات معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول ما قيمته (٨.٩٠٨، ٨.٦٥٥) وذلك بانحراف معياري قدره (٠.٥٦٣، ٠.٦٣٠) في كلٍ من شركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

- التوالى. كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لأحجام الشركات ما قيمته (١٠.٤١١، ٧.٤١١)، (١٠.٦٥٩، ٦.٥٨٨)، (١٠.٥، ١٠.٥) فى كلٍ من شركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالى.
- ارتفاع نسبة الرافعة المالية فى الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام مقارنة بالقطاع الخاص؛ حيث بلغ متوسط نسبة الرافعة المالية ما قيمته (٠.٤٤٥، ٠.٣٩٨) وذلك بانحراف معيارى قدره (٠.٢١٤، ٠.٢١٨) فى كلٍ من شركات قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص على التوالى. كما بلغ الحد الأدنى والأقصى للرافعة المالية للشركات ما قيمته (٠.٨٩٧، ٠.٠٠٤)، (٠.٨٨٩، ٠.٠١٤٦) فى كلٍ من شركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالى.
- تشهد معظم الشركات المنتمية للقطاع الخاص مقارنة بالشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام ارتفاعاً فى فرص النمو معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية؛ حيث بلغت فى المتوسط بما قيمته (٢.١٠٢، ١.٤٩٣) وذلك بانحراف معيارى قدره (٢.١١، ١.٤١٢) وذلك فى كلٍ من شركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالى.
- شهدت معظم الشركات سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام انخفاضاً طفيفاً فى مبيعاتها فى نهاية الفترة الحالية (t) مقارنة بمبيعات الفترتين السابقتين لها؛ حيث بلغ المتوسط العام لنسبة الشركات التى تعانى من انخفاض مبيعاتها مقارنة بمبيعات الفترتين السابقتين لها ما قيمته (٠.٢٨، ٠.٢) فى كلٍ من شركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالى.
- ارتفاع نسبة كثافة الأصول فى الشركات المنتمية للقطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام؛ حيث بلغ المتوسط العام لنسبة كثافة الأصول ما قيمته (٥٦.١٥، ٤٥.٣٥) وذلك بانحراف معيارى قدره (٠.٥٥٨، ٠.٤٣٧) فى كلٍ من شركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالى.
- ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية فى الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام مقارنة بالقطاع الخاص؛ حيث بلغ المتوسط العام لنسبة الملكية المؤسسية ما قيمته (٧٧.٠١، ٧٧.٠١)

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

٤٨.٠٢% وذلك بانحراف معياري قدره (٠.١٦٢، ٠.٣٢٢) في كلٍ من الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام مقارنة بالقطاع الخاص على التوالي.

- ارتفاع نسبة استقلالية مجلس الإدارة في الشركات المنتمية للقطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام؛ حيث بلغ متوسط نسبة استقلالية مجلس الإدارة ما قيمته (٦٦.٨%، ٥٤.٥%) وذلك بانحراف معياري قدره (٠.٢٣٥، ٠.٢٦٥) وذلك في كلٍ من شركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالي.

ثانياً: تحليل الارتباط بين متغيرات البحث

تهتم مصفوفة الارتباطات بتحليل الارتباطات من الدرجة الصفرية بين جميع متغيرات البحث وذلك فيما بين الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. بهدف التحقق بشكل مبدئي من قوة واتجاه العلاقات المفترضة بين المتغيرات وذلك باستخدام الارتباطات ثنائية المتغير (Bivariate Correlations) كما يوضح الجدول التالي رقم (٥).

جدول رقم (٥): مصفوفة الارتباطات بين متغيرات البحث في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام

	Sector	ROA	Adjusted ROA	ROE	Managerial Ability	Cost Efficiency	Firm Size	Leverage	MTB	Sales Decline	Asset Intensity	Inst. Own	Bod. Ind.
ROA	Private	1											
	Public	1											
Adjusted ROA	Private	0.6601***	1										
	Public	0.1956***	1										
ROE	Private	0.6549***	0.3259***	1									
	Public	0.6127***	0.1221**	1									
Managerial Ability	Private	0.2261***	0.1772***	0.1139***	1								
	Public	0.0981*	0.4305***	0.0213	1								
Cost Efficiency	Private	0.0901***	0.0247	0.0419	0.0730**	1							
	Public	0.1200**	-0.0841	0.0013	0.0846	1							
Firm Size	Private	-0.0472	0.0084	0.0135	0.0948***	0.1509***	1						
	Public	0.0874	0.3240***	0.0716	0.3888***	0.1431***	1						
Leverage	Private	0.0421	0.0627*	0.0574*	0.0403	0.0156	0.0454	1					
	Public	-0.1005*	-0.0044	0.0288	-0.0543	0.0704	-0.1909***	1					

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

	Sector	ROA	Adjusted ROA	ROE	Managerial Ability	Cost Efficiency	Firm Size	Leverage	MTB	Sales Decline	Asset Intensity	Inst . Own	Bod . Ind
MTB	Private	0.1879***	0.1239***	0.2816***	0.0732**	0.0814**	0.0181	0.0090	1				
	Public	0.1929***	-0.0555	0.4949***	-0.0479	0.0548	-0.0400	0.0565	1				
Sales Decline	Private	-0.0517	0.0371	-0.0307	-0.0571*	-0.0027	-0.0018	0.0561*	-0.0127	1			
	Public	-0.0500	-0.0346	-0.0521	-0.0146	-0.0027	-0.0685	0.0926*	-0.0180	1			
Assets Intensity	Private	-0.3183***	-0.2104***	-0.1847***	-0.2428***	-0.0271	0.0829**	-0.0173	-0.1322***	-0.0394	1		
	Public	-0.2302***	-0.1908***	-0.0691	-0.3709***	0.0145	-0.1068**	0.1500***	0.1480***	-0.0314	1		
Inst .Own	Private	0.1055***	0.0741**	0.1497***	0.1845***	0.1046***	0.4200***	-0.0312	0.1727***	0.0125	-0.1529***	1	
	Public	0.1362**	0.2096***	0.1684***	0.2026***	0.0147	0.2928***	-0.0096	0.0978*	-0.0524	-0.0387	1	
Bod .Ind	Private	0.0347	0.0786**	0.0278	0.0311	-0.0438	-0.1440***	-0.0163	0.0636*	0.0306	0.0399	0.0426	1
	Public	0.0041	0.1796***	0.0976*	-0.1659***	-0.0794	-0.2414***	0.0098	0.0044	0.0023	0.0029	0.1721***	1

حيث إن:

معدل العائد على الأصول.	: ROA
معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة.	: Adjusted ROA
معدل العائد على حقوق الملكية.	: ROE
القدرة الإدارية.	: Managerial Ability
كفاءة التكلفة.	: Cost Efficiency
حجم الشركة.	: Firm Size
الرافعة المالية.	: Leverage
نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية.	: MTB
انخفاض مبيعات الفترة الحالية (t) مقارنة بمبيعات الفترتين السابقتين لها.	: Sales Decline
كثافة الأصول.	: Assets Intensity
الملكية المؤسسية.	: Inst .Own
استقلالية مجلس الإدارة.	: Bod .Ind

ويتضح في ضوء مصفوفة الارتباطات وبإلقاء النظر أولاً على معاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة وبعضها البعض والمعبرة عن المقاييس البديلة للأداء المالي - معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (Adjusted ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) - وجود ارتباط طردى متوسط ومعنوى بين كلٍ من (Adjusted ROA، ROA) و (ROE، ROA) وذلك بمعامل ارتباط قدره (0.66، 0.65) على التوالي في الشركات المنتمية للقطاع الخاص، على الرغم من وجود ارتباط طردى ضعيف ومعنوى بين (Adjusted ROA، ROE) وذلك بمعامل ارتباط قدره (0.325) في الشركات المنتمية للقطاع الخاص.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى فى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

بينما لوحظ فى الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام وجود ارتباط طردى متوسط ومعنوى بين (ROE ،ROA) وذلك بمعامل ارتباط قدره (٠.٦١٢)، وذلك على الرغم من وجود ارتباط طردى ضعيف ومعنوى بين (Adjusted ROA) وكلٍ من (ROE ،ROA) وذلك بمعامل ارتباط قدره (٠.١٩٥ ، ٠.١٢٢) على التوالى .

أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة (المقاييس البديلة للأداء المالى) وكلٍ من القدرة الإدارية (كمتغير مستقل)، وكفاءة التكلفة (كمتغير منظم) يلاحظ:

- وجود ارتباط طردى ضعيف ومعنوى بين القدرة الإدارية للمدراء وكلٍ من (ROA, Adjusted ROA, ROE) وذلك بمعامل ارتباط قدره (٠.٢٢٦ ، ٠.١٧٧ ، ٠.١١٣) على التوالى فى الشركات المنتمية للقطاع الخاص.

- وجود ارتباط طردى متوسط ومعنوى (عند مستوى ١%) بين القدرة الإدارية للمدراء و(Adjusted ROA) وذلك بمعامل ارتباط قدره (٠.٤٣) فى الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام. ليعكس ذلك اهتمام مدراء شركات قطاع الأعمال العام بنوى القدرات الإدارية المرتفعة بتعظيم الأداء المالى للشركات التى يديرونها مقارنة بمنافسيها ممن ينتمون لنفس الصناعة (أو القطاع) للحفاظ على سمعتهم داخل بيئة الأعمال، ولفت إنتباه سوق العمل الإدارى لأدائهم. كما لوحظ وجود ارتباط طردى ضعيف ومعنوى (عند مستوى ١٠%) بين القدرة الإدارية للمدراء و(ROA) وذلك بمعامل ارتباط قدره (٠.٠٩٨). بينما لا توجد علاقة ارتباط بين القدرة الإدارية ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

- وجود ارتباط طردى ضعيف ومعنوى عند مستوى معنوية (١% ، ٥%) بين كفاءة التكلفة ومعدل العائد على الأصول (ROA) وذلك بمعامل ارتباط قدره (٠.١٢ ، ٠.٠٩) على التوالى فى الشركات المنتمية للقطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام.

وبالنظر إلى معاملات الارتباط بين المتغيرات الضابطة والمقاييس البديلة للأداء المالى (كمتغيرات تابعة) لوحظ أن:

- نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية "MTB" ونسبة الملكية المؤسسية "Inst". "Own ذات معاملات ارتباط طردية ضعيفة ومعنوية مع بعض المقاييس البديلة للأداء المالي وذلك في الشركات المنتمية للقطاع الخاص، كما ظهرت معاملات الارتباط بين الرافعة المالية وكلٍ من (ROE، Adjusted ROA) بقيم طردية ضعيفة ومعنوية عند مستوى (١٠%). أما استقلالية مجلس الإدارة ظهرت بمعامل ارتباط طردى ضعيف ومعنوى عند مستوى (٥%) مع (Adjusted ROA) فقط. بينما ظهرت كثافة الأصول "Asset Intensity" بمعامل ارتباط سالب ضعيف ومعنوى مع المقاييس البديلة للأداء المالي في الشركات المنتمية للقطاع الخاص .
- وجود معاملات ارتباط طردية ضعيفة ومعنوية (عند مستويات مختلفة) في الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام وذلك بين بعض المقاييس البديلة للأداء المالي وكلٍ من حجم الشركة "Firm Size"، ونسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية "MTB"، والملكية المؤسسية "Inst". "Own، واستقلالية مجلس الإدارة "Ind". "Bod". بينما ظهرت معاملات الارتباط الخاصة بكلٍ من (الرافعة المالية "Leverage"، وكثافة الأصول "Asset Intensity") بقيم سالبة ضعيفة ومعنوية مع بعض المقاييس البديلة للأداء المالي (ROA-ROA, Adj).

وأخيراً بالنسبة لمعاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، فيتضح أن معظمها جاء ضعيفاً وغير معنوى، وعلى الرغم من ذلك جاءت بعض من هذه المعاملات معنوية بالنسبة لحجم الشركة في علاقتها مع كلٍ من (الرافعة المالية) في قطاع الأعمال العام و(كثافة الأصول، والملكية المؤسسية، واستقلالية مجلس الإدارة) في قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص. ونفس الأمر بين انخفاض المبيعات والرافعة المالية في القطاعين الخاص والأعمال العام. وهذا الأمر قد يشير إلى احتمال تعرض نموذج البحث لمشكلة الازدواج الخطى (Multicollinearity).

وفى ضوء نتائج مصفوفة الارتباط يمكن اختبار ما إذا كانت هناك فروق معنوية ذات دلالة إحصائية للارتباطات بين الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. بمعنى تحديد ما إذا كانت العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء والأداء المالي للشركات في القطاع الخاص تختلف إحصائياً عن نظيرتها ممن تنتمى لقطاع

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

الأعمال العام. وعليه تم استخدام اختبار (Statistic-Z) لمقارنة الارتباطات بين العينات المستقلة وذلك كما يتضح من الجدول رقم (٦) التالي:

جدول رقم (٦): اختبار (Z) للفروق المعنوية بين الارتباطات من عينات مستقلة

(القطاع الخاص، وقطاع الأعمال العام)

المتغيرات	اختبار (Z) ومعنويته	معدل العائد على الأصول	معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة	معدل العائد على حقوق الملكية
		ROA	Adjusted ROA	ROE
القدرة الإدارية <i>Managerial Ability</i>	Z stat.)Prob(.)	2.073)0.019**(.)	-4.430)0.000***(.)	1.466)0.071*(.)
كفاءة التكلفة <i>Cost Efficiency</i>	Z stat.)Prob(.)	1.716)0.043**(.)	-0.476)0.317(.)	0.640)0.261(.)

ويتضح من الجدول السابق وجود فروق ذات دلالة إحصائية في العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء والمقاييس الثلاثة المعبرة عن الأداء المالي للشركات (ROA, Adjusted ROA, ROE) فيما بين القطاعين الخاص والأعمال العام (نظراً لأن إحصائية "Z" لهذه العلاقات جاءت معنوية). كما جاءت هذه الاختلافات الجوهرية في صالح القطاع الخاص بالنسبة لعلاقة القدرة الإدارية بمقاييس الأداء المالي للشركات باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، بينما تكون في صالح قطاع الأعمال العام بالنسبة لعلاقة القدرة الإدارية بالأداء المالي للشركات معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (Adjusted ROA).

كذلك يتضح وجود فروق ذات دلالة إحصائية في علاقة معدل العائد على الأصول (ROA) بكفاءة التكلفة فيما بين القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام (نظراً لأن إحصائية "Z" لها جاءت معنوية). كما أن هذا الاختلاف الجوهرى يكون في صالح قطاع الأعمال العام. وفي المقابل لم تكن هناك أى فروق جوهرية في علاقة مقاييس الأداء المالي الأخرى (Adjusted ROA, ROE) بكفاءة التكلفة فيما بين القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام.

ثالثاً: تحليل ومناقشة نتائج اختبارات فروض البحث

اعتمد الباحث عند تشغيل نموذج البحث واختبار فرضى البحث على استخدام نموذج التأثيرات الثابتة المختلطة (Mixed Fixed Effects)؛ الذى يجمع بين مزايا استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model) لمعالجة الاختلافات الفردية بين الشركات، ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) لمعالجة الأثار الفردية بين الزمن؛ أى يتم تمثيل الاختلافات الفردية بين الشركات من خلال الخطأ العشوائى، وتمثيل الاختلافات الفردية بين الزمن من خلال المتغيرات الوهمية. وذلك حتى لا يتعقد النموذج.

كما قام الباحث قبل أن يستعرض نتائج تشغيل نموذج البحث بالتحقق من خلوه أو معالجة مشاكل القياس المتوقعة والمشار إليها من قبل فى جدول رقم (٣). وتبين عند تشغيل اختبارات التحقق من هذه المشاكل أن نموذج البحث يعانى من مشكلة عدم ثبات التباينات (Heteroscedasticity)، بالإضافة لوجود ارتباط تسلسلى بين البواقي (Serial Correlation). كما أن البواقي لا تتبع أيضاً التوزيع الطبيعى (Normality). وبناءً عليه، فقد تم تقدير نموذج التأثيرات المختلطة باستخدام أمر (White Standard Errors)، وذلك لأن هذا الأمر فعال فى تنقيح النتائج القياسية (من خلال الانحراف المعياري) وذلك إذا كان نموذج البحث يعانى من مشكلة الارتباط التسلسلى بين البواقي وعدم ثبات التباينات معاً. وبالتالي تكون المقدرات الناتجة ذات كفاءة عالية ويمكن الاعتماد عليها بشكل كبير. كما أن مشكلة عدم التوزيع الطبيعى للبواقي ليس لها أهمية كبيرة هنا لأنه طبقاً للنظرية الإحصائية فإن مقدرات طريقة المربعات الصغرى (OLS) تؤول إلى التوزيع الطبيعى بوجه عام وذلك مع زيادة حجم العينة كما فى البحث الحالى.

كما تم استخدام اختبار (linearity test-Auxiliary regression for non) لاختبار عدم الخطية وتوصيف النموذج (Model Specification). وأوضحت نتائج الاختبار أن جميع المتغيرات المستقلة خطية بالنسبة لعلاقتها بمؤشرى القدرات الإدارية، وكفاءة التكلفة. وذلك باستثناء متغير نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

(MTB). الذي أوضح الاختبار أنه غير خطى فى علاقته بمتغيرى (ROA, ROE) وذلك فى عينة القطاع الخاص فقط. وبناءاً عليه تم تقدير نموذج البحث فى تأثيره على معدلى العائد على الأصول وحقوق الملكية باستخدام نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية (MTB) فى الشكل التريبعى.

وبعد الإطمئنان على معالجة مشاكل القياس يمكن استعراض نتائج تشغيل نموذج البحث تمهيداً لتحليل نتائج اختبار فرضى البحث وذلك كما يوضح الجدول رقم (٧) التالى:

جدول رقم (٧): نتائج تشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA)

Dependent variable :ROA

Method :Mixed fixed effects with white robust standard error

	Private sector			Public sector		
	Reg)IA(	Reg)IB(	Reg)IC(	Reg)ID(	Reg)IE(	Reg)IF(
	ROA	ROA +)1(	ROA +)2(	ROA	ROA +)1(	ROA +)2(
ROA-)1(	0.5626]11.24***[	0.4238]9.038***[	0.2692]8.416***[	0.8854]24.54***[	0.7574]10.85***[	0.5359]9.744***[
Managerial Ability-)1(	0.0207]2.661***[	0.0298]4.174***[	0.0466]2.826***[	-0.0121 -]0.941[	-0.0135 -]0.687[	-0.0171 -]0.686[
Cost Efficiency-)1(	0.0063]3.103***[	0.0088]2.492**[	0.0105]5.078***[	0.0089]6.383***[	0.0203]9.131***[	0.0184]5.021***[
Managerial Abi-)1(	0.0218]2.601***[	0.0209]1.951*[	0.0295]5.521***[	-0.0129 -]4.709***[	-0.0356 -]6.686***[	-0.0327 -]5.544***[
*Cost Eff-)1(	-0.0031 -]1.104[	-0.0041 -]1.121[	-0.0049 -]1.195[	-0.0075 -]0.560[	-0.0076 -]0.508[	-0.0083 -]0.493[
Firm Size	-4.59e-5 -]0.006[	0.0081]1.142[	-0.0035 -]0.219[	0.0017]0.182[	-0.0110 -]1.026[	-0.0254 -]1.756*[
Leverage	0.0142]5.004***[	0.0136]3.779***[	0.0122]4.925***[	0.0055]6.579***[	0.0102]6.564***[	0.0125]2.237**[
MTB	0.0014]6.058***[	0.0013]2.283**[	0.0013]3.568***[
MTB_squared	0.0109]1.029[	0.0268]4.708***[	0.0096]1.288[	-0.0295 -]3.872***[	-0.0288 -]3.656***[	-0.0193 -]1.819*[
Sales Decline	-0.0179 -]4.376***[	-0.0188 -]6.491***[	-0.0184 -]3.635***[	-0.0200 -]2.132**[	-0.0288 -]2.289***[	-0.0293 -]3.054***[
Assets Intensity	0.0036]0.436[	0.0025]0.319[	0.0053]0.606[	0.0258]1.126[	0.0158]0.722[	0.0257]3.109***[
Inst_Own	-0.0035 -]0.364[	-0.0062 -]0.649[	0.0056]0.544[	0.0084]0.861[	0.0142]0.844[	0.0234]1.151[
Bod_Ind	0.0507]1.869*[	0.0633]1.984**[	0.0728]1.786*[	0.0640]0.582[	0.0834]0.690[	0.1072]0.694[
Constant						

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

Firms	96	96	96	39	39	39
Obs.	768	672	576	312	273	234
Adjusted R-squared	%45.8	%30.3	%14.7	%70.9	%53.0	%30.4
DW-stat.	2.1617	1.4656	1.4295	1.6857	1.0973	0.9598
Fisher test)F-stat(	)35.09***(	)17.19***(	)6.835***(	)43.03***(	)19.06***(	)7.363***(

حيث إن:

معدل العائد على الأصول في نهاية الفترة الحالية (t).	ROA
معدل العائد على الأصول في نهاية الفترة الحالية (1+t).	(1+ROA
معدل العائد على الأصول في نهاية الفترة الحالية (2+t).	(2+ROA
معدل العائد على الأصول السابق بفترة إبطاء واحدة مقارنة بالمتغير التابع.	(1-)ROA
القدرة الإدارية للمدراء في نهاية الفترة السابقة (1-t).	(1-) Managerial Ability
كفاءة التكلفة في نهاية الفترة السابقة (1-t).	(1-) Cost Efficiency
التفاعل بين القدرة الإدارية للمدراء وكفاءة التكلفة في نهاية الفترة السابقة (1-t).	(1-)Cost Eff*(1-)Managerial Abi
حجم الشركة في نهاية الفترة الحالية (t).	Firm Size
الرافعة المالية في نهاية الفترة الحالية (t).	Leverage
نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية في نهاية الفترة الحالية (t).	MTB
تربيع نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية في نهاية الفترة الحالية (t).	MTB_squared
انخفاض مبيعات الفترة الحالية (t) مقارنة بمبيعات الفترتين السابقتين لها.	Sales Decline
كثافة الأصول في نهاية الفترة الحالية (t).	Assets Intensity
الملكية المؤسسية في نهاية الفترة الحالية (t).	Own Inst
استقلالية مجلس الإدارة في نهاية الفترة الحالية (t).	Ind Bod

Note***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively

في ضوء الجدول السابق يمكن تلخيص أهم نتائج اختبار فرضية البحث باستخدام معدل العائد على الأصول كمقياس معبر عن الأداء المالي المستقبلي للشركات وذلك في نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية) في النقاط التالية:

- وجود أثر إيجابي ومعنوي (عند مستوى 1%) للقدرة الإدارية (Managerial Ability) للمدراء في نهاية الفترة السابقة (1-t) على الأداء المالي المستقبلي لشركات القطاع الخاص معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) المستقبلي سواء لفترة واحدة (t) أو لفترتين مستقبليتين (1+t) أو لثلاث فترات مستقبلية (2+t).

ومن ثم، فإن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة يمكنهم تحسين الأداء المالي المستقبلي للشركات (خاصة المنتمية للقطاع الخاص) التي يديرونها. نظراً لما يتوفر لديهم من مهارات وخبرات شخصية تمكنهم من الوصول إلى فهم أفضل لطبيعة أعمال شركاتهم واتجاهات الصناعة التي تنتمي إليها. وكذلك فهم التغيرات

التكنولوجية والتنبؤ بدقة بحجم الطلب على منتجاتها. بالشكل الذي يجعلهم أكثر قدرة على إدارة موارد الشركة وتحويلها إلى إيرادات، وكذلك التنبؤ بالتغيرات المستقبلية والتعامل معها بحرفية سواء كانت تخص البيئة التشغيلية أو القانونية أو المحاسبية أو ظروف وأحوال السوق. بما قد يساعدهم على اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية لزيادة ثروة المساهمين وتحقيق نتائج تشغيلية أفضل، بالشكل الذي قد ينبىء عن توقعات أكثر إيجابية عن الأداء المالي المستقبلي خاصة للشركات المنتمية للقطاع الخاص. وذلك لما له من قدرة على اجتذاب المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة من خلال توفير نظم حوافز ومكافآت محفزة لهم. بالإضافة إلى توافر الآليات التي تراقب أدائهم وتحد من توجههم نحو تحقيق مصالحهم الذاتية على حساب باقى أصحاب المصالح (مثل: الملكية المؤسسية، واستقلالية مجلس الإدارة) .

كما يلاحظ أن تأثير القدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص يزداد بزيادة الفارق الزمني؛ حيث يلاحظ أن تأثير القدرة الإدارية فى نهاية الفترة السابقة $(1-MA_{i,t})$ على معدل العائد على الأصول فى نهاية الفترة $(2+t)$ أقوى من تأثيرها على نفس المعدل ولكن فى نهاية الفترة $(1+t)$. بينما يكون تأثير القدرة الإدارية فى نهاية الفترة السابقة $(1-MA_{i,t})$ على معدل العائد على الأصول فى نهاية الفترة $(1+t)$ أقوى من تأثيرها على نفس المعدل ولكن فى نهاية الفترة (t) . وتختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراستى (Romaisyah and Naimah, 2019; Prabowo, 2019) بشأن ضعف التأثير الإيجابى للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي مع زيادة فترة التنبؤ. وذلك بحجة تغير الظروف الاقتصادية التى قد تتسبب فى انخفاض قدرة المدراء على التنبؤ بفرص النمو حتى فى الأجل القصير.

- وجود أثر سلبي وغير معنوى للقدرة الإدارية للمدراء (*Managerial Ability*) فى نهاية الفترة السابقة $(1-t)$ على الأداء المالي المستقبلي لشركات قطاع الأعمال العام معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) المستقبلي سواء لفترة واحدة (t) أو فترتين مستقبليتين $(1+t)$ أو لثلاث فترات مستقبلية $(2+t)$.

وبالتالى تكشف النتائج عن وجود اختلافات جوهرية بين القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام فيما يخص العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء والأداء المالى المستقبلى للشركات؛ وذلك نظراً لأهمية الدور الذى تلعبه القدرة الإدارية فى تحسين الأداء المالى المستقبلى للشركات فى القطاع الخاص بخلاف الشركات الأخرى المنتمية لقطاع الأعمال العام، والتي لم يظهر للقدرة الإدارية أى تأثير معنوى فضلاً عن أن التأثير الظاهر لها كان سلبياً. ليعكس ذلك انخفاض الأداء المالى المستقبلى بزيادة القدرة الإدارية للمدراء فى الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام. ولكن لا يعند بهذا الأثر السلبى نظراً لأنه غير معنوى (أى غير ذى دلالة إحصائية). لذا يمكن رفض الفرض العدمى الأول للبحث والذى ينص على أنه "لا توجد فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية والأداء المالى المستقبلى للشركات فى القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام".

- وجود أثر إيجابى ومعنوى (عند مستوى ١%) لكفاءة التكلفة ($Cost$ Efficiency) فى نهاية الفترة السابقة (1-t) على الأداء المالى المستقبلى للشركات (فى القطاعين الخاص وقطاع الأعمال العام) معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) المستقبلى سواء لفترة واحدة (t) أو لفترتين مستقبليتين (1+t) أو لثلاث فترات مستقبلية (2+t).

لذا فإن الشركات التى حققت كفاءة التكلفة بغض النظر عما إذا كانت تنتمى إلى القطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام يمكنها زيادة مبيعاتها المستقبلية وتحقيق ربحية أعلى وزيادة الأداء المالى المستقبلى لها (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول)؛ نظراً لأن هذه الشركات يمكنها الحصول على الموارد اللازمة من أجل مواجهة زيادة الطلب على منتجاتها وذلك بتكاليف منخفضة. كما يمكنها أيضاً تخفيض تلك الموارد عند انخفاض المبيعات واستعادتها مرة أخرى بتكاليف منخفضة عند زيادة المبيعات المستقبلية. بالشكل الذى ينعكس إيجابياً على تحقيق أداء مالى مستقبلى أفضل لمدة ثلاث سنوات مستقبلية متتالية. وجدير بالذكر أن قدرة الشركات على زيادة

مبيعاتها المستقبلية لا يترتب عليه ضرورة تحقيق ربحية أعلى وتحقيق تحسن في أدائها المالي المستقبلي (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول). وذلك إذا لم تتمكن تلك الشركات من زيادة مواردها لمواجهة الطلب المتزايد على منتجاتها بمعدل تكلفة أقل من معدل نمو مبيعاتها المستقبلية. فمن الممكن أن تحقق الشركات زيادة في مبيعاتها المستقبلية دون أن ينعكس ذلك على زيادة الربحية وتحسن الأداء المالي المستقبلي لها؛ حيث أن زيادة المبيعات المستقبلية قد تكون ناتجة عن الاستثمار في قطاعات أقل ربحية مقارنة بالتكاليف المطلوبة لزيادة الموارد اللازمة لمواجهة زيادة المبيعات المستقبلية.

- وجود أثر إيجابي ومعنوي للعلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة (*Cost Efficiency*) والقدرة الإدارية (*Managerial Ability*) للمدراء في نهاية الفترة السابقة ($1-t$) على الأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) المستقبلي سواء لفترة واحدة (t) "عند مستوى معنوية 1%" أو لفترتين مستقبليتين ($1+t$) "عند مستوى معنوية 10%" أو لثلاث فترات مستقبلية ($2+t$) "عند مستوى معنوية 1%".

ويرى الباحث أن النتيجة السابقة تعكس وجود أثر إيجابي لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول في نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية، وذلك خاصة في الشركات المنتمية للقطاع الخاص. ومن ثم، فإن كفاءة التكلفة لا تقل أهمية عن القدرة الإدارية للمدراء في تحقيق زيادة في المبيعات وتوليد ربحية مستقبلية أعلى؛ نظراً لأن تحقيق كفاءة التكلفة يضمن استفادة الشركات من زيادة مبيعاتها في تحقيق أداء مالي مستقبلي أفضل وذلك عندما تقوم بإضافة الموارد اللازمة لها لمواجهة زيادة المبيعات بتكاليف أقل من معدل نمو مبيعاتها. وبالتالي عندما يدير المدراء الأكثر قدرة إدارية شركات تحقق كفاءة التكلفة يمكنها إضافة الموارد اللازمة لها لتلبية مبيعاتها المستقبلية المتزايدة بتكاليف إضافية أقل. أو العكس تخفيض تلك الموارد عند انخفاض حجم الطلب على

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

منتجاتها وذلك بمرونة عالية لضمان القدرة على استعادتها بتكاليف منخفضة عند زيادة المبيعات مرة أخرى، وذلك للحفاظ دوماً بقدر المستطاع على التكاليف عند مستوى أقل من معدل نمو المبيعات. بما ينعكس إيجابياً في النهاية على تحقيق أداء مالي مستقبلي أفضل خاصة في الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص نوى القدرة الأكبر على اجتذاب المدراء الأكثر قدرة إدارية وتحقيق كفاءة التكلفة. نظراً لعدم تبنى تحقيق الأهداف السياسية والاجتماعية للدولة على حساب تعظيم الربحية كما في الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام. بما قد يضمن سعي المدراء في شركات القطاع الخاص نحو تعظيم الأداء المالي المستقبلي للشركات التي يديرونها بدافع الحفاظ على سمعتهم في سوق العمل الإداري.

- وجود أثر سلبي ومعنوي (عند مستوى معنوية ١%) للعلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة (*Cost Efficiency*) والقدرة الإدارية (*Managerial Ability*) للمدراء في نهاية الفترة السابقة ($1-t$) على الأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (*ROA*) المستقبلي سواء لفترة واحدة (t) أو لفترتين مستقبليتين ($1+t$) أو لثلاث فترات مستقبلية ($2+t$).

ويتضح من النتائج السابقة أن القدرة الإدارية للمدراء في شركات قطاع الأعمال العام كان لها تأثير سلبي على الأداء المالي المستقبلي (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول) للشركات ولكنه غير معنوي. ولكن عند تفاعل القدرة الإدارية مع كفاءة التكلفة (ذات التأثير المباشر الإيجابي والمعنوي على الأداء المالي المستقبلي للشركات) لوحظ أن التأثير السلبي وغير المعنوي للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي أقوى من التأثير الإيجابي والمعنوي لكفاءة التكلفة على الأداء المالي المستقبلي وذلك عند دراسة أثر العلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول). بحيث أصبح أثر العلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول) سلبياً ومعنوياً عند مستوى (١%). وتعكس

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

هذه النتيجة أن وجود المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة في شركات قطاع الأعمال العام التي تحقق كفاءة التكلفة يقابلها انخفاض في الأداء المالي المستقبلي وذلك خلال الفترات الثلاثة المستقبلية.

وقد ترجع هذه النتيجة إلى: استغلال المدراء مهاراتهم وقدراتهم الإدارية المرتفعة وذلك لتعظيم مصالحهم الشخصية من خلال تطبيق بعض الممارسات الانتهازية*، وتحقيق مزايا للمدراء مثل: زيادة قيمة التعويضات المبنية على الأسهم. كذلك فإن إدراج الأهداف الإجتماعية والسياسية ضمن أولويات شركات قطاع الأعمال العام يجعل من الصعب على الحكومات (كأصلاء) مراقبة سلوك مدراء الشركات المملوكة للدولة. بما قد يوفر لمدراء شركات قطاع الأعمال العام فرص أكبر لتحقيق أقصى قدر ممكن من مصالحهم الذاتية عند صناعة واتخاذ القرارات بما في ذلك تعديل الموارد. بالشكل الذي يؤثر في النهاية سلباً على الأداء المالي المستقبلي لشركات قطاع الأعمال العام.

وعلى النقيض، فإن انخفاض القدرة الإدارية للمدراء وعدم قدرة شركات قطاع الأعمال العام على تحقيق كفاءة التكلفة سيصاحبها ارتفاع في الأداء المالي المستقبلي لتلك الشركات، وذلك كمحاولة من المدراء لتغطية أداؤهم السيء، وحماية سمعتهم في بيئة الأعمال، وتوجيه الأرباح للوصول للمستوي المستهدف لها عن طريق إدراج مبيعات وهمية أو زيادة الإنتاج لمستويات غير عادية أو تخفيض النفقات الاختيارية. بما قد ينعكس إيجابياً على الأرباح المستقبلية والأداء المالي المستقبلي لشركات قطاع الأعمال العام.

وفي ضوء ما سبق، يتوصل الباحث إلى إمكانية رفض الفرض العدمي الثاني للبحث والذي ينص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات في القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام".

* من الممارسات الانتهازية للمدراء اختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة، وتوجيه الأرباح والتلاعب فيها للوصول للمستوي المستهدف لها عن طريق إدراج مبيعات وهمية أو زيادة (أو تخفيض) الإنتاج لمستويات غير عادية أو التحكم في النفقات الاختيارية.

- يعد معدل العائد على الأصول في الفترة السابقة ($ROA(1-)$) دال إحصائياً عند مستوى (1%) في كافة الانحدارات بالجدول. مما يُشير إلى أن معدل العائد على الأصول قادراً على التأثير إيجابياً على نفسه مستقبلاً وذلك حتى ثلاثة فترات مستقبلية بالتطبيق على القطاعين الخاص وقطاع الأعمال العام على حد سواء. وإن كانت قيمة معاملات الانحدار في قطاع الأعمال العام أكبر من القطاع الخاص. كما يلاحظ أن قيمة معامل الانحدار في القطاعين تنخفض مع زيادة فترة التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي؛ أي أن معدل العائد على الأصول في الفترة الحالية قادر على تفسير معدل العائد المستقبلي ولكن بشكل متناقص مع زيادة فترة التنبؤ وذلك حتى يتلاشى تماماً بعد فترة من الزمن. وهو أمر منطقي وسمة أساسية في العلوم المحاسبية والاقتصادية، فأى متغير لا يمكنه التأثير على نفسه مستقبلاً إلى ما لا نهاية. وذلك لتغير الظروف والعوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية في البيئة المحيطة.

- وجود أثر سلبي ومعنوي (عند مستوى معنوية 10%) للرافعة المالية (Leverage) (كمتغير ضابط) في نهاية الفترة الحالية (t) على الأداء المالي المستقبلي لها معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) المستقبلي في نهاية الفترة ($t+2$) وذلك بالنسبة للشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام. ومن ثم، فإن ارتفاع نسبة الرافعة المالية في الفترة الحالية سيصاحبه انخفاضاً في الأداء المالي المستقبلي (بعد مرور ثلاث فترات مستقبلية) لشركات قطاع الأعمال؛ وقد يفسر ذلك بعدم قدرة الشركات على استثمار الأموال المقترضة بعائد يفوق تكلفتها، أو إهدار الأموال المقترضة من أجل الوفاء بالأهداف السياسية والاجتماعية للدولة مثل الحفاظ على العمالة حتى في ظل الأزمات المالية التي قد تشهدها تلك الشركات.

- وجود أثر إيجابي ومعنوي (عند مستوى معنوية 1%) لكل من نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية (MTB) ومربع هذه النسبة ($MTB_squared$) في نهاية الفترة الحالية (t) (كمتغير ضابط) على الأداء المالي المستقبلي لها معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) في نهاية الفترة (t) أو ($t+1$) أو ($t+2$). وذلك

أثر فعالية التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

بالتطبيق على الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام بالنسبة (MTB)، ولكن تنطبق هذه النتيجة على الشركات المنتمية للقطاع الخاص فقط بالنسبة (MTB_squared). وبالتالي، فإن ارتفاع نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية يعد مؤشراً جيداً لطمأنة المستثمرين على تزايد فرص النمو المستقبلية بالنسبة للشركات. بما قد ينعكس إيجابياً على الأداء المالي المستقبلي للشركات وذلك حتى ثلاث سنوات مستقبلية.

- وجود أثر إيجابي ومعنوي (عند مستوى معنوية ١%) لانخفاض المبيعات (Sales Decline) في نهاية الفترة الحالية (t) مقارنة بمبيعات الفترتين السابقتين لها (كمتغير ضابط) على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) في نهاية الفترة (1+t)، وذلك بالتطبيق على شركات القطاع الخاص. وتنعكس هذه النتيجة أهمية القدرة الإدارية للمدراء على تفهم طبيعة أعمال الشركات والمنافسة التي قد تشهدها من قبل المنافسين بالصناعة؛ فعلى الرغم من أن المبيعات في نهاية الفترة الحالية شهدت انخفاضاً مقارنة بمبيعات الفترتين السابقتين لها. إلا أن الأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص شهد تحسناً بعد مرور فترتين مستقبليتين. لذا يتوقع أن يكون المدراء قد قاموا بوضع توقعات أفضل لظروف العمل المستقبلية، وذلك من خلال تصميم الاستراتيجيات الصحيحة للمشتريات وتحسين استخدام موارد الشركة سريعاً لإنتاج المخرجات التي يمكن أن تقود الشركة إلى تحقيق أداء مالي جيد في المستقبل. بالإضافة إلى مواكبة التغيرات الاقتصادية والتطورات التكنولوجية السائدة في الصناعة؛ التي قد تكون قد تسببت في التأثير سلباً على المبيعات في فترة من الفترات. وذلك على عكس المدراء في الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام؛ نظراً لوجود أثر سلبي ومعنوي (عند مستوى معنوية ١%) لانخفاض المبيعات (كمتغير ضابط) على الأداء المالي لشركات قطاع الأعمال العام معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) في نهاية الفترة (t) و(1+t) و(2+t).

- وجود أثر سلبي ومعنوي (عند مستوى معنوية ١%، و ٥%) لكثافة الأصول (Assets Intensity) (كمتغير ضابط) في نهاية الفترة الحالية (t) على الأداء المالي معبراً عنه

بمعدل العائد على الأصول (ROA) في نهاية الفترة (t) و(1+t) و(2+t)، وذلك بالتطبيق على الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. وتعكس هذه النتيجة أن ارتفاع كثافة الأصول سيصاحبه انخفاض في الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول سواء في نفس نهاية الفترة الحالية (t). أو في نهاية فترة مستقبلية واحدة (1+t) أو فترتين (2+t). وبالتالي، فإن علاقة كثافة أصول الشركات (سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام) بأدائها المالي الحالي أو المستقبلي تتوقف على مدى قدرة الشركات على تشغيل أصولها وتوليد مبيعات تدر عائد يفوق تكاليف تشغيل تلك الأصول وصيانتها.

- وجود أثر إيجابي ومعنوي (عند مستوى معنوية 1%) للملكية المؤسسية (Own.Inst) في نهاية الفترة الحالية (t) على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) في نهاية الفترة (2+t)، وذلك بالتطبيق على شركات قطاع الأعمال العام. وبالتالي، فإن ارتفاع الملكية المؤسسية في نهاية الفترة الحالية سيصاحبه ارتفاع في الأداء المالي المستقبلي بعد مرور فترتين مستقبليتين. وقد يرجع ذلك إلى حاجة المؤسسات الاستثمارية إلى وقت كافٍ للتعرف على طبيعة أعمال الشركات. بالشكل الذي يمكنهم من استخدام خبراتهم ومواردهم واستثماراتهم الكبيرة في تلك الشركات للوصول إلى أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين لتحقيق الرقابة الفعالة على تصرفاتهم، وضبط أدائهم بأقل التكاليف الممكنة، وتشكيل سياسات الشركة. بما يحقق النفع على ثروة المساهمين، وزيادة الأداء المالي المستقبلي لشركات قطاع الأعمال العام.

- انخفاض معامل التحديد المعدل (squared-Adjusted R) والذي يعبر عن القوة التفسيرية لمتغيرات نموذج البحث بزيادة الفاصل الزمني سواء في الشركات المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام؛ حيث بلغت القوة التفسيرية لمتغيرات نموذج البحث في شركات القطاع الخاص في نهاية الفترات (t, t+t, 2+1) ما قيمته (٤٥.٨%، ٣٠.٣%، ١٤.٧%) على التوالي. بينما بلغت في شركات قطاع الأعمال العام في نهاية نفس الفترات ما

قيمته (٧٠.٩%، ٥٣%، ٣٠.٤%) على التوالي. وقد يفسر التراجع في قيمة معامل التحديد بزيادة الفاصل الزمني إلى التغيير المستمر في الظروف الاقتصادية والسياسية التي قد تتسبب في ضعف القدرة التنبؤية لمتغيرات البحث كلما طالت فترة التنبؤ.

- معنوية الأهمية الإحصائية لنتائج نموذج البحث وفقاً لاختبار (Fisher test) وذلك عند مستوى معنوية (١%) سواء في الشركات المنتمية إلى القطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام في نهاية الفترات المختلفة (2+1, t+t, t).

وأخيراً، وبعد التحقق من معنوية الأهمية الإحصائية للنتائج التي تم التوصل إليها من خلال تشغيل نموذج البحث، يرى الباحث من الأهمية بمكان ضرورة التحقق من الدلالة العملية لنتائج البحث وذلك من خلال مقارنة الأثر الذي توصل له الباحث في الفرض الأول (الذي يختبر العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام)، وكذلك في الفرض الثاني (الذي يختبر أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام) من البحث الحالي مع الدلالة العملية لحجم الأثر المعياري من الارتباط (Effect Size "r") ومعيار (Cohen, 1988) – موضح بالملحق رقم (١) للبحث.

وجدير بالذكر أن الدلالة العملية لحجم الأثر في البحوث العلمية التي تعتمد على الانحدارات يمكن استخلاصها من معاملات الارتباط الجزئية (Partial Correlation) الخاصة بالمتغيرات المستقلة الأساسية (باعتبارها محور اهتمام الفروض) والتي تعتمد بالدرجة الأولى على قيمة (t) المحسوبة لهذه المتغيرات في نموذج الانحدار (Bakker et al, 2007; Lenth, 2019)، وذلك حتى يمكن مقارنتها بالأثر المعياري (المرفق بالملحق رقم (١)) لاستخلاص الأهمية العلمية وذلك كما يوضح الجدول رقم (٨) التالي:

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

جدول رقم (٨): الدلالة العملية لنتائج تشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA)

	Private sector			Public sector		
	Reg 1A(	Reg 1B(	Reg 1C(	Reg 1D(	Reg 1E(	Reg 1F(
	ROA	ROA+1(	ROA+2(	ROA	ROA+1(	ROA+2(
Practical Significance الدلالة العملية						
الدلالة العملية للفرض الأول المتعلق بتأثير القدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي*						
Effect Size)Cohen's d(	0.1953	0.3298	0.2407	-0.1102	-0.0863	-0.0935
Effect Size)r(	0.0972	0.1627	0.1195	-0.0550	-0.0431	-0.0467
Confidence interval;)CI %95(	0.026; 0.169(	0.086; 0.240(	0.036; 0.203(	-0.170; 0.060(	-0.166; 0.080(	-0.180; 0.087(
t-stat) .Effect Size(	]2.661***[	]4.174***[	]2.826***[	]0.941[	]0.687[	]0.686[
Post-hoc Statistical Power	0.8552	0.9957	0.8925	0.2502	0.1749	0.1757
الدلالة العملية للفرض الثاني المتعلق بتأثير التفاعل بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي						
Effect Size)Cohen's d(	0.1909	0.1530	0.4960	-0.5658	-0.8940	-0.7935
Effect Size)r(	0.0950	0.0763	0.2319	-0.2722	-0.4081	-0.3688
Confidence interval;)CI %95(	0.023; 0.167(	-0.001; 0.153(	0.149; 0.315(	-0.387; -0.157(	-0.531; -0.285(	-0.503; -0.235(
t-stat) .Effect Size(	]2.601***[	]1.951**[	]5.521***[	]4.709***[	]6.686***[	]5.544***[
Post-hoc Statistical Power	%84.1	%63.2	%99.99	%99.99	%99.99	%99.99

respectively %and 10 %, 5%indicate significance at 1 *, **, ***:Note

وفى ضوء الجدول السابق يتضح بالنسبة للفرض الأول والمتعلق باختبار العلاقة بين القدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالي المستقبلي - وذلك فى نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية والمتتالية - وجود أثر إيجابى منخفض للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص (فى نهاية الفترات المستقبلية $t=+1, t=+2$) وذلك من الناحية العملية وفقاً لحجم الأثر من الارتباط (r) ومعيار (Cohen)؛ نظراً لأن حجم الأثر من الارتباط (r) يتراوح فيما بين (0.10 - 0.20)، وكذلك وفقاً لمعيار (Cohen) كان يتراوح فيما بين (0.2 - 0.4). ويقابل هذا المدى

* تم تشغيل نموذج البحث مع استبعاد متغيرى كفاءة التكلفة والتفاعل بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية وذلك لاستخلاص العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول - والملاحظ أنه لم تتغير النتائج مقارنة بنتائج نموذج البحث الذى يحتوى على كل من الأثر المباشر للقدرة الإدارية والأثر التفاعلى للقدرة الإدارية مع كفاءة التكلفة كما هو موضح فى الملحق رقم "٢" - وإجراء اختبار الدلالة العملية.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود هودة

كما هو مرفق في الملحق رقم (1) منطقة الأثر المنخفض (Samll effect). كما تشير فترة الثقة (Confidence Interval) إلى الحد الأدنى والأقصى الذي قد يتواجد فيما بينهما عملياً تأثير القدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالي المستقبلي للشركات التي تنتمي للقطاع الخاص؛ حيث يبلغ الحد الأدنى والأقصى لتأثير القدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالي المستقبلي في نهاية الفترات (t, t+t, 2+1) على التوالي ما قيمته (0.026 - 0.169)، (0.086 - 0.240)، (0.036 - 0.203). وكما اتسعت فترة الثقة انخفضت معنوية حجم الأثر (الدلالة العملية) (Effect .stat-t) (McLeod, 2019) (Size) ويلاحظ معنوية (عند مستوى 1%) حجم الأثر الخاص بالقدرة الإدارية عملياً عند التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي لشركات القطاع الخاص في نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية (t, t+t, 2+1) وذلك بقوة إحصائية لاحقة (Post-hoc Statistical Power) قدرها (0.85، 0.99، 0.89) على التوالي.

وعلى النقيض مما سبق، يتضح أنه لا يوجد عملياً تأثير للقدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالي المستقبلي في الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام وذلك وفقاً لحجم الأثر من الارتباط (r) ومعيار (Cohen). بالإضافة إلى عدم معنوية حجم الأثر (stat-t)، وانخفاض القوة الإحصائية اللاحقة لتقدير الأداء المالي المستقبلي بدلالة القدرة الإدارية في نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية (t, t+t, 2+1) والتي بلغت على التوالي: (0.25، 0.17، 0.18). وبالتالي تؤكد الأدلة العملية ما توصل إليه الباحث من نتائج إحصائية عند اختبار الفرض الأول للبحث بشأن وجود اختلافات جوهرية في تأثير القدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي للشركات فيما بين القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام.

أما بالنسبة للفرض الثاني، يتضح من الناحية العلمية وجود أثر سلبي متوسط (Intermediate effect) لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام وذلك بعد مرور فترة مستقبلية واحدة أو ثلاثة. بينما يتغير هذا الأثر ليصبح مرتفعاً من الناحية العملية (Large Effect) بعد انقضاء فترتين مستقبليتين، وذلك وفقاً لحجم الأثر من الارتباط (r)

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

ومعيار (Cohen). بالإضافة إلى معنوية حجم هذا الأثر عند مستوى (1%) وبقوة إحصائية لاحقة قدرها (99.9%) في نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية والمتتالية. أما في الشركات المنتمية للقطاع الخاص لوحظ من الناحية العملية عدم وجود أثر (No effect) لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات في نهاية الفترات (t, 1+t) وفقاً لحجم الأثر من الارتباط (r) ومعيار (Cohen). بينما يصبح هذا الأثر منخفضاً في نهاية الفترة المستقبلية (2+t). وتتراوح معنوية حجم هذا الأثر فيما بين (1% و 5%) وذلك بقوة إحصائية لاحقة قدرها (84.1%، 63.2%، 99.9%) في نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية والمتتالية (t, t+t, 2+1) على التوالي.

وبالتالي تؤكد الأدلة العملية ما توصل إليه الباحث من نتائج إحصائية عند اختبار الفرض الثاني للبحث بشأن وجود أثر إيجابي (سلبى) للعلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي للشركات المنتمية للقطاع الخاص (قطاع الأعمال العام). ولكن قد تختلف قوة ومعنوية هذا الأثر من الناحية العملية باختلاف الفاصل الزمني للتنبؤ بالأداء المالي المستقبلي في نهاية الفترات (t, t+t, 2+1). إلا أن هذا الأثر من الناحية العملية كان أقوى في قطاع الأعمال العام بينما كان منخفضاً في القطاع الخاص. ومن ثم، يوجد توافق بدرجات متفاوتة في الأدلة الإحصائية لما هو كائن فعلاً بالواقع العملي وفقاً لمعايير الأدلة العملية المستخدمة (معيار "Cohen"، ومعيار حجم الأثر من الارتباط (r)).

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

رابعاً: تحليلات إضافية

يستهدف الباحث من إجراء التحليلات الإضافية التحقق من مدى صلاحية وثبات النتائج (Robustness Check) التي تم التوصل إليها عند اختبار فرضى البحث وذلك من خلال تغيير المقياس المستخدم للتعبير عن الأداء المالي المستقبلي للشركات؛ حيث قام الباحث بتشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (ROA-Adjusted) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك بدلاً من معدل العائد على الأصول (ROA). ويمكن استعراض نتائجها كما يلي:

(١) التحليلات الإضافية باستخدام معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (ROA-Adjusted)

يستعرض الجدول رقم (٩) نتائج اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات - معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (ROA-Adjusted) - المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. بالإضافة إلى اختبار أثر كفاءة التكلفة على هذه العلاقة في كلٍ من القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام وذلك كما يلي:

جدول رقم (٩): نتائج تشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (Adjusted ROA)

Dependent variable :Adjusted-ROA .Method :Mixed fixed effects with white robust standard error

	Private sector			Public sector		
	Reg 2A(	Reg 2B(	Reg 2C(	Reg 2D(	Reg 2E(	Reg 2F(
	AdjROA	AdjROA +)1(	AdjROA +)2(	AdjROA	AdjROA +)1(	AdjROA +)2(
Adjusted-ROA-) 1(	0.5725]8.085***[	0.3769]5.979***[	0.3046]5.133***[	0.9885]13.64***[	0.9396]8.306***[	0.8450]7.321***[
Managerial Ability-) 1(	0.0171]1.862*[	0.0291]2.573**[	0.0441]1.481[	0.0025]0.219[	0.0244]1.187[	0.0258]0.946[
Cost Efficiency-) 1(	0.0063]1.696*[	0.0073]3.879***[	0.0116]4.967***[	0.0129]5.224***[	0.0251]6.249***[	0.0286]4.316***[
Managerial Abi-)1*(Cost Eff-)1(	0.0203]3.106***[	0.0214]2.897***[	0.0324]3.777***[	0.0307]5.209***[	0.0472]4.993***[	0.0552]4.266***[
Firm Size	0.0055]1.089[	-0.0027]0.527[	0.0028]0.456[	0.0165]1.660*[	0.0184]1.243[	0.0273]1.068[

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

	Private sector			Public sector		
	Reg 2A(	Reg 2B(	Reg 2C(	Reg 2D(	Reg 2E(	Reg 2F(
	AdjROA	AdjROA +1(	AdjROA +2(	AdjROA	AdjROA +1(	AdjROA +2(
Leverage	-0.0011 -]0.119[	0.0037]0.365[	0.0095]1.219[	0.0036]0.226[	-0.0098 -]0.311[	0.0114]0.392[
MTB	0.0034]0.912[	0.0073]3.733***[	0.0028]1.881*[	0.0027]1.129[	0.0048]1.690*[	0.0096]2.165**[
Sales Decline	0.0049]0.633[	-0.0032 -]0.357[	-0.0094 -]0.722[	-0.0682 -]5.609***[	-0.0532 -]2.477**[	0.0362]1.426[
Assets Intensity	-0.0134 -]4.156***[	-0.0097 -]1.999**[	-0.0039 -]0.491[	-6.68e-5 -]0.006[	-0.0027 -]0.199[	0.0042]0.256[
Inst .Own	0.0116]1.312[	0.0138]1.908*[	0.0094]1.349[	0.0017]0.074[	0.0114]0.252[	0.0172]0.242[
Bod .Ind	0.0124]1.963*[	0.0073]1.002[	0.0140]2.169**[	0.0002]0.013[	0.0031]0.206[	0.0014]0.057[
Constant	-0.0532 -]1.176[	-0.0403 -]0.883[	-0.0538 -]0.788[	-0.1492 -]1.460[	-0.1778 -]1.057[	-0.2679 -]0.790[
Firms	96	96	96	39	39	39
Obs.	768	672	576	312	273	234
Adjusted R-squared	%36.8	%16.1	%7.8	%74.6	%60	%40
DW-stat.	2.1561	1.5040	1.4724	1.6914	1.2084	0.9089
Fisher test)F-stat(.	)25.82***	)8.584***	)4.049***	)51.87***	)24.02***	)10.72***

حيث إن:

: معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة في نهاية الفترة الحالية (t).	AdjROA
: معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة في نهاية الفترة الحالية (1+t).	(1+)AdjROA
: معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة في نهاية الفترة الحالية (2+t).	(2+)AdjROA
: معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة والسابق بفترة إبطاء واحدة.	(1-)ROA-Adjusted
: القدرة الإدارية للمدراء في نهاية الفترة السابقة (1-t).	(1-)Managerial Ability
: كفاءة التكلفة في نهاية الفترة السابقة (1-t).	(1-)Cost Efficiency
: التفاعل بين القدرة الإدارية للمدراء وكفاءة التكلفة في نهاية الفترة السابقة (1-t).	(1-)Cost Eff*(1-)Managerial Abi
: حجم الشركة في نهاية الفترة الحالية (t).	Firm Size
: الرافعة المالية في نهاية الفترة الحالية (t).	Leverage
: نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية في نهاية الفترة الحالية (t).	MTB
: انخفاض مبيعات الفترة الحالية (t) مقارنة بمبيعات الفترتين السابقتين لها.	Sales Decline
: كثافة الأصول في نهاية الفترة الحالية (t).	Assets Intensity
: الملكية المؤسسية في نهاية الفترة الحالية (t).	Own Inst
: استقلالية مجلس الإدارة في نهاية الفترة الحالية (t).	Ind Bod

Note: respectively %and 10 %, 5% indicate significance at 1 *, **, ***

في ضوء الجدول السابق يتضح وجود أثر إيجابي ومعنوي للقدرة الإدارية في نهاية الفترة السابقة (1-t) على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة سواء بعد مرور فترة واحدة أو فترتين مستقبليتين. وذلك بالتطبيق على شركات القطاع الخاص فقط دون عن الشركات المنتمية لقطاع الأعمال

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

العام. وتعكس هذه النتيجة، أهمية القدرة الإدارية للمدراء في الشركات المنتمية للقطاع الخاص في تحقيق زيادة في معدل العائد على الأصول الخاص بشركاتهم مقارنة بوسيط القطاع (أو الصناعة) الذي ينتمون إليه. بما يؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي المستقبلي المعدل بالصناعة (ROA-Adj) وذلك في نهاية الفترة المستقبلية الأولى ولكن بمعامل (٠.٠١٧) وبمعنوية أقل (عند مستوى معنوية ١٠%) مقارنة بمعامل تحسن الأداء المالي المستقبلي المعدل بالصناعة بعد مرور فترتين مستقبليتين والبالغ قيمته (٠.٠٢٩) وذلك عند مستوى معنوية (٥%).

ومن ثم، فإن المدراء ذوي القدرات الإدارية المرتفعة يمكنهم تحسين الأداء المالي المستقبلي للشركات التي يديرونها خاصة المنتمية للقطاع الخاص، وذلك لما لديهم من فهم أفضل لطبيعة أعمال شركاتهم واتجاهات الصناعة التي تنتمي إليها، وكذلك فهم التغيرات التكنولوجية واتجاهات المنافسة داخل الصناعة. بالشكل الذي يجعلهم أكثر قدرة على تعظيم الأداء المالي لشركاتهم مقارنة بالمنافسين داخل نفس الصناعة ولكن بعد مرور الوقت الكافي الذي يمكنهم من تفهم أوضاع الصناعة والتغيرات التي تطرأ عليها سواء من الناحية التشغيلية أو التكنولوجية. وقد يكون هذا هو السبب في تحسن الأداء المالي المستقبلي الخاص بشركاتهم بعد مرور فترتين مستقبليتين وذلك بشكل أكبر (نسبياً) بعد مرور فترة مستقبلية واحدة. ولكن لم يلاحظ أى أثر معنوي للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي المعدل بالصناعة بعد مرور ثلاثة فترات مستقبلية؛ وقد يرجع ذلك إلى الظروف الاقتصادية التي قد تتغير بسهولة بمرور الوقت بما قد يؤثر على قدرة المدراء على تفهم طبيعة الصناعة لفترة من الوقت خاصة في ظل قيام المنافسين على الوجه الآخر بتغيير استراتيجياتهم التنافسية بشأن تكلفة وجودة منتجاتهم، لزيادة الحصة السوقية الخاصة بهم وتحسين أدائهم المالي أيضاً. بالشكل الذي قد يجعل تحسن الأداء المالي المستقبلي بعد مرور فترتين مستقبليتين لا يتوقف فقط على القدرة الإدارية للمدراء.

ولكن على النقيض، يلاحظ في الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام عدم وجود أهمية للقدرة الإدارية وحدها في التأثير على الأداء المالي المستقبلي المعدل بالصناعة خلال الفترات الثلاثة المستقبلية الأولى؛ وقد يرجع ذلك إلى اختلاف طبيعة

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

اهتمام كل من قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص من حيث تغليب الأهداف الاجتماعية والسياسية على أهداف تحقيق الربحية. بالشكل الذي قد يضعف من تأثير القدرة الإدارية وحدها على تحسين الأداء المالي المستقبلي المعدل بالصناعة.

وبالتالي، تدعم النتائج السابقة إحصائياً رفض الفرض العدمي الأول للبحث والذي ينص على أنه "لا توجد فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات في القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام". وبهذا الشكل تتأكد نتيجة اختبار الفرض الأول باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (ROA-Adj) وذلك للتعبير عن الأداء المالي المستقبلي للشركات سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام.

كما أسفرت نتائج تشغيل نموذج البحث عن وجود أثر إيجابي ومعنوي (عند مستوى معنوية ١%) للعلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية في نهاية الفترة السابقة (1-t) على الأداء المالي المستقبلي للشركات معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (Adjusted ROA) في نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية. وذلك بالتطبيق على الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. وتعكس هذه النتيجة قدرة كفاءة التكلفة - التي ثبتت معنوية تأثيرها الإيجابي المباشر على معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة - على تعزيز تأثير القدرة الإدارية للمدراء على زيادة المبيعات المستقبلية التي قد تتطلب غالباً الحصول على موارد إضافية نتيجة عدم كفاية الموارد الحالية لتلبية المبيعات المتزايدة. ولكن ستخفض التكاليف المتعلقة بإضافة الموارد الجديدة مقارنة بالعوائد المحققة من زيادة المبيعات وذلك تحقيقاً لقدرة الشركات على الوصول إلى كفاءة التكلفة، بما يؤدي إلى ارتفاع الأرباح المستقبلية، ويؤثر إيجابياً على الأداء المالي المستقبلي للشركات مقارنة بمنافسيها في نفس الصناعة (أو القطاع) سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام.

ويجدر الإشارة إلى أن كفاءة التكلفة تعد بمثابة العامل المحفز للقدرة الإدارية للمدراء على تحسين معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة وذلك في الشركات

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

المنتمية لقطاع الأعمال العام، خاصة وأن القدرة الإدارية للمدراء وحدها لم يكن لها أى تأثير مباشر ومعنوى على معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة وذلك فى الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام. وبالتالي، فإن تحقيق شركات قطاع الأعمال العام كفاءة التكلفة يساعد على إظهار دور المدراء نوى القدرات الإدارية المرتفعة فى تحسين الأداء المالي المستقبلي لتلك الشركات مقارنة بالمنافسين ممن ينتمون لنفس الصناعة.

وجدير بالذكر أن الأثر السلبي والمعنوى للعلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) بالتطبيق على شركات قطاع الأعمال العام – السابق التوصل إليه - لا يتعارض مع الأثر الإيجابي والمعنوى لهذه العلاقة على الأداء المالي المستقبلي الذى تم التوصل إليه باستخدام معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (Adj-ROA)؛ فعلى الرغم من انخفاض الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) للشركات بوجود مدراء نوى قدرات إدارية مرتفعة على رأس إدارة تلك شركات التى تحقق كفاءة التكلفة نتيجة لتحقيق المدراء مصالحهم الذاتية أو لتغليب الأهداف الإجتماعية والسياسية على أهداف الربحية. إلا أنه عند مقارنة معدل العائد على الأصول (ROA) لشركات قطاع الأعمال العام بوسيط الصناعة (Adj-ROA) يلاحظ تحسناً ملحوظاً فى ظل تحقيق كفاءة التكلفة ووجود مدراء نوى قدرات إدارية مرتفعة وذلك حفاظاً على سمعتهم داخل الصناعة.

وبصفة عامة وفى ضوء النتائج السابقة يلاحظ وجود أثر لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (Adj-ROA) وذلك بالتطبيق على الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. بالشكل الذى يمكن معه رفض الفرض العدمي الثانى للبحث والذى ينص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات فى القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام".

أثر فعالية التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

وأخيراً، يلاحظ انخفاض القوة التفسيرية لمتغيرات نموذج البحث بزيادة الفاصل الزمني للتنبؤ بالأداء المالي المستقبلي للشركات - سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام- معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة؛ حيث بلغت قيمة معامل التحديد المعدل لنموذج البحث في نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية على التوالي (t , $t+1$, $t+2$) ما قيمته (٣٦.٨%، ١٦.١%، ٧.٨%) وذلك في الشركات المنتمية للقطاع الخاص. بينما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل لنموذج البحث في الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام عن نفس الفترات المستقبلية على التوالي ما قيمته (٧٤.٦%، ٦٠%، ٤٠%). وقد يفسر هذا التراجع في القوة التفسيرية لمتغيرات نموذج البحث عند تفسير الأداء المالي المستقبلي للشركات إلى التغير السريع والمستمر في الظروف الاقتصادية والسياسية وظروف كل صناعة من الصناعات التي تنتمي إليها الشركات محل البحث.

كذلك يشير اختبار (Fisher test) إلى معنوية (عند مستوى ١%) الأهمية الإحصائية لنتائج نموذج البحث باستخدام معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة سواء في الشركات المنتمية إلى القطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام في نهاية الفترات المختلفة (t , $t+1$, $t+2$). ويجب مقارنة الأهمية الإحصائية لنتائج نموذج البحث بالدلالة العملية لنتائج البحث في الواقع العملي وفقاً لمعيار (Cohen) وحجم الأثر من الارتباط (r) وذلك كما يوضح الجدول التالي رقم (١٠):

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

جدول رقم (١٠): الدلالة العملية لنتائج تشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على الأصول
(ROA-Adjusted)

	Private sector			Public sector		
	Reg ΔA(	Reg ΔB(	Reg ΔC(	Reg ΔD(	Reg ΔE(	Reg ΔF(
	AdjROA	AdjROA +)I(	AdjROA +)J(	AdjROA	AdjROA +)I(	AdjROA +)J(
Practical Significance الدلالة العملية						
الدلالة العملية للفرض الأول المتعلق بتأثير القدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي *						
Effect Size)Cohen's d(	0.1088	0.1682	0.1132	0.0316	0.1277	0.1474
Effect Size)r(	0.0543	0.0838	0.0565	0.0158	0.0637	0.0735
Confidence interval;	-)0.017;	)0.007;	-)0.027;	-)0.099;	-)0.059;	-)0.060;
)CI %95(	0.126(	0.161(	0.140(	0.130(	0.187(	0.207(
t-stat).Effect Size(	]1.486*[	]2.145**[	]1.337*[	]0.271[	]1.020[	]1.086[
Post-hoc Statistical Power	%44.5	%70.3	%27.3	%8.6	%27.6	%30.1
الدلالة العملية للفرض الثاني المتعلق بتأثير التفاعل بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي						
Effect Size)Cohen's d(	0.2281	0.2277	0.3225	0.6297	0.6484	0.5976
Effect Size)r(	0.1133	0.1131	0.1592	0.3003	0.3084	0.2863
Confidence interval;	)0.042;	)0.036;	)0.076;	)0.185;	)0.185; 0.432(	)0.153; 0.420(
)CI %95(	0.185(	0.189(	0.242(	0.415(
t-stat).Effect Size(	]3.106***[	]2.897***[	]3.777***[	]5.209***[	]4.993***[	]4.266***[
Post-hoc Statistical Power	% 93.5	% 90.4	%98.7	% 99.9	% 99.9	%99.8

Note: *, **, *** indicate significance at 10 %, 5% and 1% respectively
ويتضح في ضوء الجدول السابق بالنسبة للفرض الأول عدم وجود أثر (No Effect) إيجابي ذو دلالة عملية للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي للشركات - معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة - سواء المنتمية للقطاع الخاص (حتى وإن كان حجم الأثر معنوياً عند مستوى ٥% و ١٠%) أو قطاع الأعمال العام وذلك

* تم تشغيل نموذج البحث مع استبعاد متغيري كفاءة التكلفة والتفاعل بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية وذلك لاستخلاص العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة - والملاحظ أنه لم تتغير النتائج مقارنة بنتائج نموذج البحث الذي يحتوي على كل من الأثر المباشر للقدرة الإدارية والأثر التفاعلي للقدرة الإدارية مع كفاءة التكلفة كما هو موضح في الملحق رقم ٣٣- وإجراء اختبار الدلالة العملية.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

وفقاً لمعيار (Cohen) وحجم الأثر من الارتباط (r). وعلى النقيض بالنسبة للفرض الثاني للبحث يتضح وجود أثر إيجابي معنوي (عند مستوى ١%) ذو دلالة عملية لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي، إلا أنه كان منخفضاً (Small Effect) بالنسبة للشركات المنتمية للقطاع الخاص، ومتوسطاً (Intermediate Effect) بالنسبة للشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام وذلك وفقاً لمعيارى (Cohen) وحجم الأثر من الارتباط (r). وبقوة إحصائية لاحقة قدرها (٩٣.٥%، ٩٠.٤%، ٩٨.٧%) فى شركات القطاع الخاص فى نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية. بينما وصلت القوة الإحصائية اللاحقة لتقديرات نموذج البحث فى شركات قطاع الأعمال العام إلى (٩٩%) فى نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية.

وبالتالى فإن التأثير العملى للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي (حتى وإن كان منخفضاً فى القطاع الخاص، ومتوسطاً فى قطاع الأعمال العام) معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة يتوقف على كفاءة التكلفة سواء فى الشركات المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام. وهو ما يؤكد النتائج الإحصائية للفرض الثاني للبحث. بينما لم تتأكد عملياً النتائج الإحصائية للفرض الأول للبحث؛ وقد يفسر ذلك إلى أن الأداء المالي المستقبلي - معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة - لا يتوقف على القدرة الإدارية للمدراء وحدها، بل على العلاقة التفاعلية بين القدرة الإدارية وكفاءة التكلفة.

(٢) التحليلات الإضافية باستخدام معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

يستعرض الجدول رقم (١١) نتائج اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات - معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) - المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام. بالإضافة إلى اختبار أثر كفاءة التكلفة على هذه العلاقة فى كلٍ من القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام وذلك كما يلي:

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

جدول رقم (١١): نتائج تشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)
 Dependent variable :ROE. Method :Mixed fixed effects with white robust
 standard error

	Private sector			Public sector		
	Reg β A(	Reg β B(	Reg β C(	Reg β D(	Reg β E(	Reg β F(
	ROE	ROE +)I(	ROE +)2(	ROE	ROE +)I(	ROE +)2(
ROE -)I(	0.3844]10.28***[	0.2960]8.443***[	0.1912]4.318***[	0.5472]6.210***[	0.3799]12.17***[	0.3148]2.992***[
Managerial Ability -)I(	0.0301]2.691***[	0.0306]1.555[	0.0384]1.681*[	-0.0108]-0.680[	-0.0084]-0.221[	-0.0171]-0.320[
Cost Efficiency -)I(	0.0017]0.369[	0.0164]4.281***[	0.0154]2.759***[	0.0193]9.259***[	0.0052]2.736***[	0.0236]8.308***[
Managerial Abi-)I(	0.0089]0.662[	0.0522]3.443***[	0.0461]2.224**[	0.0439]9.563***[	0.0018]0.546[	0.0508]6.862***[
*Cost Eff-)I(	-0.0108]-1.212[	-0.0051]-0.443[	-0.0085]-0.651[	0.0116]1.068[	0.0196]1.105[	0.0264]1.411[
Firm Size	0.0321]2.791***[	0.0297]2.899***[	0.0313]1.236[	0.0313]0.798[	0.0279]0.782[	0.0562]1.180[
Leverage	0.0391]5.479***[	0.0468]4.832***[	0.0254]2.998***[	0.0263]4.916***[	0.0334]7.212***[	0.0210]1.803*[
MTB	0.0029]4.794***[	0.0043]3.405***[	0.0016]2.032**[
MTB_squared	0.0483]4.202***[	0.0392]3.596***[	0.0138]0.946[	-0.1148]-5.814***[	-0.1096]-5.407***[	-0.1084]-3.478***[
Sales Decline	-0.0228]-1.821*[	-0.0141]-1.343[	-0.0142]-1.043[	-0.0351]-3.195***[	-0.0391]-2.786***[	-0.0370]-2.226**[
Assets Intensity	0.0228]1.549[	0.0229]1.159[	0.0306]1.198[	0.0535]1.852*[	0.0391]3.056***[	0.0487]1.081[
Inst. Own	0.0336]1.899*[	0.0305]1.808*[	0.0483]1.687**[	0.0338]2.598***[	0.0434]2.109**[	0.0449]1.481[
Bod. Ind	0.1209]1.489[	0.0771]0.785[	0.1461]1.327[	-0.1147]-1.322[	-0.1602]-1.024[	-0.2021]-1.066[
Constant						
Firms	96	96	96	39	39	39
Obs.	768	672	576	312	273	234
Adjusted R-squared	%28.6	%21.5	%8.8	%55.2	%44.9	%22.1
DW-stat.	1.9839	1.6024	1.6810	2.1904	1.3936	1.3380
Fisher test)F-stat.(	)17.19***()11.23***()4.253***()22.29***()14.08***()5.131***(: حيث إن:					
معدل العائد على حقوق الملكية في نهاية الفترة الحالية (t).						ROE
معدل العائد على حقوق الملكية في نهاية الفترة الحالية (1+t).						(1+)ROE
معدل العائد على حقوق الملكية في نهاية الفترة الحالية (2+t).						(2+)ROE
معدل العائد على حقوق الملكية بفترة إبطاء واحدة.						(1-)ROE
القدرة الإدارية للمدراء في نهاية الفترة السابقة (1-t).						(1-)Managerial Ability
كفاءة التكلفة في نهاية الفترة السابقة (1-t).						(1-)Cost Efficiency
التفاعل بين القدرة الإدارية للمدراء وكفاءة التكلفة في نهاية الفترة السابقة (1-t).						(1-)Cost Eff*(1-)Managerial Abi

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود هودة

حجم الشركة في نهاية الفترة الحالية (t).	: Firm Size
الرافعة المالية في نهاية الفترة الحالية (t).	: Leverage
نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية في نهاية الفترة الحالية (t).	: MTB
انخفاض مبيعات الفترة الحالية (t) مقارنة بمبيعات الفترتين السابقتين لها.	: Sales Decline
كثافة الأصول في نهاية الفترة الحالية (t).	: Assets Intensity
الملكية المؤسسية في نهاية الفترة الحالية (t).	: Own Inst
استقلالية مجلس الإدارة في نهاية الفترة الحالية (t).	: Ind .Bod

Note: *, **, *** indicate significance at 10 %, 5% and 1 % respectively

يتضح في ضوء الجدول السابق وجود أثر إيجابي ومعنوي للقدرة الإدارية في نهاية الفترة السابقة (1-t) على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية في نهاية الفترة المستقبلية الأولى (عند مستوى معنوية ١٠%) والثالثة (عند مستوى معنوية ١٠%). وذلك بالتطبيق على شركات القطاع الخاص فقط دون عن الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام. وجدير بالذكر أن معدل العائد على حقوق الملكية يتكون من معدل العائد على الأصول للتعرف على العائد من الأنشطة التشغيلية أو العائد من استخدام الأصول بغض النظر عن مصدر تمويلها، بالإضافة إلى أثر الرفع المالي لبيان أثر استخدام الديون في تمويل الأصول.

وبالتالي، قد ترجع النتيجة التي توصل إليها الباحث بشأن تأثير القدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي - معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية - إلى قدرة المدراء نوى القدرات الإدارية المرتفعة ممن ينتمون للقطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام على تعظيم معدل العائد على الأصول (باعتباره أحد مكونات معدل العائد على حقوق الملكية)، بالإضافة إلى تعظيم الاستفادة من الرفع المالي طالما أن الأداء التشغيلي جيداً. بالشكل الذي قد يسهم في حصول المساهمين على عائد إضافي (عندما يكون معدل العائد على الأصول أعلى من معدل العائد لكل من الدائنين وحملة الأسهم الممتازة) وذلك في الفترات التي تحقق فيها الشركات مستوى أداء مرتفع، والعكس صحيح في الفترات التي تتسم بمستوى أداء متدنٍ (أبو العز، ٢٠١٨).

ومن ثم تشهد الشركات المنتمية للقطاع الخاص تحسناً في الأداء المالي المستقبلي - معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية - نتيجة للقدرة الإدارية للمدراء وذلك على عكس الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام؛ التي لم يظهر فيها

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

أى تأثير معنوى للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية. وقد ترجع هذه النتيجة إلى اهتمام شركات قطاع الأعمال العام بتحقيق الأهداف الإجتماعية والسياسية حتى ولو على حساب تحقيق الربحية. بالشكل الذى قد يضعف أو يلغى دور المدراء ذوى القدرات الإدارية المرتفعة فى التأثير على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية. بما قد يوفر الحوافز لدى المسؤولين الحكوميين والسياسيين (ممثلى الدولة فى إدارة شركات قطاع الأعمال العام) لممارسة الضغوط على الشركات من أجل تعظيم مصالحهم السياسية وتحويل الثروة إلى الناخبين على حساب مساهمى الشركة، بالشكل يودى إلى الإضرار بثروة المساهمين والأرباح التشغيلية. ومن ثم انخفاض معدل العائد على حقوق الملكية، وربما يفسر ذلك الأثر السلبي (وغير المعنوى) للقدرة الإدارية للمدراء فى قطاع الأعمال العام على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية. كما أن عدم معنوية هذا التأثير قد يكون سبباً فيه وجود متغيرات أخرى قد تنظم هذا التأثير مثل كفاءة التكلفة - التى سيناقشها الفرض الثانى للبحث لاحقاً.

وبناءً على ما سبق، يمكن رفض الفرض العدمى الأول للبحث والذى ينص على أنه "لا توجد فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات فى القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام". وبهذا الشكل تتأكد نتيجة اختبار الفرض الأول باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (ROA-Adj)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للتعبير عن الأداء المالي المستقبلي للشركات سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام.

كما تشير نتائج تشغيل نموذج البحث إلى وجود أثر إيجابى ومعنوى (عند مستوى معنوية ١%) للعلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية للمدراء فى نهاية الفترة السابقة (1-t) على الأداء المالي المستقبلي باستخدام معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك بالتطبيق على الشركات المنتمية للقطاع الخاص (فى نهاية الفترات المستقبلية $t+1$ ، $t+2$) وقطاع الأعمال العام (فى نهاية الفترات الثلاثة المستقبلية t ، $t+1$ ، $t+2$).

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

وبالتالى تعد كفاءة التكلفة العامل المحفز للقدرة الإدارية للمدراء فى قطاع الأعمال العام على تحسين الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية. أما فى القطاع الخاص فإن كفاءة التكلفة لا تقل أهمية عن القدرة الإدارية للمدراء فى تحقيق تحسناً فى معدل العائد على حقوق الملكية. وذلك بفضل قدرة الشركات على تحقيق كفاءة التكلفة. ومن ثم زيادة المبيعات المستقبلية مع تحمل تكاليف أقل للحصول على الموارد اللازمة لتلبية تلك المبيعات المتزايدة. وأيضاً تتمتع المدراء بقدرة إدارية مرتفعة تمكنهم من فهم طبيعة أعمال الشركة، والصناعة التى تنتمى إليها، والظروف الاقتصادية للدولة التى تعمل فى ظلها. بما يسهم فى توفير رؤية كاملة عن إمكانيات التوسع أو الانكماش فى مبيعات الشركة واتخاذ قرارات مناسبة لتعديل الموارد بتكاليف منخفضة. الأمر الذى ينعكس إيجابياً على معدل العائد على حقوق الملكية خلال الفترات المستقبلية سواء من خلال تحسين معدل العائد على الأصول. أو تحقيق مزايا من الرفع المالي سواء فى القطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام.

لذا يمكن رفض الفرض العدمى الثانى للبحث والذى ينص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات فى القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام". وبالتالي، تتأكد نتيجة اختبار الفرض الثانى للبحث باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة (ROA-Adj)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للتعبير عن الأداء المالي المستقبلي للشركات سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام. وذلك على الرغم من انخفاض القوة التفسيرية لمتغيرات نموذج البحث بزيادة الفاصل الزمني عند التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية. كما شهدت قيمة معامل التحديد المعدل (squared-Adjusted R) تحسناً فى الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام بنسبة قدرها (٢٠.٢٪، ٤٤.٩٪، ٢٢.١٪) مقارنة بالقطاع الخاص وذلك بنسبة قدرها (٢٨.٦٪، ٢١.٥٪، ٨.٨٪) خلال الفترات الثلاثة المستقبلية (t، t+1، t+2).

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

كذلك أوضح اختبار (Fisher test) معنوية الأهمية الإحصائية لنتائج تشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك عند مستوى معنوية (1%) خلال الفترات الثلاثة المستقبلية (t, t+1, t+2) سواء في القطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام، ولكن يجب مقارنة الأهمية الإحصائية بالدلالة العملية لنتائج تشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على حقوق الملكية وفقاً لمعيار (Cohen) وحجم الأثر من الارتباط (r) وذلك كما يوضح الجدول رقم (١٢) التالي:

جدول رقم (١٢): الدلالة العملية لنتائج تشغيل نموذج البحث باستخدام معدل العائد على حقوق الملكية

	Private sector			Public sector		
	Reg βA(	Reg βB(	Reg βC(	Reg βD(	Reg βE(	Reg βF (
	ROE	ROE +1(	ROE +2(	ROE	ROE +1(	ROE +2(
Practical Significance الدلالة العملية						
الدلالة العملية للفرض الأول المتعلق بتأثير القدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي*						
Effect Size)Cohen's d(	0.1896	0.1041	0.1462	-0.1043	-0.0208	-0.1051
Effect Size)r(	0.0944	0.0520	0.0729	-0.0521	-0.0104	-0.0525
Confidence interval;	) 0.023;	-)0.025;	-)0.010;	-)0.167;	-)0.133;	-)0.186;
95% CI	0.166 (	0.129(	0.156(	0.062(	0.112(	0.081(
Effect Size)t-stat.(	]2.586***[	]1.331*[	]1.726**[	]0.894[	]0.166[	]0.776[
Post-hoc Statistical Power	% 83.6	% 16.6	% 54.3	%23.4	% 7.03	% 20
الدلالة العملية للفرض الثاني المتعلق بتأثير التفاعل بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي						
Effect Size)Cohen's d(	0.0484	0.2713	0.1890	1.2629	-0.0686	1.0117
Effect Size)r(	0.0242	0.1344	0.0941	0.5339	-0.0343	0.4514
Confidence interval;	-) 0.047;	)0.058;	)0.011;	)0.419;	-)0.157;	)0.318; 0.585(
95% CI	0.096(	0.211(	0.177(	0.649(	0.089(
Effect Size)t-stat.(	]0.662[	]3.443***[	]2.224**[	]9.563***[	]0.546[	]6.862***[
Post-hoc Statistical Power	% 16.5	% 96.9	% 73.2	%100	% 13.9	% 100

Note: *, **, *** indicate significance at 10 %, 5% and 1 % respectively

* تم تشغيل نموذج البحث مع استبعاد متغيري كفاءة التكلفة والتفاعل بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية وذلك لاستخلاص العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات معياراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة - والملاحظ أنه لم تتغير النتائج مقارنة بنتائج نموذج البحث الذي يحتوي على كل من الأثر المباشر للقدرة الإدارية والأثر التفاعلي للقدرة الإدارية مع كفاءة التكلفة كما هو موضح في الملحق رقم "٤" - وإجراء اختبار الدلالة العملية.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

ويتضح في ضوء الجدول السابق بالنسبة للفرض الأول عدم وجود أثر (No Effect) إيجابى (سلبى) ذو دلالة عملية للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي للشركات - معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية - المنتمية للقطاع الخاص (قطاع الأعمال العام) وذلك وفقاً لمعيار (Cohen) وحجم الأثر من الارتباط (r). وعلى النقيض بالنسبة للفرض الثانى للبحث يتضح وجود أثر إيجابى ومعنوى ذو دلالة عملية لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام، إلا أنه كان منخفضاً (Small Effect) بالنسبة للشركات المنتمية للقطاع الخاص فى نهاية الفترة ($1+t$)، ومرتفعاً (Large Effect) بالنسبة للشركات المنتمية للقطاع الأعمال العام فى نهاية الفترات المستقبلية ($2+t, t$) وذلك وفقاً لمعيارى (Cohen) وحجم الأثر من الارتباط (r). وبقوة إحصائية لاحقة قدرها (96.9%) فى شركات القطاع الخاص فى نهاية الفترة المستقبلية ($1+t$). بينما وصلت القوة الإحصائية اللاحقة لتقديرات نموذج البحث فى شركات قطاع الأعمال العام إلى (100%) فى نهاية الفترات المستقبلية ($2+t, t$).

وأخيراً وفى ضوء المقاييس البديلة للأداء المالي المستقبلي للشركات (معدل العائد على الأصول، معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة، معدل العائد على حقوق الملكية) يتضح توافق النتائج نسبياً من الناحية الإحصائية والدلالة العملية بشأن رفض فرضى البحث؛ نظراً لاختلاف أثر القدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي للشركات فى القطاع الخاص مقارنة بقطاع الأعمال العام، بالإضافة إلى وجود أثر منظم لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي للشركات سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام، ويلخص الجدول رقم (13) نتائج اختبار فرضى البحث من الناحية الإحصائية والعملية وفقاً لمعيار (Cohen) وحجم الأثر من الارتباط (r) وذلك كما يلي:

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

جدول رقم (١٣): ملخص نتائج اختبار فرضي البحث من الناحية الإحصائية والدلالة العملية

الفرض	القطاع	الدلالة العملية			النتيجة الإحصائية			مقاييس الأداء المالي المستقبلي	الفرض			
		r			Cohen					اتجاه الأثر ومعنويته		
		(2+t)	(1+t)	(t)	(2+t)	(1+t)	(t)			(2+t)	(1+t)	(t)
الأول	الخاص	Small Effect (%)	Small Effect (%)	No Effect (%)	Small Effect	Small Effect	No Effect	(+) (%)	(+) (%)	(+) (%)	ROA	
		No Effect (%)	No Effect (%)	No Effect (%)	No Effect	No Effect	No Effect	(+) (---)	(+) (%)	(+) (%)	ROA-Adj	
		No Effect (%)	No Effect (%)	No Effect (%)	No Effect	No Effect	No Effect	(+) (%)	(+) (---)	(+) (%)	ROE	
	الأعمال العام	No Effect (---)	No Effect (---)	No Effect (---)	No Effect	No Effect	No Effect	(-) (---)	(-) (---)	(-) (---)	ROA	
		No Effect (---)	No Effect (---)	No Effect (---)	No Effect	No Effect	No Effect	(+) (---)	(+) (---)	(+) (---)	ROA-Adj	
		No Effect (---)	No Effect (---)	No Effect (---)	No Effect	No Effect	No Effect	(-) (---)	(-) (---)	(-) (---)	ROE	
الثاني	الخاص	Small Effect (%)	No Effect (%)	No Effect (%)	Small Effect	No Effect	No Effect	(+) (%)	(+) (%)	(+) (%)	ROA	
		Small Effect (%)	Small Effect (%)	Small Effect (%)	Small Effect	Small Effect	Small Effect	(+) (%)	(+) (%)	(+) (%)	ROA-Adj	
		No Effect (%)	Small Effect (%)	No Effect (%)	No Effect	Small Effect	No Effect	(+) (%)	(+) (%)	(+) (---)	ROE	
	الأعمال العام	Interm Effect (%)	Large Effect (%)	Interm Effect (%)	Interm Effect	Large Effect	Interm Effect	(-) (%)	(-) (%)	(-) (%)	ROA	
		Interm Effect (%)	Interm Effect (%)	Interm Effect (%)	Interm Effect	Interm Effect	Interm Effect	(+) (%)	(+) (%)	(+) (%)	ROA-Adj	
		Large Effect (%)	No Effect (---)	Large Effect (%)	Large Effect	No Effect	Large Effect	(+) (%)	(+) (---)	(+) (%)	ROE	
(No Effect): عدم وجود أثر من الناحية العملية. (Small Effect): وجود أثر منخفض من الناحية العملية. (Intermediate Effect): وجود أثر متوسط من الناحية العملية. (Large Effect): وجود أثر مرتفع من الناحية العملية.												

القسم الرابع

النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

أولاً: النتائج

ناقش البحث العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات، بالإضافة إلى اختبار أثر كفاءة التكلفة على هذه العلاقة. وذلك بالتطبيق على الشركات المنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام، بهدف الوقوف على الفروق الجوهرية بين كلٍ من القطاعين حول القدرة الإدارية للمدراء وتحقيق الشركات لكفاءة التكلفة. وتم تطبيق البحث على عينة إجمالية مكونة من (١٣٥) شركة مدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨. وذلك بإجمالي عدد مشاهدات قدره (١٢١٥) مشاهدة. وتم تقسيم العينة الإجمالية للشركات محل البحث إلى عينتين مستقلتين؛ الأولى، تحتوى على (٩٦) شركة منتمية للقطاع خاص، والثانية، تحتوى على (٣٩) شركة منتمية لقطاع الأعمال العام. وخلص الباحث إلى النتائج التالية:

- الشركات خاصة المنتمية للقطاع الخاص والتي يقودها مدراء ذوى قدرة إدارية مرتفعة أكثر قدرة على زيادة ربحيتها المستقبلية أكثر من الشركات التي يقودها مدراء أقل قدرة إدارية، ومن ثم تحقيق أداء مالي مستقبلي أفضل معبراً عنه (بمعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة، ومعدل العائد على حقوق الملكية) وذلك حتى ثلاثة فترات مستقبلية متتالية. وبالتالي، فإن قدرة المدراء على استغلال مهاراتهم المتفوقة فى استهداف الفرص التى يتيحها السوق، بالإضافة إلى قدرتهم على التنبؤ بالاتجاهات والظروف المستقبلية، تجعلهم أكثر قدرة على استخدام الموارد المتاحة بالشركة لإنتاج المخرجات التى يمكن أن تقودها نحو تحقيق أداء مالي جيد فى المستقبل وذلك حتى ثلاث فترات مستقبلية.

- تظهر الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام عدم وجود أثر معنوى (سواء إيجابى أو سلبى) للقدرة الإدارية على الأداء المالي المستقبلي معبراً عنه (بمعدل العائد على

الأصول، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة، ومعدل العائد على حقوق الملكية) وذلك حتى ثلاثة فترات مستقبلية متتالية. وقد يرجع ذلك إلى تغليب شركات قطاع الأعمال تحقيق الأهداف الإجتماعية والسياسية على تحقيق أهداف الربحية بالشكل الذى قد يجعل الأداء المالي المستقبلي لا يتوقف فقط على القدرة الإدارية للمدراء التى قد يعانى مدراء الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام من انخفاضها أو عدم توافرها فيهم. وإن تحققت القدرة الإدارية فيهم فقد يتعرضوا للضغط من قبل السياسيين لتحقيق مصالحهم الذاتية سواء الإجتماعية أو السياسية من خلال استخدام الموارد العامة للشركة وعدم تخفيض مستويات التوظيف الحالية حتى لو انخفضت المبيعات. وذلك لإعادة انتخابهم فى مرات لاحقة حتى ولو على حساب تذبذب الأداء المالي المستقبلي لهذه الشركات.

- وجود أثر إيجابى ومعنوى لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة، ومعدل العائد على حقوق الملكية) المنتمية للقطاع الخاص خلال الفترات الثلاثة المستقبلية. وبالتالي، فإن كفاءة التكلفة لا تقل أهمية عن القدرة الإدارية للمدراء فى زيادة المبيعات وتوليد ربحية مستقبلية أعلى نظراً لأن الشركات التى تحقق كفاءة التكلفة يمكنها الحصول على مواردها الإضافية بتكاليف تعديل أقل من معدل زيادة مبيعاتها المستقبلية. ومن ثم ضمان استمرار تحقيق الشركات أداء مالي أفضل مستقبلاً.

- وجود أثر سلبى ومعنوى لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول) المنتمية لقطاع الأعمال العام خلال الفترات الثلاثة المستقبلية. وبالتالي، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء فى شركات قطاع الأعمال العام إلى جانب قدرتها على تحقيق كفاءة التكلفة سيقابلها انخفاض فى الأداء المالي المستقبلي لتلك الشركات وذلك خلال الفترات الثلاثة المستقبلية. وقد ترجع هذه النتيجة إلى استغلال المدراء مهاراتهم وقدراتهم الإدارية المرتفعة وذلك لتعظيم مصالحهم الشخصية وتحقيق مزايا للمدراء مثل: زيادة قيمة

التعويضات المبنية على الأسهم، ومحاولة تفسير انخفاض الأداء المستقبلي لشركات قطاع الأعمال العام نتيجة لاهتمامها بتغليب تحقيق الأهداف الاجتماعية والسياسية للدولة على أهداف تحقيق الربحية.

- وجود أثر إيجابي ومعنوي لكفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي للشركات (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة، ومعدل العائد على حقوق الملكية) المنتمية لقطاع الأعمال العام خلال الفترات الثلاثة المستقبلية. وبالتالي، فإن ارتفاع القدرة الإدارية للمدراء في شركات قطاع الأعمال العام إلى جانب قدرتها على تحقيق كفاءة التكلفة سيقابلها ارتفاع في الأداء المالي المستقبلي لتلك الشركات وذلك خلال الفترات الثلاثة المستقبلية. وذلك على الرغم من انخفاض معدل العائد على الأصول استجابة للعلاقة التفاعلية بين كفاءة التكلفة والقدرة الإدارية للمدراء (وفقاً للنتيجة السابقة). وقد يكون السبب في ذلك رغبة المدراء في محاولة منهم إلى لفت إنتباه سوق العمل الإداري لأدائهم، والحفاظ على سمعتهم في بيئة الأعمال، وتوجيه الأرباح للوصول للمستوي المستهدف لها عن طريق إدراج مبيعات وهمية أو زيادة الإنتاج لمستويات غير عادية أو تخفيض النفقات الاختيارية. وذلك للحفاظ دائماً على تحقيق معدل عائد على الأصول يفوق وسيط الصناعة التي تنتمي إليها الشركة. أو تحقيق ارتفاعاً في معدل العائد على حقوق الملكية لكسب رضا المساهمين من خلال الحفاظ على تحقيق معدل عائد على الأصول يفوق معدل العائد الذي يطلبه كل من الدائنين وحملة الأسهم الممتازة. وذلك استغلالاً لإمكانية حصول شركات قطاع الأعمال العام على التمويل اللازم لها من الدولة والأجهزة التابعة لها بأقل اشتراطات للمديونية.

- بصفة عامة تكتسب النتائج التي توصل إليها الباحث إحصائياً عند اختبار فرضية البحث بالتطبيق على الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام دلالة عملية أقوى مقارنة بالنتائج التي تم التوصل إليها إحصائياً بالتطبيق على الشركات المنتمية للقطاع الخاص. وذلك وفقاً لمعيارى (Cohen) وحجم الأثر من الارتباط (r).

وجدير بالذكر أن النتائج التي توصل إليها الباحث عند اختبار فرضي البحث تخضع لبعض المحاذير أو الحدود أهمها:

- ترتبط نتائج البحث بالحدود المرتبطة بحجم العينة وطرق قياس المتغيرات والأساليب الإحصائية والفترة الزمنية المطبق عليها البحث. كذلك ترتبط نتائج البحث بعينة الشركات غير المالية محل البحث والمسجلة في البورصة المصرية والمنتمية لقطاعات اقتصادية مختلفة.

- تعتمد نتائج البحث عند قياس القدرة الإدارية للمدراء على استخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات (Data Envelopment Analysis) الخاص بدراسة (Demerjian et al. 2012)؛ الذي يقيس بشكل رسمي العلاقة بين العديد من مدخلات الإنتاج والمبيعات كمقياس وحيد للمخرجات. وعلى الرغم من أن هذا الإجراء مقبول في الأدبيات السابقة، إلا أنه لا يزال من الممكن ألا يفسر هذا الإجراء العوامل غير القابلة للرصد في قياس القدرة الإدارية للمدراء.

- يفترض المقياس الخاص بكفاءة التكلفة أن زيادة التكاليف بمقدار يزيد عن زيادة المبيعات يشير دائماً إلى عدم كفاءة التكلفة (Krause et al. 2013; Hoitash et al. 2016). ومع ذلك، أشارت دراسة (Anderson et al. 2007) إلى أن هذا ليس هو الحال دائماً؛ فقد تزيد الشركات عمداً تكاليف التشغيل إلى حد أكبر من الزيادة في المبيعات لأسباب أخرى غير عدم كفاءة التكلفة، مثل التفاؤل الإداري بشأن المبيعات المستقبلية.

ثانياً: التوصيات

فى ضوء نتائج البحث والمحاذير المتعلقة به يوصى الباحث ببعض التوصيات أهمها:

- إدراج القدرة الإدارية كأحد السمات الشخصية المميزة للمدراء ضمن معايير اختيار القيادات التنفيذية بالشركات، وذلك لما لها من دور فى شرح وتفسير السلوكيات والنتائج المالية المختلفة للشركات سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام.
- وضع بعض الحوافز والآليات التى قد تساعد على جذب المدراء ذوى القدرات الإدارية المرتفعة للعمل بشركات قطاع الأعمال العام مقارنة بالقطاع الخاص.
- ضرورة اهتمام مدراء الشركات بتحقيق كفاءة التكلفة التى قد تضمن لها إمكانية إضافة موارد جديدة بتكاليف أقل من معدل زيادة مبيعاتها المستقبلية وذلك لضمان تحقيق ربحية مستقبلية أعلى، ومن ثم تحسين الأداء المالى المستقبلى للشركات سواء المنتمية للقطاع الخاص أو قطاع الأعمال العام.
- توعية المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح على ضرورة الاهتمام بضمان جودة تطبيق الآليات الرقابية لحوكمة الشركات للحفاظ على الدور الإيجابى للقدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالى المستقبلى للشركات، بالإضافة إلى أهمية تحقيق كفاءة التكلفة لتعزيز دور القدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالى المستقبلى للشركات.

ثالثاً: مجالات البحث المقترحة

يقترح الباحث العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية

من أهمها:

- إجراء المزيد من الأبحاث المستقبلية للبحث عن دوافع التغيرات في تكاليف التشغيل المتعلقة بتغيرات المبيعات وذلك للوصول إلى مفهوم إجرائي أكثر دقة لكفاءة التكلفة؛ وعلى سبيل المثال، يمكن تحليل ما إذا كان التفاؤل الإداري بشأن المبيعات المستقبلية أو عدم الكفاءة الإدارية يحفز الشركات على زيادة تكاليفها إلى حد أكبر من المعدل الذي يتناسب مع الزيادة في مبيعاتها.
- إجراء المزيد من الأبحاث المستقبلية لتحديد العوامل الأخرى الخاصة بالشركات بخلاف كفاءة التكلفة (مثل: توجه المدراء نحو المخاطرة، ولزوجة التكاليف) والتي يحتمل أن تنظم تأثير القدرة الإدارية للمدراء على الأداء المالي المستقبلي للشركات. مع مراعاة أن هذه العوامل قد تختلف باختلاف القطاع الذي تنتمي إليه الشركات سواء كان قطاع خاص أو قطاع أعمال عام.
- اختبار أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي خلال دورة حياة الشركة.
- إجراء نفس الدراسة الحالية مع استخدام مقاييس أخرى للقدرة الإدارية للمدراء.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

- ١- أبو العز، محمد السعيد، ٢٠١٨، "تحليل القوائم المالية: مدخل معاصر"، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- ٢- حسين، محمد إبراهيم محمد، ٢٠١٨، "تأثير القدرة الإدارية للمديرين على العلاقة بين إدارة الأرباح الحقيقية والأداء المستقبلي لمنشآت الأعمال: دراسة تطبيقية"، *مجلة المحاسبة والمراجعة*، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، العدد الثالث: ٢٨٧ - ٣٥١.
- ٣- عفيفي، هلال عبد الفتاح، ٢٠١٣، "أثر تركيز الملكية الفردية و الحكومية على إدارة الأرباح في القطاعين الخاص والعام: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الرابع، المجلد (٣٧): ٢٧-١٤٨.
- ٤- عناني، محمد عبد السميع، ٢٠١١، "التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام *Windows SPSS*"، الطبعة الثالثة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- ٥- مليجي، مجدى مليجي عبد الحكيم، ٢٠١٩، "قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثالث، المجلد (٣): ٢٩٣ - ٣٧٩.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- Anderson, M.C., Banker, R.D. and Janakiraman, S.N., 2003, "Are selling, general, and administrative cost sticky?", *Journal of Accounting Research*, 41(1): (47-63).
- 2- Anderson, M.C., Banker, R.D., Huang, R. and Janakiraman, S.N., 2007, "Cost behavior and fundamental analysis of SG&A costs", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 22(1), 1-28.
- 3- Andreou, P., Ehrlich, D., Karasamani, I. and Louca, C., 2015, "Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis", Available at: <https://pdfs.semanticscholar.org/2490/64545df0db26587ca65e06705cc6a1d12199.pdf>.

- 4- Ang, J.S., Ding, D.K .and Thong, T.Y., 2013, "Political connection and firm value", *Asian Development Review*, 30)2 :(131-166.
- 5- Bai, C., Li, D.D., Tao, Z .and Wang, Y., 2000, "A multitask theory of state enterprise reform", *Journal of Comparative Economics*, 28)4 :(716-738 .
- 6- Baik, B .O.K., Farber, D .B .and Lee, S .A .M., 2011, "CEO ability and management earnings forecasts", *Contemporary Accounting Research*, 28)5 :(1645-1668.
- 7- Bakker, A., Cai, J., English, L., Kaiser, G., Mesa, V .and Van Dooren, W., 2019, "Beyond small, medium, or large :Points of consideration when interpreting effect sizes", *Educational Studies in Mathematics*, 102)1 :(1-8.
- 8- Banker, R .D .and Byzalov, D., 2014, "Asymmetric cost behavior", *Journal of Management Accounting Research*, 26)2 :(43-79.
- 9- Banker, R .D., Byzalov, D .and Chen, T., 2013, "Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior", *Journal of Accounting and Economics*, 55)1 :(111-127.
- 10- Banker, R .D., Byzalov, D., Fang, S .and Liang, Y., 2018, "Cost management research", *Journal of Management Accounting Research*, 30)3 :(187-209.
- 11- Bamber, L .S., John, J .and Isabel, Y .W., 2010, "What's My Style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure", *Accounting Review*, 85)4:(1131-1162.
- 12- Baumgarten, D., Bonenkamp, U .and Homburg, C., 2010, "The information content of the SG&A ratio", *Journal of Management Accounting Research*, 22)1 :(1-22.
- 13- Bennedsen, M., Perez-Gonzalez, F .and Wolfenzon, D., 2010, "Do CEOs matter?", *Working paper*, Copenhagen Business School, Copenhagen.
- 14- Bernille, G., Bhagwat, V .and Rau, P .R., 2017, "What doesn't kill you will only make you more risk-loving :Early-life disasters and CEO behavior", *The Journal of Finance*, 72)1 :(167-206.

- 15- 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.
- 16- Bertrand, M., Kramarz, F .and Schoar, A., 2018, "The cost of political connections", *Review of Finance*, 22)3:(849-876.
- 17- Boghdady, A .B .A., 2019, " The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Real and Accrual Earnings Management in the State-Owned Versus Privately Owned Companies :Empirical Evidence from Egypt", *PhD Thesis*, Faculty of commerce, Zagazig university .
- 18- Bonsall IV, S .B., Holzman, E .R .and Miller, B .P., 2017, "Managerial ability and credit risk assessment", *Management Science*, 63)5 :(1425–1449.
- 19- Boubakri, N., Cosset, J .C .and Saffar, W., 2012, "The impact of political connections on firms' operation performance and financing decisions", *Journal of Financial Research*, 35)3 :(397-423.
- 20- Boycko, M., Shleifer, A .and Vishny, R .W., 1996, "A theory of privatization", *The Economic Journal*, 106)4 :(309–319.
- 21- Brush, T .H .and Bromiley, P., 2000, "The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance", *Strategic Management Journal*, 21)4 :(455–472.
- 22- Bui, D .G., Chen, Y .S., Hasan, I .and Lin, C .Y., 2018, "Can lenders discern managerial ability from luck? Evidence from bank loan contracts", *Journal of Banking and Finance*, 87 :187–201.
- 23- Calleja, K., Steliaros, M .and Thomas, D .C., 2006, "A note on cost stickiness :Some international comparisons", *Management Accounting Research*, 17)2 :(127–140.
- 24- Campello, M., Giambona, E., Graham, J .and Harvey, C., 2011, "Liquidity management and corporate investment during a financial crisis", *The Review of Financial Studies*, 24)6 :(1944-1979 .

- 25- Carter, M .E., Franco, F .and Tuna, I., 2010, "Premium pay for executive talent :An empirical analysis", *Working paper*, Management Accounting Section)MAS (Meeting Paper, Boston College, Boston.
- 26- Cheung, K .T .S., Naidu, D., Navissi, F .and Ranjeeni, K., 2017, "Valuing talent :do CEOs' ability and discretion unambiguously increase firm performance", *Journal of Corporate Finance*, 42)February:(15-35.
- 27- Chaney, P .K., Faccio, M .and Parsley, D., 2011, "The quality of accounting information in political connected firms", *Journal of Accounting and Economics*, 51)1-2:(58-76.
- 28- Chang, Y .Y., Dasgupta, S .and Hilary, G., 2010, "CEO ability, pay, and firm performance", *Management Science*, 56)10:(1633-1652.
- 29- Chen, Y., Podolski, E .J .and Veeraraghavan, M., 2015, "Does managerial ability facilitate corporate innovative success?", *Journal of Empirical Finance*, 34)December :(313–326.
- 30- Chen, C .X., Lu, H .and Sougiannis, T., 2012, "The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs", *Contemporary Accounting Research*, 29)1 :(252–282.
- 31- 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.
- 32- Christensen, D .M., Dhaliwal, D .S., Boivie, S .and Graffin, S .D., 2015, "Top management conservatism and corporate risk strategies :Evidence from managers' personal political orientation and corporate tax avoidance", *Strategic Management Journal*, 63)12 :(1918–1938.
- 33- Cohen, J., 1988, "*Statistical power analysis for the behavioral sciences*", 2nd ed .Hillsdale, NJ :Erlbaum.

- 34- Custódio, C .and Metzger, D., 2013, "How do CEOs matter? The effect of industry expertise on acquisition returns", *Review of Financial Studies*, 26 :2008-2047.
- 35- Davidsson, P., Steffens, P .and Fitzsimmons, J., 2009, "Growing profitable or growing from profits :Putting the horse in front of the cart?", *Journal of Business Venturing*, 24)4 :(388–406.
- 36- Demerjian, P., Lev, B .and McVay .S., 2012, "Quantifying managerial ability : a new measure and validity tests", *Management Science*, 58)7 :(1229-1248.
- 37- Demerjian, P., Lev, B., Lewis, M.F .and McVay, S .E., 2013, "Managerial ability and earnings quality", *The Accounting Review*, 88)2 :(463-498.
- 38- Demerjian, P., Lewis, M .F .and McVay, S., 2016, "Earnings smoothing : For good or evil?", Emory Goizueta Business School, Available at: https://www.researchgate.net/publication/272244797_Earnings_Smoothing_For_Good_or_Evil/link/5b2ac086a6fdcc72db507b3a/download.
- 39 -Dierynck, B., Landsman, W .R .and Renders, A., 2012, "Do managerial incentives drive cost behavior? Evidence about the role of the zero earnings benchmark for labor cost behavior in private Belgian firms", *The Accounting Review*, 87)4 :(1219–1246.
- 40 -Francis, B., Sun, X .and Wu, Q., 2013, "Managerial ability and tax avoidance "Available at :https://www.researchgate.net/publication/272534785_Management_Ability_and_Tax_Avoidance.
- 41-Finkelstein, S., Hambrick, D .and Cannella, A .A., 2009, "*Strategic leadership :Theory and research on executives, top management teams, and boards*", Oxford University Press .
- 42-Francis, J., Huang, A .H., Rajgopal, S .and Zang, A .Y., 2008, "CEO reputation and earnings quality", *Contemporary Accounting Research*, 25)1 :(109-147.

- 43- Habib, A. and Hasan, M., 2017, "Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk", *Research in International Business and Finance*, 42)1 :(262-274.
- 44- Hambrick, D .C., 2007, "Upper echelons theory :An update", *Academy of Management Review*, 32)2 :(334-343.
- 45- Hendry, J., 2005, "Beyond self-interest :agency theory and the board in a satisficing world", *British Journal of Management*, 16)s1 :(5-63.
- 46- Hessian, M., 2018, "The Impact of managerial ability on the relation between real earnings management and future firm's performance :applied study", *Journal of Accounting and Applied Research*, 1)2 :(1-39.
- 47- Hoitash, R., Hoitash, U .and Kurt, A .C., 2016, "Do accountants make better chief financial officers?", *Journal of Accounting and Economics*, 61)2 :(414–432.
- 48- Krause, R., Semadeni, M .and Cannella, A .A., 2013, "External COO/presidents as expert directors :A new look at the service role of boards", *Strategic Management Journal*, 34)13 :(1628–1641.
- 49- 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.
- 50- Lakens, D., 2014, "Observed power, and what to do if your editor asks for post-hoc power analyses", The 20 %Statistician, Available at:
<http://daniellakens.blogspot.com/2014/12/observed-power-and-what-to-do-if-your.html> .
- 51- Malmendier, U., and Tate .G., 2005, "CEO overconfidence and corporate investment", *Journal of Finance*, 60)6 :(2661-2700.
- 52- Malmendier, U .and Tate, G., 2009, "Superstar CEOs", *Quarterly Journal of Economics*, 124)4 :(1593–1638.

- 53- McCrum-Gardner, E., 2010, "Sample size and power calculations made simple", *International Journal of Therapy and Rehabilitation*, 17(1):(10-14.
- 54- McLeod, S .A., 2019, "What does effect size tell you? Simply psychology", Available at :<https://www.simplypsychology.org/effect-size.html>.
- 55- Megginson, W .L., 2005, "*The financial economics of privatization*", New York :Oxford University Press.
- 56- Olsen, K .J., Dworkis, K .K .and Young, S .M., 2017, "CEO narcissism and accounting :A picture of profits", *Journal of Management Accounting Research*, 26(11):(243–267.
- 57- Petrou, A .P .and Procopiou, A., 2016, "CEO shareholdings and earnings manipulation :a behavioral explanation", *European Management Review*, 13(2):(137-148 .
- 58- Prabowo, R., 2019, "Cost behavior, ownership types, and managerial ability", *PhD Thesis*, University of Groningen, SOM research school.
- 59- Perez-Gonzales, F., 2006, "Inherited control and firm performance", *American Economic Review*, 96 (5):(1559-1588.
- 60- Rezaei, J .and Barandagh, M .I., 2016, "Review of effect of management ability on costs stickiness in Tehran Stock Exchange", *International journal of humanities and social sciences*, 1:77-93.
- 61- Romaisyah, L .and Naimah, Z., 2019, "The Influence of managerial ability on future performance", *Journal of Economics, Business and Government Challenges*, 1(2):(6-12.
- 62- Sapienza, P., 2004, "The effects of government ownership on bank lending", *Journal of Financial Economics*, 72(2):(357–384.
- 63- Seay, R .and Williams, T., 2012, "The role of managerial ability in auditor changes :Does efficiency matter?", University of Mississippi, Available at :
https://www.researchgate.net/publication/256030218_The_Role_of_Mananagerial_Ability_in_Auditor_Changes_Does_Efficiency_Matter.

- 64- Shleifer, A., 1998, "State versus private ownership", *Journal of Economic Perspectives*, 12)4 :(133–150.
- 65- Shleifer, A., 1998, "State versus private ownership", *Journal of Economic Perspectives*, 12)4 :(133–150.
- 66- Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1994, "Politicians and firms", *Quarterly Journal of Economics*, 109)4 :(995–1025.
- 67- Silva, A., 2010, "Managerial ability and capital flows", *Journal of Development Economic*, 93)1 :(126-136.
- 68- Watts, R .and Zuo, L., 2012, "*Accounting conservatism and firm value : Evidence from the global financial crisis*", Cambridge, Mass : .MIT Sloan School of Management.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي لدى القطاعين الخاص والأعمال العام ...
د/ السيد أحمد محمود فودة

ملحق رقم (١)

الدلالة العملية للاختلافات في حجم الأثر من الارتباط (r) ومعيار (Cohen)

Effect Size			Interpretation	
Cohen's d	r*	η^2	Cohen)1988(	Hattie)2009(
< 0	< 0	-	Adverse Effect	
0.0	0.00	0.000	No Effect	Developmental effects
0.1	0.05	0.003		
0.2	0.10	0.010	Small Effect	Teacher effects
0.3	0.15	0.022		
0.4	0.20	0.039		
0.5	0.24	0.060	Intermediate Effect	Zone of desired effects
0.6	0.29	0.083		
0.7	0.33	0.110		
0.8	0.37	0.140		
0.9	0.41	0.168	Large Effect	
≥ 1.0	0.45	0.200		

* Cohen)1988 (reports the following intervals for r :0.1 to 0.3 : small effect; 0.3 to 0.5 :intermediate effect; 0.5 and higher : strong effect.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

ملحق رقم (٢)

Dependent variable :ROA .Method:

Mixed fixed effects with white robust standard error

	Private sector			Public sector		
	Reg)IA(	Reg)IB(	Reg)IC(	Reg)ID(	Reg)IE(	Reg)IF(
	ROA	ROA +)I(	ROA +)2(	ROA	ROA +)I(	ROA +)2(
ROA-)I(	0.5655	0.4265	0.2735	0.8719	0.7273	0.4802
	]10.63***[	]9.035***[	]8.832***[	]20.33***[	]8.508***[	]6.407***[
Managerial Ability-)I(	0.0177	0.0259	0.0409	-0.0076	-0.0032	-0.0073
	]2.319**[	]4.595***[	]2.475**[	-]0.743[	-]0.278[	-]0.276[
Firm Size	-0.0028	-0.0044	-0.0046	-0.0063	-0.0046	-0.0050
	-]1.082[	-]1.199[	-]1.148[	-]0.464[	-]0.299[	-]0.288[
Leverage	-0.0003	0.0079	-0.0039	0.0030	-0.0052	-0.0201
	-]0.039[	]1.147[	-]0.247[	]0.337[	-]0.518[	-]1.487[
MTB	0.0139	0.0140	0.0127	0.0050	0.0092	0.0118
	]4.436***[	]3.975***[	]5.193***[	]4.962***[	]4.456***[	]2.137**[
MTB_squared	0.0014	0.0013	0.0013			
	]5.358***[	]2.326**[	]3.568***[
Sales Decline	0.0219	0.0309	0.0205	-0.0390	-0.0411	-0.0325
	]4.808***[	]6.117***[	]2.637***[	-]4.402***[	-]5.889***[	-]3.068***[
Assets Intensity	-0.0182	-0.0190	-0.0189	-0.0208	-0.0277	-0.0318
	-]4.425***[	-]6.539***[	-]3.593***[	-]2.129**[	-]2.187**[	-]2.977***[
Inst_Own	0.0039	0.0022	0.0050	0.0279	0.0233	0.0336
	]0.453[	]0.285[	]0.597[	]1.186[	]0.875[	]3.442***[
Bod_Ind	-0.0035	-0.0056	0.0062	0.0067	0.0114	0.0195
	-]0.370[	-]0.602[	]0.602[	]0.684[	]0.636[	]0.897[
Constant	0.0489	0.0670	0.0728	0.0520	0.0488	0.0739
	]1.850***[	]2.010**[	]1.895*[	]0.458[	]0.387[	]0.469[
Firms	96	96	96	39	39	39
Obs.	768	672	576	312	273	234
Adjusted R-squared	%45.6	%30.4	%14.4	%70.3	%50.5	%26.6
DW-stat.	2.1573	1.4466	1.4363	1.5944	0.9907	0.8584
Fisher test)F-stat.(	)38.82***(	)19.35***(	)7.467***(	)46.96***(	)19.51***(	)7.045***(
Practical Significance						
Effect Size)Cohen's d(	0.1953	0.3298	0.2407	-0.1102	-0.0863	-0.0935
Effect Size)r(	0.0972	0.1627	0.1195	-0.0550	-0.0431	-0.0467
Confidence interval %95(	)0.026; 0.169(	)0.086; 0.240(	)0.036; 0.203(	-)0.170; 0.060(	-)0.166; 0.080(	-)0.180; 0.087(
t-stat) Effect Size (	]2.661***[	]4.174***[	]2.826***[	]0.941[	]0.687[	]0.686[
Post-hoc Statistical Power	0.8552	0.9957	0.8925	0.2502	0.1749	0.1757

Note***-, **, * indicate significance at 1%, 5 %and 10 %respectively.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

ملحق رقم (٣)

Dependent variable :Adjusted-ROA .Method :Mixed fixed effects with white robust standard error

	Private sector			Public sector		
	Reg 2D(	Reg 2E(	Reg 2F(	Reg 2D(	Reg 2E(	Reg 2F(
	AdjROA	AdjROA +)1(	AdjROA +)2(	AdjROA	AdjROA +)1(	AdjROA +)2(
Adjusted-ROA -)1(	0.5757]7.945***[	0.3828]6.215***[	0.3119]5.339***[	0.9575]11.91***[	0.8626]6.554***[	0.6912]4.017***[
Managerial Ability-)1(	0.0143]1.486[	0.0257]2.145**[	0.0378]1.337[	0.0032]0.271[	0.0220]1.020[	0.0266]1.086[
Firm Size	0.0057]1.258[	0.0029]0.556[	0.0031]0.543[	0.0175]1.683*[	0.0186]1.319[	0.0305]1.170[
Leverage	-0.0015 -]0.156[	0.0035]0.346[	0.0088]1.146[	-0.0003 -]0.017[	-0.0165 -]0.490[	0.0008]0.024[
MTB	0.0034]0.889[	0.0074]3.795***[	0.0031]2.130**[	0.0021]0.818[	0.0035]0.936***[	0.0080]1.687*[
Sales Decline	0.0141]2.647***[	0.0052]0.999[	0.0025	-0.0698 -]5.723***[	-0.0411 -]1.666***[	0.0236]0.839[
Assets Intensity	-0.0137 -]4.188***[	-0.0099 -]2.007**[	-0.0044 -]0.537[	0.0017]0.148[	-0.0026 -]0.187**[	0.0028]0.151[
Inst .Own	0.0115]1.227[	0.0139]1.916*[	0.0098]1.410[	0.0048]0.207[	0.0059]0.131[	0.0149]0.227[
Bod .Ind	0.0124]1.919*[	0.0076]1.035[	0.0149]2.275**[	0.0010]0.084[	0.0025]0.150[	0.0003]0.012[
Constant	-0.0536 -]1.299[	-0.0406 -]0.872[	-0.0533 -]0.842[	-0.0010 -]1.464[	-0.1707 -]1.053[	-0.2869 -]0.960[
Firms	96	96	96	39	39	39
Obs.	768	672	576	312	273	234
Adjusted R-squared	%36.8	%16.3	%7.7	%73.9	%55.5	%31.9
DW-stat.	2.1525	1.4918	1.4727	1.5791	1.0420	0.7797
Fisher test)F-stat.(	)28.87***( )	)9.739***( )	)4.403***( )	)56.05***( )	)23.60***( )	)8.788***()
Practical Significance						
Effect Size Cohen's d(	0.1088	0.1682	0.1132	0.0316	0.1277	0.1474
Effect Size )(	0.0543	0.0838	0.0565	0.0158	0.0637	0.0735
Confidence interval %95(	-]0.017; 0.126(	)0.007; 0.161()	-]0.027; 0.140(	-]0.099; 0.130(	-]0.059; 0.187()	-]0.060; 0.207(
t-stat) Effect Size (	]1.486*[	]2.145**[	]1.337*[	]0.271[	]1.020[	]1.086[
Post-hoc Statistical Power	% 44.5	% 70.3	%27.3	% 8.6	% 27.6	% 30.1

Note*** - ;, **, *indicate significance at 1%, 5 %and 10 %respectively.

أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام ...

د/ السيد أحمد محمود فودة

ملحق رقم (٤)

Dependent variable :ROE .Method :Mixed fixed effects with white robust standard error

	Private sector			Public sector		
	Reg $\beta D(\$	Reg $\beta E(\$	Reg $\beta F(\$	Reg $\beta D(\$	Reg $\beta E(\$	Reg $\beta F(\$
	ROE	ROE +1(	ROE +2(	ROE	ROE +1(	ROE +2(
ROE -1(	0.3861]9.996***[	0.3058]8.564***[	0.1997]4.556***[	0.5355]6.285***[	0.3924]13.17***[	0.2861]2.881***[
Managerial Ability-1(	0.0291]2.586***[	0.0225]1.331[	0.0297]1.726*[	-0.0178 -]0.894[	-0.0061 -]0.166[	-0.0293 -]0.776[
Firm Size	-0.0105 -]1.217[	-0.0042 -]0.358[	-0.0078 -]0.594[	0.0118]1.102[	0.0211]1.186[	0.0266]1.512[
Leverage	0.0319]2.823***[	0.0296]2.904***[	0.0309]1.207[	0.0239]0.604[	0.0296]0.842[	0.0418]0.744[
MTB	0.0388]5.228***[	0.0466]4.795***[	0.0260]3.168***[	0.0276]4.863***[	0.0327]7.453***[	0.0227]1.820*[
MTB_squared	0.0029]4.612***[	0.0043]3.340***[	0.0017]2.097**[
Sales Decline	0.0550]7.924***[	0.0631]18.42***[	0.0333]4.043***[	-0.1161 -]5.295***[	-0.1172 -]6.222***[	-0.1059 -]2.608***[
Assets Intensity	-0.0122 -]1.834*[	-0.0146 -]1.388[	-0.0149 -]1.088[	-0.0322 -]3.039***[	-0.0384 -]2.726***[	-0.0336 -]1.888*[
Inst_Own	0.0231]1.559[	0.0232]1.160[	0.0301]1.224[	0.0439]1.461[	0.0347]2.935***[	0.0404]0.784[
Bod_Ind	0.0337]1.909*[	0.0303]1.865*[	0.0474]1.672*[	0.0352]3.020***[	0.0399]1.944*[	0.0500]1.535[
Constant	0.1183]1.509[	0.0716]0.713[	0.1424]1.281[	-0.1029 -]1.229[	-0.1727 -]1.102[	-0.1853 -]1.047[
Firms	96	96	96	39	39	39
Obs.	768	672	576	312	273	234
Adjusted R-squared	%28.8	%21.4	%8.6	%54.3	%46.2	%19.5
DW-stat.	1.9811	1.5793	1.6684	2.1721	1.4084	1.3604
Fisher test)F-stat.(	)19.23***	)12.39***	)4.625***	)24.07***	)16.56***	)5.031***
Practical Significance						
Effect Size)Cohen's d(	0.1896	0.1041	0.1462	-0.1043	-0.0208	-0.1051
Effect Size)r(	0.0944	0.0520	0.0729	-0.0521	-0.0104	-0.0525
Confidence interval %95(	)0.023; 0.166(	-)0.025; 0.129(	-)0.010; 0.156(	-)0.167; 0.062(	-)0.133; 0.112(	-)0.186; 0.081(
t-stat)Effect Size (	]2.586***[	]1.331*[	]1.726**[	]0.894[	]0.166[	]0.776[
Post-hoc Statistical Power	%83.6	%16.6	%54.3	%23.4	%7.03	%20

Note*** - .; **, *indicate significance at 1%, 5 %and 10 %respectively .