



**الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة
بين التحصين الإداري ومستوى المديونية
دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية**

إعداد

د. مصطفى السيد الإسداوي

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

elesdawy@gmail.com

د. هيام فكري أحمد

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

hayam_fekrey@yahoo.com

د. محمد إبراهيم إسماعيل

المعيد بقسم المحاسبة كلية التجارة - جامعة الزقازيق

drmohamed9665@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الثالث يوليه 2025

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

المستخلص

يهدف البحث الحالي إلى اختبار الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، وذلك لعينة مكونة من 102 شركة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة ببورصة الأوراق المالية من القطاعات المختلفة بفترة زمنية 8 سنوات (2016 - 2023) وذلك بواقع 816 مشاهدة. وتم قياس التحصين الإداري من خلال أربعة آليات تمثلت في: فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية. وتم قياس التحفظ المحاسبي من خلال نموذج (Beaver and Ryan, 2000)، ومن أجل قياس مستوى المديونية تم الاستعانة بمقياس إجمالي الديون إلى إجمالي القيمة الدفترية الأصول، ومقياس إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية. واعتمدت منهجية البحث على نموذج المعادلات الهيكلية Structural Equation Models باستخدام أسلوب تحليل المسار Path Analysis. وأظهرت النتائج وجود علاقة مباشرة معنوية بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، إذ توصلت النتائج إلى وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، والملكية المؤسسية وبين مستوى المديونية، بينما توصلت النتائج إلى وجود علاقة مباشرة سالبة معنوية بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية، في حين توصلت النتائج إلى عدم معنوية العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية. كما أظهرت النتائج وجود علاقة مباشرة معنوية بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي، حيث توصلت النتائج إلى وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، واستقلالية مجلس الإدارة وبين التحفظ المحاسبي، في حين توصلت النتائج إلى وجود علاقة مباشرة سالبة معنوية بين الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية وبين التحفظ المحاسبي. أيضاً أظهرت النتائج وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية. وأخيراً أظهرت النتائج وجود علاقة غير مباشرة معنوية بين التحصين الإداري ومستوى المديونية من خلال توسط التحفظ المحاسبي، بمعنى وجود دور وسيط معنوي للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية. حيث توصلت النتائج إلى وجود علاقة غير مباشرة موجبة معنوية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، واستقلالية مجلس الإدارة وبين مستوى المديونية من خلال الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي، في حين توصلت النتائج إلى وجود علاقة غير مباشرة سالبة معنوية بين الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية وبين مستوى المديونية من خلال الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي.

الكلمات الدالة

التحصين الإداري، فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، التحفظ المحاسبي، مستوى المديونية.

أولاً: مقدمة ومشكلة البحث

مع كبر حجم الشركات وظهور الشركات المساهمة وتعدد وتعقد أنشطتها، لم يعد مالك الوحدة الاقتصادية قادراً على تمويل أو إدارة أنشطة هذا النوع من الوحدات الاقتصادية بمفرده، وقد مهد ذلك لانفصال الملكية عن الإدارة، واستعانة الملاك بفريق من المديرين (الوكلاء) لإدارة أنشطة الوحدة الاقتصادية وذلك نظير عائد يدفعه الملاك لهم. وحيث أنه وفقاً لنظرية الوكالة، فإن الفصل بين مالك الوحدة الاقتصادية ومديرها يؤدي إلى حدوث تعارض في المصالح بين مالك الوحدة الاقتصادية ومديرها، أو ما يسمى بمشكلة الوكالة (Muhammad et al., 2025).

وتتعرض المنشآت لنوعين من مشاكل الوكالة وهما مشاكل الوكالة من النوع الأول (Type I agency problem) ويطلق عليها أيضاً مشاكل الوكالة الرأسية، وتنشأ نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة، ويمكن أن يؤدي هذا النوع من المشاكل إلى عدم عمل المديرين بشكل فعال على تحقيق مصالح المساهمين. مشاكل الوكالة من النوع الثاني (Type II agency problem) ويطلق عليها أيضاً مشاكل الوكالة الأفقية، وتنشأ من التعارض بين المساهمين المسيطرين وغير المسيطرين، حيث من خلالها يسعى المساهمون المسيطرون إلى تحقيق منافع خاصة وذلك على حساب المساهمين غير المسيطرين (Jana kiramant et al., 2010; عفيفي، 2017)، ويعرف ذلك بنموذج الأصيل – الأصيل (Young et al., 2008; Lou et al., 2010). كما يوجد نوع آخر لمشاكل الوكالة ينشأ بين المساهمين والدائنين (Jadiyappa and Hickman, 2025).

ويُمثل التحصين الإداري أحد المظاهر البارزة لمشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين (Jensen and Rubach, 1983)، حيث يوجد بعض المديرين الذين يقومون بتحسين أنفسهم ضد الضغوط التي يُمكن أن تُمارس عليهم من قبل آليات الحوكمة الداخلية والخارجية، لذا يُنظر إلى تحسين الإدارة على أنه موقف يتسم بامتلاك المديرين لقوة وسلطة أكبر مقارنة بأصحاب المصالح الآخرين في الشركة (عفيفي، 2017). وعلى الرغم من أن تحسين المديرين التنفيذيين إلى حد كبير متصور أنه مظهراً لمشكلة الوكالة، إلا أن تدفقاً بديلاً في الأدب المحاسبي يرى أن التحسين الإداري يمكن أن يزيد من التقارب بين مصالح المديرين والمساهمين (Baulkaran, 2014; عفيفي، 2017). ويؤكد (الحبشي، 2023) على أنه ليس من الضروري أن يكون التحسين غير مفيد أو مرادفاً لعدم الكفاءة، حيث يمكن للتحسين أن يكون مفيداً وفعالاً إذا كان قادراً على خلق قيمة للمنظمة.

وبصفة عامة يحدث التحصين الإداري في حالة اكتساب المديرين سلطة أكبر من سلطتهم، تمكنهم من استخدام المنشأة لتحقيق مصالحهم الذاتية بدلاً من المساهمين (Weisbach, 1988). كما عرف (Berger et al., 1997) التحصين الإداري بأنه مدى عدم التزام المديرين بقواعد العمل في إطار النطاق الكامل لحوكمة الشركات وآليات الرقابة، متضمنة المراقبة بواسطة مجلس الإدارة، تهديد العزل (الفصل) أو الاستيلاء، وحوافز الأسهم أو المكافأة المبنية على الأداء. كذلك عرف (Duong et al., 2024) التحصين الإداري بأنه يُمثل الظروف التي تعمل فقط على تعزيز موقف الوكيل والامتيازات الإدارية.

يتضح من تعريف التحصين الإداري أن المديرين المتحصنين ربما يختاروا السياسات الاستثمارية التي تحقق مصالحهم دون النظر إلى مصالح المساهمين (Kumar and Rabinovitch, 2013). إذ أنه وفقاً لنظرية الوكالة يوجد تعارض في المصالح بين المساهمين، والمديرين حول قرارات هيكل رأس المال (Fama, 1980). حيث أثبت (Core et al., 1999) أن التحصين الإداري وضعف الحوكمة يرتبطان بعلاقة سالبة بالأداء التشغيلي والمالي. أيضاً أشارت دراسة كل من (Chen et al., 2012; Harford et al, 2008) بأن في ظل التحصين الإداري تكون المنشأة عرضة لضعف الأداء بشكل جوهري، حيث أن التحصين الإداري يسمح للمديرين بالسعي نحو تحقيق مصالحهم الخاصة واستخلاص الثروة على حساب المساهمين الخارجيين. كما أن المديرين يفضلون مستويات المديونية المنخفضة، وذلك لتجنب مخاطر الشركة وحماية رأس مالهم البشري (Fama, 1980).

وقد أشار (Berger et al., 1997) إلى وجود علاقة سالبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، حيث أن مستوى مديونية الشركة يعتمد على درجة التحصين الإداري وأن المديرين المتحصنين يسعون إلى تجنب الديون، وأن مستوى المديونية يكون منخفض في الشركات التي تدار بواسطة مديرين يتمتعون بملكية مباشرة منخفضة للأسهم، وحيازة خيارات منخفضة، وفترة طويلة للمدير التنفيذي في منصبه، والتعويضات المرتفعة، وكبر مجلس الإدارة، ونسبة منخفضة من المديرين غير التنفيذيين. وأشار أيضاً (De Jong and Veld, 2001) إلى وجود علاقة سالبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات الهولندية، حيث أن المديرين الهولنديين يتجنبون الدور الرقابي للديون.

على الجانب الآخر أشار (Ji and Zhang, 2020) إلى وجود ثلاثة أسباب على الأقل تشير إلى أن الشركات الأكثر تحصناً تكون أعلى من حيث مستوى المديونية عن الشركات الأقل تحصناً: (1) أن المديرين قد يتخلوا عن التمويل بالأسهم لصالح التمويل بالدين وذلك بسبب التأثير على توزيع

حقوق التصويت للحفاظ على مزاياهم الخاصة من السيطرة وذلك كما هو متفق عليه من قبل (Harris and Raviv, 1988; Stulz, 1988). (2) تضارب المصالح بين حملة الأسهم والمديرين يؤدي ارتفاع تكاليف وكالة الأسهم والذي ينتج عنه تمويل بالأسهم أقل، والاعتماد أكثر على التمويل بالدين (Lambrecht and Myers, 2008). (3) أن المديرين المتحصنين الذين يسعون إلى المشاريع الآمنة لحماية وتنويع رأس مالهم البشري يكونوا أكثر توافقاً مع الدائنين عن حملة الأسهم وقد يكون لديهم وصول أكبر إلى التمويل بالدين.

وفي سياق متصل أشار (Grossman and Hart, 1982) إلى وجود ثلاثة أسباب لاختيار الدين كمصدر للتمويل: (1) قد يكون لدى المديرين حوافز مثل تقاسم الأرباح أو خيارات الأسهم المرتبطة بقيمة الشركة. (2) عادة ما تكون الشركة المقيمة بأقل من قيمتها أهدافاً سهلة للاستحواذ وبالتالي من مصلحة المديرين زيادة قيمة الشركة وتجنب أي استحواذ محتمل. (3) إذا استخدم المديرون الديون للتمويل فإن المستثمر يدرك أن الإدارة ملتزمة بمضاعفة الأرباح حتى إذا كان الدين يقلل من التقدير الإداري، لذلك تستخدم الإدارة المزيد من الديون لأنها تجذب المزيد من الاستثمار وبالتالي المزيد من الامتيازات للمديرين.

كذلك توصلت دراسة (John and Litov, 2010) إلى أن المديرين المتحصنين يستخدمون المزيد من الديون لتمويل العجز المالي والحفاظ على نسب الرافعة المالية مرتفعة وتغطية الفائدة المرتفعة بشكل عام. وأشارت دراسة كل من (Zhao and Zou, 2015; Ampofo and Barkhi, 2023) إلى أن المديرين المتحصنين يديرون شركات ذات مستوى مديونية مرتفع. ويرى (Pokhel, 2013) أن مستوى المديونية يكون أعلى عندما يكون للرئيس التنفيذي فترة بقاء طويلة في المنظمة، ولا يواجه رقابة قوية من مجلس الإدارة أو كبار المساهمين. من خلال ما سبق يتضح أن العديد من الدراسات تناولت التأثير المباشر للعلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، إلا أن معظمها قد أغفل احتمالية وجود متغيرات أخرى من شأنها التأثير غير المباشر في هذه العلاقة.

في ضوء ما أشار إليه كل من (Chen et al., 2012; Harford et al, 2008) بأنه في ظل التحصين الإداري تكون المنشأة عرضة لضعف الأداء بشكل جوهري، حيث أن التحصين الإداري يسمح للمديرين بالسعي نحو تحقيق مصالحهم الخاصة واستخلاص الثروة على حساب المساهمين الخارجيين. وتعريف (Watts, 2003) للتحفظ المحاسبي بأنه اختلاف درجة التحقق المطلوبة للاعتراف بالأرباح مقابل درجة التحقق المطلوبة للاعتراف بالخسائر، فكلما زاد التحفظ المحاسبي فإن ذلك يقلل من تعارض المصالح بين المساهمين والمقرضين، بالإضافة إلى أن التحفظ المحاسبي يحد من السلوك الانتهازي للمديرين والدخول في استثمارات صافي القيمة الحالية لها

سالب وذلك من خلال الاعتراف بكافة الخسائر المحتملة مما يعطي ضماناً للمقرضين بدخول المنشأة في استثمارات جيدة تستطيع من خلالها سداد القرض وفوائده (Salama and Putnam, 2015). كما أن التحفظ المحاسبي يعتبر من أهم آليات إبرام عقود المديونية باعتباره وسيلة لحماية حقوق الدائنين، حيث أن معايير التحقق من المكاسب تكون أكثر صرامة من معايير التحقق من الخسائر، وينتج عن ذلك أن صافي الأصول والأرباح يكونا أقل عرضة للمبالغة (Watts, 2003). مما يخفض من تكلفة الاقتراض ويتيح للمنشأة إمكانية أكبر إلى الوصول إلى التمويل بالدين. ونظراً لوجود أدلة اختبارية بين التحصين الإداري والتحفط المحاسبي ومستوى المديونية، يُمكن دراسة العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية من ناحية، ودراسة تأثير التحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية من ناحية أخرى.

وبناءً على ما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث في التساولين التاليين:

- هل توجد علاقة مباشرة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
- هل يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

ثانياً: هدف البحث

يهدف البحث الحالي بصفة أساسية إلى دراسة الأثر الوسيط للتحفظ المحاسبي في تفسير العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

ثالثاً: أهمية البحث

ترجع أهمية البحث الحالي إلى عدة اعتبارات لعل من أهمها ما يلي:

- اختبار الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، وفي حدود علم الباحثون يعد البحث الحالي أول دراسة في البيئة المصرية والأجنبية تختبر هذه العلاقة.
- في حدود علم الباحثين وفي ضوء ما يتوافر لديه من دراسات سابقة، لا توجد دراسات اختبرت العلاقة بين آليات التحصين الإداري ومستوى المديونية في البيئة العربية بصفة عامة والبيئة المصرية بصفة خاصة.

- يمثل البحث الحالي مساهمة في الأدبيات المتعلقة بمفهوم التحصين الإداري، حيث أنه على الرغم من أن مفهوم التحصين الإداري ينتمي إلى مجال حوكمة الشركات إلا أن المفهوم تم التعرض إليه بشكل محدود من قبل الأدبيات السابقة، وهو ما يضيف المزيد من الأهمية على الدراسة الحالية.
- على مستوى المستثمرين والمؤسسات المالية يُمثل البحث أهمية للمستثمرين والمؤسسات المالية من حيث زيادة معرفتهم بآليات التحصين الإداري من ناحية، ومن ناحية أخرى تأثير تلك الآليات على مستوى المديونية بالشركة.
- أن تحقيق التحفظ المحاسبي بالشركات سوف يؤدي إلى حماية حقوق أصحاب المصالح والحد من تضارب المصالح.

رابعاً: حدود البحث

ارتبط البحث بالحدود التالية:

- ركز البحث على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، والموزعة على (15) قطاعاً اقتصادياً مختلفاً بعد استبعاد البنوك وشركات التأمين، نظراً لما لهم من طبيعة خاصة (اختلاف القواعد والممارسات المحاسبية الخاصة بهم).
- ركز البحث على الفترة من 2016 إلى 2023، حيث أنها تمثل فترة استقرار اقتصادي في مصر، فهي بعيدة عن الثورات وتوابعها من فترات انتقالية، كذلك لتوافر البيانات اللازمة لإجراء الدراسة فضلاً عن حداثة البيانات.

خامساً: خطة البحث

في ضوء مشكلة وأهداف البحث، سيتم استكمال البحث على النحو التالي، القسم الأول ويستعرض الإطار النظري للبحث، القسم الثاني يختص بالدراسات السابقة وتطوير فروض البحث، القسم الثالث يشتمل على الدراسة الاختبارية، القسم الرابع يتضمن نتائج البحث، وأخيراً القسم الخامس يحتوي على التوصيات والبحوث المستقبلية.

القسم الأول: الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم التحصين الإداري

عرف (Berger et al., 1997) التحصين الإداري بأنه مدى افشال المديرين الانضباط بقواعد العمل في إطار النطاق الكامل لحوكمة الشركات وآليات الرقابة، متضمنة المراقبة بواسطة مجلس الإدارة، تهديد العزل (الفصل) أو الاستيلاء، وحوافز الأسهم أو المكافأة المبنية على الأداء. كما عرف (Florackis and Ozkan, 2009) التحصين الإداري بأنه المدى الذي يمتلك المديرون من خلاله القوة والدوافع لتحقيق مصالحهم الذاتية ونزع الثروة من المساهمين. بينما عرفت دراسة (Shleifer and Vishny, 1989) التحصين الإداري بأنه قبول أصحاب المصالح تصرفات اختيارية من قبل الإدارة ضد خلق قيمة للمنشأة، وذلك باستغلال ضعف آليات الرقابة الداخلية والخارجية وممارسات الحوكمة.

أيضاً أشارت دراسة (Kachouri, 2020) إلى أن التحصين الإداري يتمثل في مجموعة من السياسات التي يقوم بها المديرون لزيادة القوة الذاتية والشرعية لهم أمام المساهمين، من خلال استغلال نقاط الضعف الموجودة في البيئة الرقابية للشركة لاحتفاظهم بمناصبهم وأوضاعهم المالية. كذلك أشارت دراسة (Elhabashy, 2023) إلى أن التحصين الإداري عبارة عن مجموعة من الإجراءات التي يتخذها المديرون للحفاظ على وضعهم الحالي في مناصبهم، وزيادة التعويضات التي يحصلون عليها.

بينما أشارت دراسة (Duong et al., 2024) إلى أن التحصين الإداري يُمثل الظروف التي تعمل فقط على تعزيز موقف الوكيل والامتيازات الإدارية. كذلك أشارت دراسة (Gharbi and Jarboui, 2024) إلى أن التحصين الإداري يعني تحرر المديرين من سيطرة المساهمين، من خلال التحايل على آليات الرقابة كلياً أو جزئياً للحصول على مناصب مميزة، وجعل من الصعب استبدالهم.

وفي ضوء ما سبق عرضه من تعريفات يمكن تعريف التحصين الإداري من وجهة نظر الباحثين بأنه عبارة عن مجموعة من الأدوات التي يستخدمها المديرين لإكسابهم القوة التي تمكنهم من اتخاذ القرارات التي تخدم مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين وذلك من خلال اضعاف آليات الرقابة الداخلية والخارجية.

ثانياً: أدوات التحصين الإداري

توجد العديد من الأدوات المختلفة لطرق التحصين الإداري والتي تستخدم لتحديد نظام حوكمة الشركات وآليات الرقابة. ومن أهم هذه الأدوات: الحبوب السامة، المظلات الذهبية، أدوات منع الاستيلاء على الشركة، المظلات الفضية، قوانين دمج الأعمال، القيود على تعديل النظام الأساسي واللوائح، مجلس إدارة متدرج، المظلات التقاعدية (Gompers et al., 2003; Mishra et al., 2023).

(1) الحبوب السامة Poison Pills

شكل من أشكال وسائل الدفاع التي تستخدمها الشركة المستهدفة لمنع أو تقليل محاولات الاستحواذ العدائي، حيث تحاول الشركة جعل أسهمها أقل جاذبية للمستحوذ. ويوجد نوعان من الحبوب السامة: النوع الأول (Flip- in Poison Pills) يقوم هذا النوع من الحبوب بمنح جميع مساهمي الشركة المستهدفة باستثناء الراغب في الاستحواذ العدائي الحق في شراء أسهم إضافية بسعر منخفض؛ ينتج عن ذلك تقليل قوة التصويت للمستحوذ أو أن الشركة المستهدفة تصبح غير مرغوبة بالنسبة للمستحوذ. النوع الثاني (Flip- over Poison Pills) يسمح هذا النوع من الحبوب للمساهمين في الشركة المستحوذ عليها بشراء أسهم الشركة المستحوذة بسعر منخفض إذا نجحت محاولة الاستحواذ العدائية، مما يضعف حقوق التصويت في الشركة المستحوذة.

(2) المظلات الذهبية Golden Parachutes

هي عبارة عن اتفاقيات إنهاء الخدمة التي توفر تعويضات نقدية وغير نقدية لكبار المديرين التنفيذيين في حالة إنهاء الخدمة أو خفض الدرجة الوظيفية أو الاستقالة بعد تغيير في الإدارة ولا تتطلب موافقة المساهمين.

إن تطبيق المظلات الذهبية قد يتضمن فوائد للمساهمين تتمثل في أنها تعمل كوسيلة لجذب المديرين الأكفاء، وتقلل من السلوك الانتهازي للمديرين لاطمئنانهم على وضعهم الوظيفي، على النقيض من ذلك قد يحتوي تطبيق المظلات الذهبية على تأثير عكسي يكمن في أن المديرين قد استفادوا بالفعل من وجودهم في وظائفهم، مما ينعكس على زيادة التراخي في العمل من جانب المديرين مما يؤثر بالسلب على المساهمين (Bebchuk et al., 2009). كما أنه على الرغم من أن هذه المظلات قد تبدو وكأنها تردع عمليات الاستحواذ من خلال زيادة تكاليفها، إلا أنها قد تسهل أيضاً مرور عمليات الاندماج من خلال التعويض التعاقدية لمديري الشركة المستهدفة (Lambert and Larcker, 1985).

(3) أدوات منع الاستيلاء على الشركة Anti-Takeover Provisions

تقوم الشركة المستهدفة باستخدام هذه الأدوات للدفاع عن الاستيلاء (الاستحواذ) عليها، ومن الأدوات المستخدمة في منع الاستيلاء على الشركة مكافحة البريد الأخضر (Antigreenmail)، حيث يشير مصطلح البريد الأخضر (Greenmail) إلى اتفاق بين كبار المساهمين والشركة على إعادة بيع أسهمه إلى الشركة نظير علاوة في مقابل الوعد بعدم السعي إلى السيطرة على الشركة لفترة زمنية محددة. وتمنع قوانين مكافحة البريد الأخضر مثل هذه الممارسات إلا إذا تم تقديم نفس عرض إعادة الشراء إلى جميع المساهمين أو الموافقة عليه من خلال تصويت المساهمين. كما أن قوانين مكافحة البريد الأخضر تحد من تراكم كتل كبيرة من الأسهم؛ لأن أحد مصادر إعادة بيع هذه الأسهم يكون غير متوفر.

وأضافت دراسة (Mishra et al., 2023) نوعين آخرين من أدوات منع الاستيلاء على الشركة: أ) الدفاع عن جوهرة التاج (Grown Jewel Defense)، وهو عبارة عن استراتيجية دفاعية تتضمن بيع أصول الشركة المستهدفة الأكثر قيمة لطرف ثالث بهدف جعلها أقل جاذبية، مما يمنع الشركة المستهدفة من الوقوع في أيدي مستحوذ غير مرغوب فيه. ب) دفاع باك مان (Pac-Man Defense)، وهو استراتيجية دفاعية تتضمن قيام الشركة المستهدفة بتقديم عرض مضاد للاستحواذ من أجل قلب الطاولة وجعل المستحوذ هدفاً للمعاملة.

(4) المظلات الفضية Sliver Parachutes

تشبه المظلات الذهبية ولكنها تختلف عنها في أن عدداً كبيراً من موظفي الشركة مؤهل للحصول على هذه المزايا؛ نظراً لأن المظلات الفضية لا تحمي كبار المديرين التنفيذيين في حالة حدوث عملية الاندماج.

(5) قوانين دمج الأعمال Business Combination Laws

تفترض قوانين دمج الأعمال وقفاً مؤقتاً على أنواع معينة من المعاملات (على سبيل المثال بيع الأصول، والاندماجات) بين كبار المساهمين والشركة، ما لم تتم الموافقة على المعاملة من قبل مجلس الإدارة. وقد تتراوح فترة الإيقاف بين عامين وخمسة أعوام.

(6) القيود على تعديل النظام الأساسي واللوائح Bylaw and Charter amendment limitation

تحد القيود المفروضة على تعديل النظام الأساسي واللوائح من قدرة المساهمين على تعديل اللوائح الحاكمة للشركة، وقد يتخذ هذا شكل شرط تصويت الأغلبية العظمى لتعديل النظام الأساسي أو اللوائح أو الإلغاء التام لشروط تعديل النظام الأساسي أو نظام اللوائح للشركة.

(7) مجلس إدارة مصنف (متدرج) Classified (Staggered) Board

إن مجلس الإدارة المصنف (المتدرج) يتم فيه توزيع المديرين على فئات مختلفة وفترات خدمة مختلفة، ولا يمكن استبدال سوى جزء من المجلس كل عام، لذا قد يتعين على المساهم الخارجي الذي يحصل على السيطرة على الشركة ما أن ينتظر بضع سنوات قبل أن يتمكن من السيطرة على مجلس الإدارة. وأشارت دراسة (Mishra et al., 2023) إلى أن مجالس الإدارة المتدرجة تُصعب السيطرة على المستحوذ المُعادي دفعة واحدة، نظراً لانتخاب مجلس الإدارة المتدرج على مراحل، أي يُنتخب جزء فقط من المديرين سنوياً، الأمر الذي ربما يجعل الإدارة المتدرجة فعالة في ردع عمليات الاستحواذ المُعادية، ولكنها قد تؤدي إلى تقليل المساءلة أمام المساهمين.

(8) المظلات التقاعدية Pension Parachutes

تمنع مظلات المعاشات التقاعدية المستحوذ من استخدام الفائض النقدي في صندوق المعاشات التقاعدية للشركة المستهدفة لتمويل عملية الاستحواذ. كما أنها تجعل الأموال الفائضة ملكاً لصندوق التقاعد ويتم استخدامها لصالح المشاركين في خطة المعاشات.

ثالثاً: نظريات التحصين الإداري

من خلال الأدبيات السابقة تبين أن هناك نظريتان على طرفي نقيض قاما بتفسير التحصين الإداري وهما: (1) **نظرية الوكالة (Agency Theory)**، (2) **نظرية الإشراف (Stewardship Theory)**، وفيما يلي يقوم الباحثون بتقديم تفسير كل نظرية للتحصين الإداري.

1- تفسير نظرية الوكالة للتحصين الإداري

إن مفهوم التحصين الإداري، في إطار نظرية الوكالة، ينشأ من رغبة الوكيل (المديرين) للتحرر ولو جزئياً من رقابة الأصيل (الملاك) من أجل تعظيم منفعه الذاتية على حساب المساهمين (Gharbi and Jarboui, 2024). إذ يمثل التحصين الإداري أحد المظاهر البارزة

لمشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين (Jensen and Rubach, 1983). ووفقاً لنظرية الوكالة فمن المتوقع أن المنشآت التي تواجه مشاكل وكالة كبيرة أن تكون معرضة أكثر للتحسين الإداري الذي يمكن المديرين من ممارسة السلوك الانتهازي، ومن خلال إعطاء المديرين التنفيذيين حرية وسلطة أكبر تمكنهم من تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب المساهمين (عفيفي، 2017). لذا، فإن التحسين الإداري قد يضر بالمساهمين، حيث أن المديرين المتحسين يكتسبوا قوة تمكنهم من اتخاذ القرارات التي تخدم مصالحهم الذاتية على حساب المساهمين، وذلك من خلال إضعاف آليات الرقابة الداخلية والخارجية.

2- تفسير نظرية الإشراف للتحسين الإداري

يؤكد (الحبشي، 2023) على أنه ليس من الضروري أن يكون التحسين الإداري غير مفيد، حيث يمكن للتحسين الإداري أن يكون مفيداً إذا كان قادراً على خلق قيمة للمنظمة. وفي إطار نظرية الإشراف يُعتبر التحسين الإداري نافعاً للمساهمين، إذ أنه لا يوجد تعارض في المصالح بين المديرين والمساهمين، وأن الهدف من الحوكمة وسيلة لمساعدة المديرين وليست قيد عليهم، فضلاً عن عدم توافر الدوافع الانتهازية لدى المديرين.

رابعاً: مفهوم مستوى المديونية

عرف (Titman and Martin, 2014) مستوى المديونية بأنها استخدام الديون التي تمثل تكاليف أو مصروفات ثابتة للشركة في محاولة لزيادة عوائد المساهمين والتي يمكن قياسها بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو نسبة الديون إلى إجمالي الأصول. وفي ذات السياق عرف (Abdula and Adelabu, 2015) مستوى المديونية بأنها مدى اعتماد الشركة في تمويل مشروعاتها على التمويل ذات المصروفات الثابتة والمتمثل في الاستعانة بأموال الديون من أجل تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك.

كذلك عرف (Bahodirovich, 2024) مستوى المديونية بأنها مدى استخدام الأموال أو الديون لتمويل الأصول، بالإضافة إلى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها بسداد الديون، وتقاس بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول. وبناءً على ما سبق يمكن تعريف مستوى المديونية من وجهة نظر الباحثين بأنها درجة اعتماد الشركة على تمويل أصولها من خلال التمويل بالديون لزيادة معدل العائد على الاستثمار وتعظيم أرباح المساهمين عن طرق الاستفادة من الخصم الضريبي، وكذلك الفرص الاستثمارية المتاحة ذات القيمة الحالية الموجبة.

خامساً: محددات استخدام التمويل بالمديونية

قام كل من: (Niu, 2008; Shaheen and Malik, 2012؛ العطار وآخرون، 2020؛ حسين، 2023) بتحديد مجموعة من العوامل المحددة لمدى قيام الشركات بالاعتماد على الديون في التمويل، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:

(1) حجم الشركة:

يعتبر حجم الشركة من أبرز العوامل المؤثرة في تحديد مستوى المديونية، إذ أن الشركات الكبرى غالباً ما تتمتع بمقدرة أكبر على تحمل الديون، لما لها من إمكانية أكبر على توليد الإيرادات وتوزيع المخاطر، على النقيض من ذلك قد تجد الشركات الصغيرة صعوبة في تحمل الديون، بسبب تقلبات الإيرادات والمخاطر المرتفعة.

(2) مستوى الربحية:

تعتبر الربحية من العوامل الأساسية التي تحدد مقدرة الشركة على تحمل الديون، إلا أنه يوجد وجهتي نظر على النقيض بشأن مستوى الربحية، تتمثل وجهة النظر الأولى، في أنه كلما زاد مستوى الأرباح كلما زاد الاعتماد على التمويل الذاتي ولا يتم اللجوء إلى الاقتراض إلا وقت الحاجة، في حين تكمن وجهة النظر الثانية، في أنه كلما زاد مستوى الأرباح تفضل الشركة اللجوء إلى الاقتراض للاستفادة من خصم الفوائد من الربح الخاضع للضريبة وتخفيض العبء الضريبي. بالإضافة إلى وجهتي النظر السابقتين فإن الشركات التي تحقق أرباح منخفضة مقارنة بالسنوات السابقة وتمتلك فرصة استثمارية صافي القيمة الحالية لها موجب سوف تلجأ للتمويل الخارجي كاختيار أول.

(3) الأصول الملموسة:

الشركات التي لديها نسبة مرتفعة من الأصول الملموسة تستطيع أن تستخدمها كضمان من أجل الحصول على الاقتراض ويكون لديها الدفع للاعتماد على الاقتراض بشكل أكبر، فتزداد نسبة الاقتراض كلما زادت نسبة الأصول الملموسة إلى إجمالي الأصول، إذ أنها تمثل أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان للمقرضين.

(4) الميزة الضريبية:

تميل الشركات التي تخضع للضريبة إلى الاقتراض للاستفادة من ميزة خصم فوائد القروض من الربح الخاضع للضريبة، ومن ثم ينتج عن ذلك وفورات ضريبية. كما قد يتاح للشركات فرص

إضافية لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير الفوائد، مثل الخصومات الضريبية التي تحصل عليها الشركات نتيجة تنفيذ استثمارات تشجعها الحكومة.

(5) درجة التخصص:

كلما اتجهت الشركة نحو التخصص كلما ارتفعت المخاطر المالية مقارنة بالشركات التي تتبع سياسة التنويع، وبالتالي من المحتمل أن تميل الشركة التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة لتجنب المخاطر المالية.

(6) مخاطر التشغيل:

كلما اتسمت مبيعات الشركة بالاستقرار، كلما شجع ذلك على زيادة الاعتماد على الاقتراض، لانخفاض فرص تعرض الشركة لمخاطر عدم السداد، بينما في حالة عدم استقرار مستوى المبيعات قد تتراجع الشركة عن الاقتراض خوفاً من تعرضها للمخاطر المالية.

(7) طبيعة الصناعة:

إن اعتماد الشركات على الديون يختلف طبقاً لنوع الصناعة، فالشركات كثيفة رأس المال التي تمتلك الآلات والمعدات تعتمد أكثر على الاقتراض، بينما الشركات التي تهتم بالمنتج بعد البيع تقلل من الديون حتى لا تتعرض إلى التعثر المالي.

(8) السيولة:

تشير نسبة السيولة إلى النقدية المتوفرة لدى الشركة والأصول القابلة للتحويل إلى نقدية دون خسارة، وبالتالي فإن الشركات التي تتمتع بسيولة مرتفعة تكون قادرة على سداد التزاماتها الأمر الذي ينتج عنه سهولة الحصول على الاقتراض.

(9) طبيعة القروض:

إذا كانت القروض سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل تاريخ الاستحقاق فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض تكلفة الوكالة وتكلفة الاقتراض، الأمر الذي قد يشجع على الاعتماد بدرجة أكبر على الاقتراض.

(10) تكلفة الوكالة:

توجد تكلفة وكالة لحقوق الملكية وتكلفة وكالة للاقتراض، لذا تتجه الشركات على التمويل بالدين عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من تكلفة الوكالة للاقتراض، في حين تتجه الشركات إلى التمويل بالملكية عندما تزيد تكلفة الوكالة للاقتراض عن تكلفة الوكالة لحقوق الملكية.

(11) الرافعة المالية السابقة:

إن الرافعة المالية السابقة تعتبر من أهم معايير منح الائتمان، إذ كلما ارتفعت نسبة المديونية لدى الشركة مع عدم وجود ما يقابلها من أصول أو سيولة، كلما أدى ذلك إلى عدم قدرة الشركة على الحصول على التمويل المطلوب، لتجنب المقرضين المخاطر الائتمانية المتمثلة في عدم القدرة على سداد الالتزامات في الوقت المحدد.

(12) درجة جرأة أو تحفظ الإدارة:

تلعب الصفات الشخصية لأعضاء مجلس الإدارة دوراً مهماً في التأثير على القرارات المتعلقة بالتمويل، سواء من حيث الإقدام على المخاطر أو الرغبة في العمل ضمن بيئة منخفضة المخاطر. لذا ينقسم المديرون إلى نوعين: النوع الأول يفضل المخاطرة ويكون التمويل بالدين هو الاختيار الأول لهم، بينما النوع الثاني يكون أكثر تحفظاً وابتعاداً عن المخاطرة ويفضل مصادر التمويل الذاتية.

سادساً: مفهوم التحفظ المحاسبي

توجد العديد من التعريفات لمفهوم التحفظ المحاسبي سواء من جانب الإصدارات المحاسبية أو من جانب الدراسات المحاسبية الأكاديمية. وفيما يلي سيقوم الباحث باستعراض لأهم تلك التعريفات من الجانبين: (1) **تعريف التحفظ المحاسبي من جانب الإصدارات المحاسبية**، عرف مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (Financial Accounting Standards Board) عام 1980م التحفظ المحاسبي من خلال قائمة مفاهيم المحاسبة المالية رقم (2) والمتعلقة بالخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية بأنه التآني في رد الفعل في ظل عدم التأكد لضمان أخذ ظروف عدم التأكد ومخاطر بيئة الأعمال في الحسبان، مما يعني استخدام القيمة الأقل تفاولاً والأكثر تشاؤماً (FASB, 1980).

كما عرف مجلس معايير المحاسبة الدولية (International Accounting Standards) عام 1989م التحفظ المحاسبي بأنه التآني في الأحكام الشخصية اللازمة لإعداد التقديرات التي تتضمنها القوائم المالية في ظل ظروف عدم التأكد، بحيث لا يتم المبالغة في تقييم الأصول والمكاسب ولا يتم تدنية الالتزامات والخسائر (IASB, 1989).

أيضاً عرف مجلس المعايير المحاسبية (Accounting Standards Board) عام 1999م التحفظ المحاسبي بأنه أحد الخصائص التي يجب أن تتمتع بها المعلومات المحاسبية المعدة في ظروف عدم التأكد (ASB, 1999).

كذلك عرفت المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (International Financial Reporting Standards) عام 2004م التحفظ المحاسبي بأنه التآني أو التحفظ وعدم المبالغة في تقييم الأصول والمكاسب بالإضافة إلى عدم تقييم الالتزامات والخسائر بأقل مما يجب (IFRS, 2004).

(2) **تعريف التحفظ المحاسبي من جانب الدراسات المحاسبية الأكاديمية**، عرف (Wolk et al., 1989) التحفظ المحاسبي بأنه محاولة اختيار طرق محاسبية مقبولة ينتج عنها اعتراف ابطاً بالإيرادات، واعتراف أسرع بالمصروفات، وتقييم أقل للأصول، وتقييم أعلى للالتزامات. كما عرف (Basu, 1997) التحفظ المحاسبي بأنه ميل المحاسبين إلى المطالبة بدرجة عالية من التحقق للاعتراف بالأخبار الجيدة عن الأخبار السيئة في القوائم المالية، أي الاعتراف بالخسائر غير المحققة أسرع من المكاسب غير المحققة.

بينما عرفت دراسة (Salehi et al., 2025) التحفظ المحاسبي بأنه يؤخر الاعتراف بالإيرادات، بينما يعترف بالتكاليف في الوقت المناسب، الأمر الذي ينتج عنه الانخفاض في قيمة الأصول والمبالغة في تقدير الالتزامات. من خلال استعراض العديد من التعريفات للتحفظ المحاسبي، سواء من ناحية الإصدارات المحاسبية أو من جانب الدراسات المحاسبية الأكاديمية. يتبين أن كل التعريفات السابقة تتفق في المعنى ولكنها تختلف في الصياغة، لذا يمكن تعريف التحفظ المحاسبي من وجهة نظر الباحثين بأنه اتباع ممارسات أو سياسات محاسبية ينتج عنها انخفاض في الأرباح، نتيجة الاعتراف بالخسائر المحتملة في المستقبل والتحوط من الاعتراف بالمكاسب المحتملة في المستقبل، أي أن الأصول والإيرادات تكون بأقل من قيمتها، والمصروفات والالتزامات بأكثر من قيمتها.

سابعاً: أنواع التحفظ المحاسبي

هناك عدة تصنيفات للتحفظ المحاسبي، إلا أن أكثر التصنيفات استخداماً وأشهرها، التصنيف الذي أشارت إليه دراسة (Beaver and Ryan, 2005)، حيث ميزت بين نوعين للتحفظ المحاسبي وهما: (1) التحفظ غير المشروط (Unconditional Conservatism)، (2) التحفظ المشروط (Conditional Conservatism) وفيما يلي استعراض لهذين النوعين:

(1) التحفظ غير المشروط (Unconditional Conservatism)

يطلق عليه أيضاً التحفظ السابق أو المستقل عن الأخبار (ex-ante or news independent) وينشأ من الاعتراف المستمر بالقيمة الأقل لصافي الأصول المحاسبية، أي تسجيل

القيمة الدفترية من البداية بأقل من قيمتها السوقية، كما أنه يكون مستقلاً عن وقوع الأحداث الاقتصادية. ومن أمثلة التحفظ المحاسبي غير المشروط استخدام طريقة الإهلاك المعجل بدلاً من الإهلاك العادي (economic depreciation) لإهلاك الأصول الثابتة، وكذلك نفقات البحوث والتطوير (Beaver and Ryan, 2005; Ruch and Taylor, 2015).

(2) التحفظ المشروط (Conditional Conservatism)

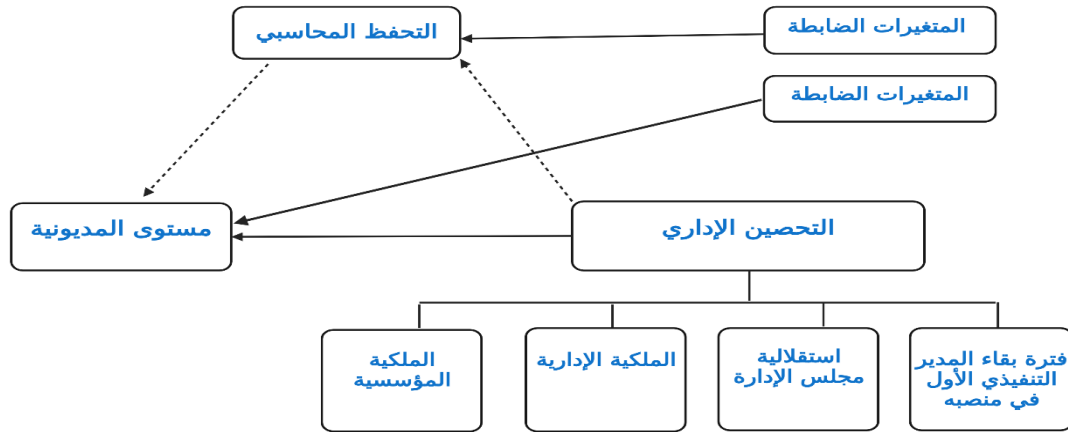
يسمى أيضاً بالتحفظ اللاحق أو المستند على الأخبار (ex-post or news dependent)، ويحدث التحفظ المشروط عندما يتم الاعتراف بالأخبار الاقتصادية السلبية في وقت أسرع من الأخبار الاقتصادية الإيجابية، أي أن التحفظ المحاسبي المشروط يتميز بالاعتراف غير المتماثل للأخبار الاقتصادية الإيجابية والسلبية، وتشمل أمثلة التحفظ المحاسبي المشروط على تسعير المخزون وفقاً لتقييم التكلفة أو السوق أيهما أقل، انخفاض (impairment) القيمة للأصول الملموسة وغير الملموسة طويلة الأجل (Beaver and Ryan, 2005; Ruch and Taylor, 2015).

أشار (Ruch and Taylor, 2015) إلى أهمية التمييز بين التحفظ المشروط وغير المشروط لثلاثة أسباب: (1) أن لهذين الشكلين من التحفظ المحاسبي تأثيرات مختلفة على القوائم المالية، إذ أن تطبيق السياسات المحاسبية المتسقة مع التحفظ غير المشروط يكون لها تأثير ثابت نسبياً على قائمة الدخل من فترة إلى أخرى (على سبيل المثال نفقات البحوث والتطوير). على النقيض من ذلك يكون لتطبيق التحفظ المشروط تأثيراً مؤقتاً على قائمة الدخل بسبب التقلبات في محتوى وتوقيت الأخبار الاقتصادية عبر الفترات المحاسبية (Chen et al., 2014). كما يؤدي كلا النوعين من التحفظ المحاسبي إلى انخفاض صافي الأصول، إلا أن التحفظ المشروط وغير المشروط لهما تأثيرات مختلفة على توقيت الاعتراف بقائمة الدخل، وبالتالي تأثيرات مختلفة على الاعتراف بالميزانية. (2) إن تطبيق أحد الشكلين من التحفظ المحاسبي يؤثر على تطبيق الشكل الآخر، حيث أن التقليل غير المشروط من قيمة الأصول يحد من حجم عمليات التخفيض التي يتم الاعتراف بها في وجود أحداث سيئة مثل الإهلاك المعجل للأصول في السنوات القليلة الأولى من عمرها، قد يلغي الحاجة إلى تخفيض القيمة الدفترية للأصل في حالة ورود أخبار سيئة حول القيمة السوقية للأصل. (3) قد تختلف دوافع تطبيق التحفظ المشروط عن التحفظ غير المشروط، وفقاً للتفسيرات الأربعة للتحفظ التي قدمها (Watts, 2003) التعاقد، التقاضي، الضرائب، التنظيم، إذ يجد أن التحفظ المشروط

ينشأ في البيانات التي تكون فيها تكاليف التعاقد والتقااضي مرتفعة، في حين ينشأ التحفظ غير المشروط في البيانات التي تكون فيها تكاليف التقاضي والتنظيم والضرائب مرتفعة.

ثامناً: العلاقات المتوقعة بين متغيرات البحث (التحصين الإداري، والتحفظ المحاسبي، ومستوى المديونية)

شكل رقم (1) التصور المبني للعلاقات المتوقعة بين متغيرات الدراسة



لذا يُمكن تقسيم العلاقات المتوقعة بين متغيرات البحث إلى النقاط التالية:

1- العلاقات المتوقعة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية

من خلال استقراء الأدبيات المحاسبية تبين وجود وجهتي نظر بشأن العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية. تتمثل **وجهة النظر الأولى**، في أن التحصين الإداري يخفض من مستويات المديونية، وحيث أن التحصين الإداري يمثل أحد المظاهر البارزة لمشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين (Jensen and Rubach, 1983)، فيمكن تفسير ذلك من خلال نظرية الوكالة، إذ أنه وفقاً لنظرية الوكالة يوجد تعارض في المصالح بين المساهمين، والمديرين حول قرارات مستوى المديونية (Fama, 1980).

كما أنه من المتوقع أن المنشآت التي تواجه مشاكل وكالة كبيرة أن تكون معرضة أكثر للتحصين الإداري الذي يمكن المديرين من ممارسة السلوك الانتهازي، ومن خلال إعطاء المديرين التنفيذيين حرية وسلطة أكبر تمكنهم من تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب المساهمين (عفيفي، 2017).

مما يدفع المديرين المتحسين إلى تفضيل مستويات المديونية المنخفضة؛ لتجنب مخاطر الشركة وحماية رأس مالهم البشري (Fama, 1980).

بينما تتمثل **وجهة النظر الثانية**، في أن التحسين الإداري يزيد من مستويات المديونية، حيث أشار (Ji and Zhang, 2020) إلى وجود ثلاثة أسباب على الأقل تشير إلى أن الشركات الأكثر تحسناً تكون أعلى من حيث مستوى المديونية عن الشركات الأقل تحسناً: (1) أن المديرين قد يتخلوا عن التمويل بالأسهم لصالح التمويل بالدين، وذلك بسبب التأثير على توزيع حقوق التصويت للحفاظ على مزاياهم الخاصة من السيطرة وذلك كما هو متفق عليه من قبل (Harris and Raviv, 1988; Stulz, 1988). (2) تضارب المصالح بين حملة الأسهم والمديرين يؤدي ارتفاع تكاليف وكالة الأسهم والذي ينتج عنه تمويل بالأسهم أقل، والاعتماد أكثر على التمويل بالدين (Lambrecht and Myers, 2008). (3) أن المديرين المتحسين الذين يسعون إلى المشاريع الآمنة لحماية وتنويع رأس مالهم البشري يكونوا أكثر توافقاً مع الدائنين عن حملة الأسهم وقد يكون لديهم وصول أكبر إلى التمويل بالدين.

ويمكن تفسير ذلك من خلال نظرية الإشراف، إذ تشير إلى عدم وجود تعارض في المصالح بين المديرين والمساهمين، وأن الهدف من الحوكمة ليس هدف رقابي وإنما إيجاد الآليات والهيكل التي تسهل التعامل والتنسيق بين المديرين والمساهمين (Donaldson, 1990). كما تشير أيضاً إلى أن الدافع لدى المديرين هو الرغبة في العمل الجماعي لتحقيق أهداف المنشأة، وبالتالي لا يتوافر لديهم السلوك الانتهازي (Donaldson and Davis, 1991). وقد أشار (Simsek, 2007) أن فترة عمل الرئيس التنفيذي الطويلة تعكس شبكات وتحالفات قوية مع أصحاب المصلحة المهمين الذين يسمحون للرئيس التنفيذي بتكوين وتعزيز ودعم المبادرات المحفوفة بالمخاطر مثل زيادة الديون.

2- العلاقات المتوقعة بين التحسين الإداري والتحفظ المحاسبي

أشارا كلا من (Watts, 2003; Basu, 1997) إلى أن التحفظ المحاسبي يعتبر أهم آلية من آليات التقرير المالي المضادة للتصرفات الانتهازية التي تتبعها الإدارة. نتيجة انفصال الملكية عن إدارة الشركة وقيام الإدارة بعملها نيابة عن الملاك مقابل الحصول على تعويضات تتمثل في الأجور والمكافآت أو الحوافز، كما أن الحوافز إما أن تكون نقدية أو حوافز في شكل أسهم وتحسب الحوافز النقدية كنسبة مئوية من صافي الربح، ولكي تعظم الإدارة الحوافز النقدية التي تحصل عليها فإنها تختار السياسات المحاسبية التي تعظم صافي الربح (طه، 2023). وبالتالي فإنه في ظل التحسين الإداري واكتساب المديرين سلطة أكبر من سلطتهم لتحقيق أهدافهم الخاصة على حساب المساهمين،

فمن المتوقع أن التحصين الإداري يحد من ممارسة التحفظ المحاسبي. حيث أشار (Qiao et al., 2024) إلى أن انفصال الملكية عن الإدارة يؤدي إلى احتمال قيام المديرين بإخفاء الأخبار السلبية أو تأخير الاعتراف بها لتحقيق منافع شخصية.

3- العلاقات المتوقعة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية

يعتبر التحفظ المحاسبي من أهم آليات إبرام عقود المديونية باعتباره وسيلة لحماية حقوق الدائنين، حيث أن معايير التحقق من المكاسب تكون أكثر صرامة من معايير التحقق من الخسائر، وينتج عن ذلك أن صافي الأصول والأرباح يكونا أقل عرضة للمبالغة (Watts, 2003).

كما ترجع أهمية التحفظ المحاسبي إلى دوره في تخفيض مخاطر انخفاض القيمة بعد التعاقد وحصول الشركة على الدين، فأهم ما يخشاه ويحتاط له المقرض هو اتخاذ قرار الإقراض في وقت يكون فيه صافي أصول الشركة مبالغاً فيه، بسبب الاعتراف المبكر بالأرباح وتأجل الخسائر غير المحققة إلى المستقبل، ثم ينخفض صافي الأصول بعد التعاقد عندما يزول عدم التأكد المرتبط بتحقق أو عدم تحقق الأرباح والخسائر (أبو الخير، 2008). لذا من المتوقع أن ممارسة التحفظ المحاسبي تخفض من تكلفة التمويل بالمديونية وتسهل الوصول إلى التمويل بالمديونية.

القسم الثاني: الدراسات السابقة وتطوير فرضيات الدراسة

يتم استعراض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين متغيرات البحث، وذلك من خلال تقسيمها إلى ثلاث مجموعات من الدراسات السابقة، تتمثل المجموعة الأولى في الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، بينما تتمثل المجموعة الثانية في الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي، في حين تتمثل المجموعة الثالثة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية.

3/1 الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية

قامت العديد من الدراسات باختبار العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، إلا أن سمة التعارض هي الغالبة على النتائج التي توصلت لها تلك الدراسات، ويمكن تصنيف تلك الدراسات بين الاتجاهات الثلاثة الآتية:

أولاً: وجود علاقة سالبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية

اختبرت دراسة (Berger et al., 1997) العلاقة بين التحصين الإداري كمتغير مستقل وقرارات هيكل رأس المال (مستوى المديونية) كمتغير تابع في البيئة الأمريكية، على عينة تتكون من 343 شركة صناعية خلال الفترة من 1984 إلى 1991. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، إذ أن مستوى مديونية الشركة يعتمد على درجة التحصين الإداري وأن المديرين المتحصنين يسعون إلى تجنب الديون، وأن مستوى المديونية يكون منخفض في الشركات التي تدار بواسطة مديرين يتمتعون بملكية مباشرة للأسهم، وحيازات خيارات الأسهم، وفترة طويلة للمدير التنفيذي في منصبه، والتعويضات المرتفعة، وكبر مجلس الإدارة، ونسبة منخفضة من المديرين غير التنفيذيين.

كما اختبرت دراسة (De Jong and Veld, 2001) قرارات هيكل رأس المال (مستوى المديونية) تحت تأثير التحصين الإداري بالشركات الموجودة في مجموعة بيانات المكتب المركزي الهولندي للإحصاء والتي تحتوي على بيانات عن الشركات غير المالية خلال الفترة من 1977 إلى 1996. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، وأرجعت ذلك أن المديرين الهولنديين يتجنبون الدور الرقابي للدائنين.

ثانياً: وجود علاقة موجبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية

اختبرت دراسة (John and Litov, 2010) العلاقة بين التحصين الإداري كمتغير مستقل وهيكل رأس المال (مستوى المديونية) كمتغير تابع على عينة تتكون من 2810 شركة خلال الفترة 1990-2006 وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، وفسرت ذلك بأن المديرين المتحصنين يستخدموا المزيد من الديون لتمويل العجز المالي والحفاظ على نسب الرافعة المالية مرتفعة وتغطية الفائدة المرتفعة بشكل عام.

كما اختبرت دراسة (Zhao and Zou, 2015) تأثير التحصين الإداري على مستوى المديونية وذلك خلال الفترة من 1997 إلى 2006. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية.

أيضاً اختبرت دراسة (Ji and Zhang, 2020) أثر التنوع في الاستثمارات على العلاقة بين التحصين الإداري كمتغير مستقل وهيكل رأس المال كمتغير تابع في البيئة الأمريكية خلال الفترة من 1996 إلى 2014. وتوصلت الدراسة إلى أن المديرين المتحصنين في الشركات المركزة يتجنبون

الاستعانة بالروافع المالية، في حين يستفيد المديرون المتحصنون في الشركات المتنوعة من قدرتهم الأفضل على الوصول إلى تمويل الديون ويستخدموا المزيد من الروافع المالية.

كذلك اختبرت دراسة (Ampofo and Barkhi, 2023) أثر التحصين الإداري على مستوى المديونية للشركات العامة الصغيرة في البيئة الأمريكية على عينة من 1864 شركة بواقع 17338 مشاهدة خلال الفترة من 2008 إلى 2018. اعتمدت الدراسة على نموذج (Bebchuk et al., 2009) لقياس التحصين الإداري، كما اعتمدت الدراسة على نسبة الديون إلى حقوق الملكية لقياس مستوى المديونية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية.

كما اختبرت دراسة (Boshnak, 2024) تأثير آليات حوكمة الشركات وهيكل الملكية على قرارات هيكل رأس المال. بالتطبيق على عينة من 420 مشاهدة من الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة السعودية خلال الفترة من 2016 إلى 2021. واعتمدت الدراسة في قياس هيكل رأس المال على نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة، وحجم الشركة على نسبة الديون قصيرة الأجل. في حين توجد علاقة موجبة بين تركيز الملكية، والملكية الإدارية على نسبة الديون طويلة الأجل.

ثالثاً: عدم وجود علاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية

اختبرت دراسة (Pokhel, 2013) العلاقة بين التحصين الإداري كمتغير مستقل وقرارات هيكل رأس المال (مستوى المديونية) كمتغير تابع، حيث اشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات في نيبال من بينها 43 شركة أدوية. وتوصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بين مستوى المديونية والتحصين الإداري في المؤسسات النيبالية، وأظهر فحص العلاقة بين مستويات المديونية ومتغيرات التحصين الإداري أن مستوى المديونية يكون أعلى عندما يكون للرئيس التنفيذي فترة بقاء طويلة في المنظمة، ويكون لديه نسبة مرتفعة من الملكية في الأسهم، ولا يواجه رقابة قوية من مجلس الإدارة أو كبار المساهمين.

التعليق على الدراسات السابقة

1. ندرة الدراسات السابقة- في حدود علم الباحثين- التي تناولت العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، وكذلك الدراسات التي تناولت الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية.

2. لم تحسم الدراسات السابقة العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، وهو ما يبرر محاولة التعرف على طبيعة هذه العلاقة في البيئة المصرية ويأمل الباحث أن يمثل ذلك إضافة إلى الأدبيات المحاسبية في هذا الصدد.

3. الدراسات السابقة حول العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية جاءت متباينة، وربما يرجع السبب وراء هذا التباين إلى الاختلاف بين البيئات موضع الدراسة، فعلى سبيل المثال توصلت دراسة (Berger et al., 1997) إلى وجود علاقة سالبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في البيئة الأمريكية، بينما توصلت دراسة (John and Litov, 2010) إلى وجود علاقة موجبة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في، في حين توصلت دراسة (Pokhel, 2013) إلى عدم وجود علاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في نيبال.

4. لم ينل موضوع التحصين الإداري ومستوى المديونية اهتمام الباحثين في البيئة المصرية- في حدود علم الباحثين- وفي ضوء ما يتوافر لديهم من دراسات سابقة لا توجد دراسات تناولت اختبار العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية أو الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في البيئة المصرية.

5. الدراسات السابقة التي تناولت علاقة التحصين الإداري بمستوى المديونية تم اعدادها في بيئات أجنبية تتسم بوجود أسواق مالية متقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية -فرنسا) فماذا عن تلك العلاقة في أسواق مالية ناشئة بما في ذلك البيئة العربية.

من خلال الاستعراض السابق للدراسات السابقة تبين أن هناك تضارب في نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، لذا يمكن للباحثين صياغة الفرضية الرئيسية الأولى للبحث في صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالي:

ف (1): لا توجد علاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

وينطوي الفرض الرئيسي الأول على عدة فروض فرعية على مستوى آليات التحصين الإداري والمتمثلة في (فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصفة- استقلالية مجلس الإدارة- الملكية الإدارية- الملكية المؤسسية).

تطوير الفروض الفرعية للدراسة على مستوى آليات التحصين الإداري

1- فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه CEO Tenure

وفقاً لنظرية الوكالة، فإنه كلما طالت فترة المدير التنفيذي الأول في منصبه، كلما كان محصناً أكثر بسبب امتلاكه الفرصة والوقت الكافيين لبناء التحالفات وتجميع القوة، ويصبح من المحتمل أن يزيد ذلك من قوته وسعيه نحو هيكل حزمة المكافآت التي يحصل عليها لتعزيز مصلحته الخاصة (Hill and Phan, 1991; علوان، 2020) كما أن المديرين الذين يتمتعون بفترة بقاء طويلة في مناصبهم يكونوا أكثر ثباتاً وظيفياً والذي بدوره ربما يخلق بعض المجموعات الفرعية، ويسبب ردود فعل مختلفة في مواجهة الأحداث القادمة (Kumar, 2006; Szymon et al., 2012) وأشار (Berger et al., 1997) أن مستوى مديونية الشركة يعتمد على درجة التحصين الإداري وأن المديرين المتحصنين يسعون إلى تجنب الديون، وأن مستوى المديونية يكون منخفض في الشركات التي تنسم بفترة طويلة للمدير التنفيذي في منصبه.

في حين أشار (Simsek, 2007) أن فترة عمل الرئيس التنفيذي الطويلة تعكس شبكات وتحالفات قوية مع أصحاب المصلحة المهمين الذين يسمحون للرئيس التنفيذي بتكوين وتعزيز ودعم المبادرات المحفوفة بالمخاطر مثل زيادة الديون. وتوصل (Ting et al., 2016) إلى أن فترة عمل الرئيس التنفيذي ترتبط بشكل كبير وإيجابي بالرافعة المالية. كما توصل (Pokhel, 2013) إلى أن مستوى المديونية يكون أعلى عندما يكون للرئيس التنفيذي فترة بقاء طويلة في المنظمة، ويكون لديه نسبة مرتفعة من الملكية في الأسهم، ولا يواجه رقابة قوية من مجلس الإدارة أو كبار المساهمين.

واختبرت دراسة (Ting et al., 2015) العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي والرافعة المالية للشركات المدرجة في البورصة في ماليزيا خلال الفترة من 2002 إلى 2011، وتوصلت الدراسة إلى أن فترة عمل الرئيس التنفيذي ترتبط بشكل كبير وإيجابي بالرافعة المالية. كما اختبرت دراسة (Pascal Ndaki1 et al., 2018) العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وهيكل رأس المال في مؤسسات التمويل الصغيرة، وذلك على بيانات تم جمعها على مدار 6 سنوات متتالية من 453 مؤسسة تمويل صغيرة في 76 دولة خلال الفترة من 1996 إلى 2011. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصة ومستوى الديون في مؤسسات التمويل الصغيرة.

كما اختبرت دراسة (Kaur and Singh, 2021) تأثير خصائص الرؤساء التنفيذيين على الرافعة المالية للشركات في البيئة الهندية على عينة تتكون من 307 من الشركات غير المالية المدرجة في مؤشر Nifty 500. وتوصلت الدراسة إلى أن فترة عمل الرئيس التنفيذي مرتبطة بشكل كبير وإيجابي بالرافعة المالية للشركة لسبب محتمل أن فترة عمل الرئيس التنفيذي الطويلة تعكس شبكات وتحالفات قوية مع أصحاب المصلحة المهمين الذين يسمحون للرئيس التنفيذي بتكوين وتعزيز ودعم المبادرات المحفوفة بالمخاطر مثل زيادة الديون. أيضاً اختبرت دراسة (Le et al., 2025) خصائص المدير التنفيذي وهيكل رأس المال في فترات من 2000 إلى 2025. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وسرعة تعديل هيكل رأس المال. من خلال ما سبق يتم صياغة الفرضية الفرعية الأولى في صورة فرض العدم وذلك على النحو التالي:

ف (1/1): لا توجد علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منسبة ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

2- استقلالية مجلس الإدارة Board Independence

يشير استقلال مجلس الإدارة إلى أعضاء مجلس الإدارة من غير التنفيذيين من خارج الشركة والذين لا تربطهم علاقات شخصية أو اقتصادية بالشركة وإدارتها، وكلما زاد عدد الأعضاء غير التنفيذيين مقارنة بالأعضاء التنفيذيين الداخليين كلما زادت درجة استقلالية مجلس الإدارة (علوان، 2020). وأشار (Jensen, 1986) إلى وجود ارتباط إيجابي بين استقلالية مجلس الإدارة والرافعة المالية، فالشركات ذات الرافعة المالية الأكبر من المرجح أن يكون لديها عدد أكبر من المديرين غير التنفيذيين الخارجيين. كما يشير (Pfeffer and Salancik, 1978) إلى عندما يكون لدى الشركة عدد أكبر من المديرين غير التنفيذيين الخارجيين، فإن ذلك يعزز من قدرة الشركة على حماية نفسها من البيئة الخارجية مما يزيد من قدر الشركة على جمع الأموال أو زيادة قيمتها. وتوصلت دراسة (Ji and Zhang, 2020) إلى وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية. كما قامت دراسة (Setia- Atmaja, 2010) باختبار تأثير استقلالية مجلس الإدارة على سياسات توزيع الأرباح والديون للشركات العائلية على عينة من الشركات الأسترالية المدرجة في البورصة خلال الفترة من 2000 إلى 2005 وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات العائلية تتمتع بمستويات أعلى من الرافعة المالية وتوزيعات الأرباح مقارنة مع نظيراتها من الشركات غير العائلية، كما يلعب

أعضاء مجلس الإدارة المستقلون دور هام في التأثير على سياسات توزيع أرباح الشركات وخاصة في الشركات العائلية.

كما اختبرت دراسة (Kalyanaraman and Altuwaijri, 2016) العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وهيكل رأس المال (مستوى المديونية) على عينة تتكون من 68 شركة مدرجة في البورصة السعودية، خلال الفترة من 2010 إلى 2014، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية. وكذلك اختبرت دراسة (Abd-Elmageed and Abdel Megeid, 2020) تأثير ازدواجية الرئيس التنفيذي واستقلالية مجلس الإدارة وحجم مجلس الإدارة والأداء المالي على هيكل رأس المال، وذلك على عينة تتكون من 58 شركة مصرية مدرجة خلال الفترة من 2015 إلى 2019، وباستخدام نماذج الانحدار المتعدد لفحص العلاقات بين متغيرات البحث، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة ومجلس الإدارة وبين هيكل رأس مال الشركة، في حين أن حجم مجلس الإدارة له علاقة سالبة بهيكل رأس المال.

من ناحية أخرى، أشار (Wen et al., 2002; Kuo et al., 2012) إلى وجود علاقة سالبة بين أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين ومستوى الديون، حيث تميل الشركة إلى أن يكون لديها مستوى أقل من الديون في حالة زيادة عدد المديرين الخارجيين، لتحقيق أفضل أداء من خلال تقليل مخاطر الشركة. كما يشير (Wen et al., 2002) إلى أنه في حالة عدم وجود ضريبة لن ينظر إلى الرافعة المالية على أنها أداة لزيادة أداء الشركات، لأن الشركات لا تستطيع استغلال الدرع الضريبي.

في حين اختبرت دراسة (Almania, 2017) العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية في غياب الضرائب على عينة تتكون من 122 شركة غير مالية خلال الفترة من 2012 إلى 2015، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية، حيث أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يلعبون دوراً مهماً في تحفيز المديرين على السعي وراء مستوى منخفض من المديونية بين الشركات السعودية. وتوصل Berger et al., (1997) إلى أن مستوى مديونية الشركة يعتمد على درجة التحصين الإداري وأن المديرين المتحصنين يسعون إلى تجنب الديون، وأن مستوى المديونية يكون منخفض في الشركات ذات النسبة المنخفضة من المديرين غير التنفيذيين. كما توصلت دراسة (Zhao and Zou, 2015) إلى وجود علاقة سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية.

من خلال ما سبق يتم صياغة الفرضية الفرعية الثانية في صورة فرض العدم وذلك على النحو التالي:

ف (2/1): لا توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

3- الملكية الإدارية Managerial Ownership

يوجد تأثيران متعارضان للملكية الإدارية على هيكل رأس المال: الأول أثر الحافز ويعمل على توافق المصالح بين المساهمين والمديرين، لأن المديرين يتحملون بعد ذلك جزءاً من تكاليف أفعالهم بأنفسهم. والثاني أثر التحصين، فالمديرين الذين لديهم ملكية كبيرة للأسهم يستطيعون تحصين أنفسهم. لأن الملكية الإدارية المرتفعة تجعل من الصعب على المساهمين الآخرين التحكم في الإدارة وتمنح المديرين القدرة على تجاهل مصالح صغار المساهمين. ولكل من أثر الحافز وأثر التحصين نتائج على تكلفة الوكالة، فآثر الحافز يتمثل في رفع تكلفة الوكالة للديون بفعل زيادة اعتماد المديرين على الديون في تمويل أنشطة الشركة، بينما يتمثل أثر التحصين في ارتفاع تكلفة الوكالة للملكية نتيجة لجوء المديرين إلى المصادر الداخلية في تمويل أنشطة الشركة بنسبة أكبر من اعتمادها على الديون (Mueller and Spitz- Oener, 2006). كما أشار (عبدالمعنى Morck et al , 1988; 2021) أن المديرين يتحصنون إدارياً عندما يكتسبوا سلطة كبيرة من خلال ارتفاع ملكيتهم في أسهم الشركة، والتي تمكنهم من استغلال موارد الشركة في تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين، وأن التحصين الإداري يساعد المديرين على امتلاك قوة تصويتية مرتفعة تضمن وظيفتهم في الشركة بمرتبات مرتفعة.

ووفقاً (Short et al., 2002) فإن الملكية الإدارية تزيد من السلطة التقديرية للمديرين، حيث يحصل المديرين على مزيد من التحكم في القرارات المالية مثل تخفيض الديون، ويصبح المديرين متحصنين مع زيادة الملكية الإدارية. ويشير (Grossman and Hart, 1982) إلى أن المديرين الذين ليس لديهم حصص ملكية في الشركة يربطون أنفسهم بمزيد من الديون لزيادة قيمة الشركة. كما توصل (Berger et al., 1997) أن مستوى مديونية الشركة يعتمد على درجة التحصين الإداري وأن المديرين المتحصنين يسعون إلى تجنب الديون، وأن مستوى المديونية يكون منخفض في الشركات التي تدار بواسطة مديرين يتمتعون بملكية مباشرة منخفضة للأسهم، وحيازات خيارات منخفضة.

وقامت دراسة (Shoaib and Yseushi, 2015) باختبار العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في الشركات غير المالية، وذلك في الفترة من 2008 إلى 2012 وتوصلت الدراسة إلى وصف العلاقة بين المتغيرين على أنها علاقة ذات شكل U حيث أظهرت النتائج أن نسبة المديونية تزداد مع تزايد نسبة الملكية الإدارية إلى حد ما ثم تبدأ بالتناقص مع تزايد نسبة الملكية الإدارية. كما قامت دراسة (Hayat et al., 2018) باختبار تأثير الملكية الإدارية على هيكل رأس المال في الصين خلال الفترة من 2009 إلى 2016. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية.

في حين هدفت دراسة (الفضل، 2019) إلى اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية كمتغير مستقل ونسبة المديونية كمتغير تابع في البيئة الأردنية على عينة تتكون من 87 شركة مسجلة في بورصة عمان خلال الفترة من 2010 إلى 2014. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين تركيز الملكية ونسبة المديونية. أيضاً اختبرت دراسة (Nainggola

n et al., 2024) الملكية الإدارية وخصائص الشركات كمحددات لهيكل رأس المال. بالتطبيق على عينة من 62 شركة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة إندونيسيا بواقع 620 مشاهدة خلال الفترة من 2010 إلى 2019. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية.

بينما توصلت دراسة (Javaid et al., 2023) إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية في باكستان على عينة تكونت من 1800 مشاهدة خلال الفترة من عام 2004 إلى 2016. كما اختبرت دراسة (Thakolwiroj and Sithipolvanichgul, 2021) العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وهيكل رأس المال على عينة من 1264 مشاهدة من الشركات المدرجة في بورصة تايلاند خلال الفترة من 2015 إلى 2017. واعتمدت الدراسة في قياس هيكل رأس المال على نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية، حجم الشركة ومستوى المديونية، في حين توجد علاقة سالبة بين حجم مجلس الإدارة ومستوى المديونية.

وعليه فإن دراسة العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية توضح ما إذا كانت إدارات الشركات المصرية ترجح فرضية الحافز أم فرضية التحصين أم توجد علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية. ونظراً لتضارب نتائج الدراسات السابقة التي تناولت اختبار العلاقة

بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية، لذا يتم صياغة الفرضية الفرعية الثالثة في صورة فرض عدم وذلك على النحو التالي:

ف (3/1): لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

4- الملكية المؤسسية Institutional Ownership

أشار (Lang and Mank, 1997) أن زيادة نسبة الملكية المؤسسية داخل الشركة تعني وجود مستوى أكبر من الرقابة والإشراف والسيطرة على العمليات التي تقوم بها الشركة مقارنة مع تمركز الملكية في يد المستثمرين، إضافة إلى زيادة مستوى الحوكمة فيها مما يعني زيادة الفاعلية المؤسسية فيها. ووفقاً (Short et al., 2002) فإن العلاقة بين المساهمين المؤسسيين والديون تعتمد على ما إذا كان كلاهما يعمل كبديل أو مكمل لبعضهم البعض، فإذا كان كبار المساهمين الخارجيين يمتلكون محافظ متنوعة للغاية، فمن المحتمل أن تكون تكلفة المراقبة المباشرة باهظة. لذلك، من المرجح أن يفضل المساهمون المؤسسون الدين كعنصر مكمل. ومن المنظور البديل للملكية المؤسسية والدين، فإن وجود المساهمين المؤسسيين يخفف من الحاجة إلى الديون لانضباط المديرين. ويرى (La port et al., 2000) أن المستثمرين المؤسسيين الذين يتمتعون بسلطة تصويت كافية قد يضغطوا على قرارات المديرين لعمل توزيعات للأرباح، مما يؤدي على الأرجح إلى الحاجة للتمويل بالدين في المستقبل.

ويشير (Ross, 1977) أن الإدارة تستخدم الدين كإشارة إيجابية للأطراف الخارجية حول الأداء الجيد للشركة، وأن الشركات ذات الأداء المالي الجيد من المتوقع أن تصدر المزيد من الديون بسبب القدرة الأفضل على السداد. من ناحية أخرى، تعمل الملكية المؤسسية أيضاً كإشارة جيدة للمستثمرين الخارجيين، حيث يقوم المستثمرون المؤسسيين بمراقبة الإدارة وضبطها بشكل مباشر وزيادة قيمة الشركة، ومن ثم فإن الملكية المؤسسية والديون هي بدائل لبعضها البعض.

وتوصلت دراسة (Ji and Zhang, 2020) إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية. وفي ذات السياق توصلت دراسة (Javaid et al., 2023) إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية. وقامت دراسة (Li, 2007) باختبار تأثير الملكية المؤسسية على هيكل رأس المال على عينة تتكون من 568 شركة صناعية صينية، خلال الفترة من

2002 إلى 2004 وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال، أي أن نسبة الدين تزيد عندما تزداد نسبة الملكية المؤسسية.

كما اختبرت دراسة (Wang, 2009) العلاقة بين الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال على عينة تتكون من 539 شركة صناعية صينية، خلال الفترة من 2005 إلى 2007، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية المؤسسية ونسبة الدين. أيضاً اختبرت دراسة (Hayat et al., 2018) تأثير الملكية المؤسسية على هيكل رأس المال في (الولايات المتحدة الأمريكية والصين) خلال الفترة من 2009 إلى 2016. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية والديون في الولايات المتحدة الأمريكية، وعلاقة سالبة بين الملكية المؤسسية والديون في الصين، كما تشير أيضاً نتائج هذه الدراسة إلى أنه مع تطور الاقتصاديات يصبح دور المساهمين المؤسسيين أقوى والذين يفضلون الاعتماد أكثر على تمويل الديون.

كذلك اختبرت دراسة (Shehadeh, M., Alharasis, 2022) أثر هيكل الملكية وحوكمة الشركات على هيكل رأس المال على عينة من 798 مشاهدة من الشركات المدرجة بالبورصة الأردنية. واعتمدت الدراسة في قياس هيكل رأس المال على نسبة الديون إلى الأصول. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية، كما توجد علاقة موجبة بين حجم مجلس الإدارة ومستوى المديونية.

في حين اختبرت دراسة (Chung and Wang, 2014) العلاقة بين الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال على عينة تكونت من 49 شركة صناعية في فرنسا خلال الفترة من 1985 إلى 2008، وتوصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية دون المستوى الأمثل للشركة تتناقص عندما تزيد الملكية المؤسسية، وتنخفض الملكية المؤسسية عندما تزيد الرافعة المالية دون المستوى الأمثل للشركة.

واختبرت أيضاً دراسة (Kiran and Narender, 2021) العلاقة بين الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال في البيئة الهندية خلال الفترة من 2009 إلى 2018، حيث تم قياس مستوى الديون بطريقتين: الأولى نسبة الدين إلى حقوق الملكية، والثانية إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول، كما استخدم العائد على الأصول وحجم الشركة ومخاطر الأعمال ونمو المبيعات كمتغيرات ضابطة في الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الملكية المؤسسية ومستوى الرافعة المالية للشركات، وفُسر ذلك بأن المستثمرين المؤسسيين يفضلون الاستثمار في الشركات ذات مستويات الديون المنخفضة. ونظراً لتضارب نتائج الدراسات السابقة التي تناولت اختبار العلاقة بين الملكية

المؤسسية ومستوى المديونية، لذا يتم صياغة الفرضية الفرعية الرابعة في صورة فرض عدم ذلك على النحو التالي:

ف (4/1): لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

3/2 الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي

قامت دراسة (Lafond and Roychowdhury, 2008) باختبار تأثير الملكية الإدارية كأحد آليات التحصين الإداري على التحفظ المحاسبي (مقاس باستخدام نموذج باسو 1997) وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الملكية الإدارية المنخفضة تتبع سياسات أكثر تحفظاً في معالجة الأرباح. كذلك اختبرت دراسة (Shuto and Takada, 2010) تأثير الملكية الإدارية كأحد آليات التحصين الإداري على التحفظ المحاسبي (مقاس باستخدام نموذج باسو 1997) وذلك على الشركات اليابانية خلال الفترة من 1990 إلى 2005، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الملكية الإدارية المنخفضة والمرتفعة وبين التوقيت غير المتماثل للأرباح، في حين توجد علاقة موجبة بين الملكية الإدارية المتوسطة والتوقيت غير المتماثل للأرباح.

في حين قامت دراسة (Nasr and Ntim, 2018) باختبار تأثير آليات حوكمة الشركات والمتمثلة في حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، الازدواجية، نوع مراقب الحسابات الخارجي على التحفظ المحاسبي، وذلك بالتطبيق على عينة تكونت من 63 شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2011 إلى 2013. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي، في حين توجد علاقة سالبة بين حجم مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي. واختبرت دراسة (Bangmek, 2020) العلاقة بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والتحفظ المحاسبي، وذلك بالتطبيق على عينة تكونت من 545 شركة في تايلاند خلال الفترة من عام 2012 إلى 2017. واستخدمت الدراسة نموذج (Khan and Watts, 2009) في قياس التحفظ المحاسبي، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى التحفظ المحاسبي.

هدفت دراسة (Hu et al., 2020) إلى اختبار العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي، وذلك بالتطبيق على عينة تكونت من 23864 مشاهدة من الشركات الصينية خلال الفترة من عام 2000 إلى 2015. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة

على مستوى التحفظ المحاسبي. وقامت دراسة (Noviyanti and Agustina, 2021) باختبار دور كل من الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، الرافعة المالية، السيولة، فرص النمو، خطر التقاطي، على التحفظ المحاسبي، وذلك بالتطبيق على عينة تكونت من 147 شركة إندونيسية خلال الفترة من 2015 إلى 2017. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الملكية المؤسسية والتحفظ المحاسبي، في حين لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي.

اختبرت دراسة (Sharma and Kaur, 2021) تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على التحفظ المحاسبي، بالتطبيق على عينة تكونت من 245 شركة في الهند خلال الفترة من عام 2010 إلى 2018. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين كل من مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي، بينما توجد علاقة سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي. واختبرت دراسة (Pasko et al., 2021) تأثير الملكية الحكومية والملكية الإدارية وتركز الملكية وحجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة والازدواجية على التحفظ المحاسبي، بالتطبيق على عينة تكونت من 2925 شركة في الصين خلال الفترة من عام 2003 إلى 2009. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي، في حين لا توجد علاقة بين كل من مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي.

في حين اختبرت دراسة (Salehi et al., 2021) العلاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي وذلك بالتطبيق على 120 شركة في طهران بواقع 720 مشاهدة خلال الفترة من عام 2013 إلى 2018. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي.

أيضاً اختبرت دراسة (الحبشي، 2023) أثر تركيز الملكية والملكية المؤسسية على العلاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي على عينة من 48 شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2018 إلى 2020. واعتمدت الدراسة على مقياسين لقياس التحفظ المحاسبي وهما: نموذج (Givoly and Hayn, 2000)، ونموذج (Beaver and Ryan, 2005)، كما اعتمدت على حساب مؤشر للتحصين الإداري باستخدام ستة آليات ممثلة في: تعويضات مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية الرئيس التنفيذي، الملكية الإدارية، فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، تغيير الرئيس التنفيذي. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين

التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي، كما توصلت أيضاً إلى وجود علاقة معنوية لتركيز الملكية الإدارية والمؤسسية كمتغيرات منظمة للعلاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي.

كذلك اختبرت دراسة (سليمان والجوهري، 2023) آليات التحصين الإداري وعلاقتها بمستوى التحفظ المحاسبي على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بلغ عددها 80 شركة خلال الفترة من عام 2016 إلى 2020. واعتمدت الدراسة على مقياسين لقياس التحفظ المحاسبي وهما: نموذج (Basu, 1997)، ونموذج (Givoly and Hayn, 2000)، كما اعتمدت على أربع آليات للتحصين الإداري تمثلت في مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، ازدواجية دور المدير التنفيذي، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين كل من مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة ومستوى التحفظ المحاسبي، في حين توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية ومستوى التحفظ المحاسبي.

كما اختبرت دراسة (السيد وآخرون، 2024) الأثر التفاعلي بين تغطية المحللين الماليين وآليات التحصين الإداري التي تمثلت في ازدواجية دور المدير التنفيذي، فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية. لعينة تكونت من 62 شركة خلال الفترة من عام 2018 إلى 2021، وتم استخدام القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لقياس التحفظ المحاسبي. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والتحفظ المحاسبي، بينما توجد علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي، في حين لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي.

اختبرت دراسة (العازمي وآخرون، 2024) أثر هيكل الملكية الإدارية على مستوى التحفظ المحاسبي، بالتطبيق على 30 شركة من الشركات غير المالية المدرجة ببورصة الكويت خلال الفترة من عام 2018 إلى 2022، وتم قياس هيكل الملكية الإدارية باستخدام مؤشر نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس إدارة الشركة في نهاية السنة، كما استخدمت الدراسة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كمؤشر على مستوى التحفظ المحاسبي للشركة. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي لنسبة الملكية الإدارية على مستوى التحفظ المحاسبي.

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرض الرئيسي الثاني كما يلي:

ف (2): لا توجد علاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.

وينطوي الفرض الرئيسي الثاني على عدة فروض فرعية يمكن صياغتها كما يلي:

ف (1/2): لا توجد علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.

ف (2/2): لا توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.

ف (3/2): لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.

ف (4/2): لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.

3/3 الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية

اختبرت دراسة (Ahmed et al., 2002) دور التحفظ المحاسبي في تخفيض التعارض بين المقرضين والمساهمين حول سياسة التوزيعات وتخفيض تكلفة الديون، وقد استخدم الرفع المالي كمقياس للتعارض بين المقرضين والمساهمين، وتوصل إلى وجود علاقة موجبة بين التحفظ المحاسبي والرفع المالي. كما اختبرت دراسة (Salama and Putnam, 2015) أثر التحفظ المحاسبي على الرافعة المالية بالتطبيق على 2079 شركة مسجلة في قاعدة compustat بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من 2000 إلى 2006 واستخدمت ثلاثة مقاييس للتحفظ المحاسبي ممثلة في باسو 1997 والاستحقاقات غير التشغيلية والتواء التدفقات النقدية، بينما تم قياس الرافعة المالية عن طريق إجمالي الديون إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول وإجمالي الديون إلى إجمالي القيمة السوقية للأصول. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحفظ المحاسبي والرافعة المالية.

أيضاً اختبرت دراسة (Kang et al., 2017) أثر التحفظ المحاسبي على قدرة الشركة على الوصول إلى التمويل طويل الأجل. وذلك بالتطبيق جميع الشركات التي لديها بيانات في قاعدة compustat بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من 1987 إلى 2008. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحفظ المحاسبي والتمويل بالديون طويلة الأجل. كما اختبرت دراسة (Ramalingegowda and Yu, 2021) دور التحفظ المحاسبي في تعديل هيكل رأس المال لمعرفة هل التحفظ المحاسبي يساعد في الوصول إلى الرافعة المالية المستهدفة، وذلك بالتطبيق على عينة تكونت من 40571 شركة من الشركات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من

1972 إلى 2011، وتم قياس التحفظ المحاسبي باستخدام نموذج باسو 1997 والاستحقاقات غير التشغيلية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحفظ المحاسبي وقدرة المنشأة على الوصول إلى نسبة المديونية المستهدفة التي ترغب في الوصول إليها.

كذلك اختبرت دراسة (Khalifa et al., 2022) العلاقة بين التحفظ المحاسبي ونفقات البحوث والتطوير ومستوى المديونية، على شركات التكنولوجيا الأمريكية وذلك خلال الفترة من 1998 إلى 2016. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحفظ المشروط ومستوى المديونية. أيضاً اختبرت دراسة (Atwa et al., 2022) العلاقة بين التحفظ المحاسبي الاحتفاظ بالنقدية وتوزيعات الأرباح ومستوى المديونية، لعينة من 83 شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2015 إلى 2019. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية.

كما اختبرت دراسة (صالح وآخرون، 2023) أثر التحفظ المحاسبي في هيكل آجال الديون ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. وذلك على عينة تكونت من 157 مشاهدة، ومثلت تلك العينة 55 شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من 2017 إلى 2019. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحفظ المحاسبي والديون طويلة الأجل.

على النقيض من ذلك اختبرت دراسة (السيد، 2018) تأثير التحفظ المحاسبي على مستوى المديونية. وذلك من خلال دراسة تطبيقية على شركات قطاع الموارد الأساسية في سوق المال السعودي خلال الفترة من 2013 إلى 2015، واستخدمت نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية لقياس مستوى التحفظ المحاسبي، كما استخدمت إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية لقياس مستوى المديونية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية.

بناءً على ما تقدم يمكن صياغة الفرض الرئيسي الثالث كما يلي:

ف (3): لا توجد علاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

الفروض الرئيسية الثلاثة السابقة تختبر العلاقة المباشرة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية، وكذلك العلاقات غير المباشرة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي، وبين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية، لذلك يمكن اختبار الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية بالفرض الرئيسي التالي:

ف (4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

وينطوي الفرض الرئيسي الرابع على عدة فروض فرعية يمكن اشتقاقها كما يلي:

ف (1/4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

ف (2/4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

ف (3/4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

ف (4/4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

القسم الثالث: الدراسة الاختبارية

أولاً: نموذج الدراسة

يهتم نموذج البحث ببيان كيفية اختبار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين التحصين الإداري (طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية) ومستوى المديونية، وذلك من خلال توسيط التحفظ المحاسبي، لذا من خلال الاستناد إلى الدراسات السابقة وفي ضوء تساؤلات مشكلة البحث، سوف يتم الاعتماد على أسلوب تحليل المسار Path Analysis. لذا، يمكن صياغة النموذج الإحصائي للبحث من خلال معادلات الانحدار التالية:

(1) المعادلة الأولى: وتختص باختبار العلاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي

$$\begin{aligned} ACONS_{it} = & \beta_0 + a_1 CEOTENURE_{it} + a_2 BIND_{it} + a_3 MOWN_{it} \\ & + a_4 IOWN_{it} + a_5 FSIZE_{it} + a_6 BSIZE_{it} + a_7 ROA_{it} \\ & + a_8 ROE_{it} + \varepsilon_{1it} \end{aligned} \quad (1) \square$$

حيث:

$ACONS_{it}$ = التحفظ المحاسبي للشركة i في الفترة t .

$CEOTENURE_{it}$ = فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه بالشركة i في الفترة t .

$BIND_{it}$ = استقلالية مجلس الإدارة للشركة i في الفترة t .

$MOWN_{it}$ = الملكية الإدارية للشركة i في الفترة t .

$IOWN_{it}$ = الملكية المؤسسية للشركة i في الفترة t .

$SIZE_{it}$ = حجم الشركة i في الفترة t .

$BSIZE_{it}$ = حجم مجلس الإدارة للشركة i في الفترة t .

ROA_{it} = معدل العائد على الأصول للشركة i في الفترة t .

ROE_{it} = معدل العائد على حقوق الملكية للشركة i في الفترة t .

β_0 = ثابت الانحدار للمعادلة رقم (1).

$(a_1 : a_4)$ = الآثار المباشرة لآليات التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ، استقلالية

مجلس الإدارة ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية) على التحفظ المحاسبي.

ε_{1it} = الخطأ العشوائي للمعادلة رقم (1).

(2) المعادلة الثانية: وتختص باختبار العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية

$$\begin{aligned} DEBT_{it} = & \beta_1 + C_1 CEOTENURE_{it} + C_2 BIND_{it} + C_3 MOWN_{it} \\ & + C_4 IOWN_{it} + C_5 FSIZE_{it} + C_6 BSIZE_{it} + C_7 ROA_{it} \\ & + C_8 ROE_{it} + \varepsilon_{2it} \end{aligned} \quad (2) \square$$

حيث:

$DEBT_{it}$ = مستوى المديونية للشركة i في الفترة t .

β_1 = ثابت الانحدار للمعادلة رقم (2).

ε_{2it} = الخطأ العشوائي للمعادلة رقم (2).

(3) المعادلة الثالثة: وتختص باختبار العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي

$$DEB_{it} = \beta_2 + 'C_1 CEOTENURE_{it} + 'C_2 BIND_{it} + 'C_3 MOWN_{it} + 'C_4 IOWN_{it} + b ACONS_{it} + C_5 FSIZE_{it} + C_6 BSIZE_{it} + C_7 ROA_{it} + C_8 ROE_{it} + \varepsilon_{3it} \quad (3)$$

حيث:

β_2 = ثابت الانحدار للمعادلة رقم (3).

$('C_1 : 'C_4)$ = الآثار المباشرة لآليات التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية

مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) على مستوى المديونية.

b : الآثار غير المباشرة للتحفظ المحاسبي.

ε_{3it} = الخطأ العشوائي للمعادلة رقم (3).

ثانياً: توصيف متغيرات البحث والتعريف الإجرائي لها

يوضح الجدول رقم (1) الآتي وصفاً لمتغيرات البحث والتعريفات الإجرائية لها، وكيفية قياسها.

جدول رقم (1) التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغيرات
المتغير التابع: مستوى المديونية (Debt)		
مستوى المديونية	LEV1 _{it}	إجمالي الديون إلى إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية الفترة (Kaur and Singh, 2021).
	LEV2 _{it}	إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية للشركة في نهاية الفترة (Ampofo and Barkhi, 2023).
المتغيرات المستقلة: التحصين الإداري (Managerial Entrenchment)		
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	CEOTEN _{it}	تُقاس بفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه بالشركة منذ بداية تعيينه كرئيس تنفيذي للشركة وحتى نهاية الفترة (Berger et al., 1997).
استقلالية مجلس الإدارة	BIND _{it}	تُقاس بقسمة عدد الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس (الحبشي، 2023).
الملكية الإدارية	MOWN _{it}	تُقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة على إجمالي عدد الأسهم المصدرة (سليمان والجوهري، 2023).
الملكية المؤسسية	IOWN _{it}	تُقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات على إجمالي عدد الأسهم المصدرة (Javaid et al., 2023).
المتغير الوسيط: التحفظ المحاسبي (Accounting Conservatism)		

التحفظ المحاسبي	$ACONS_1$	نموذج (Beaver and Ryan, 2000): يعتمد هذا النموذج في قياس التحفظ المحاسبي على نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لها (MTB) أو العكس.
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	$FSIZE_{it}$	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.
حجم مجلس الإدارة	$BSIZE_{it}$	عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة i خلال الفترة t .
معدل العائد على الأصول	ROA_{it}	صافي الربح بعد الضرائب / إجمالي الأصول للشركة في نهاية العام.
معدل العائد على حقوق الملكية	ROE_{it}	صافي الربح بعد الضرائب / إجمالي حقوق الملكية للشركة في نهاية العام

ثالثاً: مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2016 م إلى عام 2023 م، ويعتمد الباحثون على عينة ميسرة من تلك الشركات، والتي يبلغ عددها 102 شركة، مع مراعاة القيود التالية:

- استبعاد الشركات المساهمة التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية، نظراً لما لهم من طبيعة خاصة (اختلاف القواعد والممارسات المحاسبية الخاصة بهم).
- توافر القوائم المالية والتقارير السنوية للشركات المساهمة خلال فترة الدراسة.
- ألا تكون الشركة قد تعرضت للاندماج أو التوقف أو الشطب خلال سنوات الدراسة.

وفي ضوء القيود السابقة، بلغت عينة الدراسة النهائية (102) شركة موزعة على (15) قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، بواقع (816) مشاهدة خلال فترة البحث، ويوضح الجدول رقم (2) التوزيع القطاعي لعينة الدراسة كما يلي:

جدول (2): التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

م	القطاع	عدد الشركات	النسبة
1	قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ	22	21.6%
2	قطاع ورق ومواد تعبئة وتغليف	4	3.9%
3	قطاع مواد البناء	8	7.8%
4	قطاع العقارات	17	16.7%
5	قطاع خدمات النقل والشحن	3	2.9%
6	قطاع الطاقة والخدمات المساندة	1	1.0%
7	قطاع الموارد الأساسية	11	10.8%
8	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	11	10.8%

9	قطاع السياحة والترفيه	5	4.9%
10	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	3	2.9%
11	قطاع اتصالات وعلام وتكنولوجيا المعلومات	3	2.9%
12	قطاع منسوجات وسلع معمرة	5	4.9%
13	قطاع تجارة وموزعين	3	2.9%
14	قطاع الخدمات التعليمية	1	1.0%
15	قطاع مقاولات وإنشاءات هندسية	5	4.9%
	الإجمالي	102	100%

رابعاً: مصادر الحصول على البيانات

اعتمد البحث الحالي على المصادر التالية للحصول على البيانات:

- المواقع الإلكترونية الخاصة بالشركات الموجودة بعينة الدراسة.
- موقع البورصة المصرية (للحصول على القوائم والتقارير المالية).
- موقع معلومات مباشر مصر (للحصول على القوائم والتقارير المالية).
- موقع Investing وذلك للحصول على أسعار الأسهم في نهاية الفترات المالية وبعد ثلاثة أشهر من نهاية الفترات المالية من عام 2016م وحتى عام 2023م.

القسم الرابع: اختبار فروض البحث وتحليل ومناقشة النتائج

أولاً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

يعرض الجدول رقم (3) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في نماذج اختبار الفروض واللازمة للتعرف على خصائص تلك المتغيرات وكيفية توزيع قيمها فيما بين المشاهدات المختلفة التي تشملها عينة البحث. وتتضمن تلك الإحصاءات كل من المتوسط الحسابي، المدى، والانحراف المعياري لقيم متغيرات الدراسة.

جدول (3): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

مقاييس الإحصاء الوصفي				n	الرمز	المتغيرات
الانحراف المعياري	الحد الأقصى	الحد الأدنى	المتوسط			
مستوى المديونية (Debt)						المتغير التابع:
.214394	.8431735	.0748151	.4622808	816	1LEV	مستوى المديونية
1.057653	4.162501	.0431351	1.159273	816	2LEV	
التحفظ المحاسبي (Accounting Conservatism)						المتغير الوسيط:
1.164934	4.453651	.05284	1.356356	816	ACONS	التحفظ المحاسبي
التحصين الإداري (Managerial Entrenchment)						المتغيرات المستقلة:
3.906761	14	1	5.790441	816	CEOTEN	فترة بقاء المدير التنفيذي

الأول في منصبه						
استقلالية مجلس الإدارة	BIND	816	.7453007	.40000	.9230769	.1522811
الملكية الإدارية	MOWN	816	.0756862	0	.4434	.1331509
الملكية المؤسسية	IOWN	816	.5421449	0	.9287	.2880234
المتغيرات الضابطة:						
حجم الشركة	FSIZE	816	20.82001	18.13844	23.66177	1.466077
حجم مجلس الإدارة	BSIZE	816	8.216912	5	13	2.243083
معدل العائد على الأصول	ROA	816	.0703424	-.063074	.2564657	.0841482
معدل العائد على حقوق الملكية	ROE	816	.1386845	-.128172	.4701759	.1569442

ومن خلال النتائج الإحصائية السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- بلغ متوسط مستوى المديونية مُقاساً بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (4622808)، ومدى يتراوح بين (0.0748151 - 8431735)، وانحراف معياري (214394)، بينما بلغ متوسط مستوى المديونية مُقاساً بإجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية (1.159273)، ومدى يتراوح بين (0.0431351 - 4.162501)، وانحراف معياري (1.057653)، مما يشير إلى زيادة الاعتماد على الديون كمصدر للتمويل مقارنة بحقوق الملكية على مستوى متوسط شركات العينة خلال فترة البحث.
- بلغ متوسط مستوى التحفظ المحاسبي مُقاس بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (1.356356)، ومدى يتراوح بين (0.05284 - 4.453651)، وانحراف معياري (1.164934)، مما يدل على أن شركات العينة في المتوسط تطبق سياسات مالية متحفظة.
- تتراوح فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه بين (1 - 14)، ومتوسط (5.790441)، وانحراف معياري (3.906761).
- حظيت استقلالية مجلس الإدارة على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة بمستوى مرتفع للاستقلالية، حيث بلغ المتوسط (0.7453007)، مما يدل على أن ثلاثة أرباع مجلس الإدارة في المتوسط مستقلين، كما تراوح المدى بين (0.40000 - 9230769)، والانحراف المعياري (0.1522811).
- سجلت الملكية الإدارية لشركات العينة خلال فترة الدراسة متوسطاً قيمته (0.0756862)، ومدى يتراوح بين (0 - 4434)، وانحراف معياري (0.1331509).

- بلغ متوسط الملكية المؤسسية لشركات العينة خلال فترة الدراسة (5421449)، ومدى واسع يتراوح بين (0 - 9287)، وانحراف معياري (2880234) وهو ما يعني وجود تفاوت بين شركات العينة فيما يتعلق بالملكية المؤسسية.
- بلغ متوسط حجم الشركة (FSIZE) مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة (20.82001)، ومدى يتراوح بين (18.13844 - 23.66177)، مما يدل على تقارب في أحجام العينة. كما بلغ الانحراف المعياري (1.466077) مما يعني دقة بيانات هذا المتغير وعدم وجود قيم متطرفة (Outliers) بسبب تقارب الانحراف المعياري من الواحد الصحيح.
- يتراوح حجم مجلس الإدارة بين (5 - 13)، بمتوسط (8.216912)، مما يعني وجود تفاوت بين شركات العينة فيما يتعلق بحجم مجلس الإدارة، كما بلغ الانحراف المعياري (2.243083).
- بلغ متوسط معدل العائد على الأصول (0.0703424)، ومدى يتراوح على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة بين (-0.063074 - 0.2564657)، وانحراف معياري (0.0841482).
- يتراوح معدل العائد على حقوق الملكية بين (-0.128172 - 0.4701759)، بمتوسط (0.1386845)، وانحراف معياري (0.1569442)، ويلاحظ هنا أن متوسط معدل العائد على حقوق الملكية أكبر من متوسط العائد على الأصول، وذلك قد يكون بسبب مستوى المديونية وتزايد الاعتماد على الديون كمصدر لتمويل الأصول، إذ بلغ متوسط مستوى المديونية مقاساً بإجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية (1.159273).

ثانياً: علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة Correlation Matrix

تم استخدام مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix)، لقياس قوة (معنوية) واتجاه العلاقة بين متغيرات البحث. حيث يُظهر معامل الارتباط Correlation Coefficients درجة ارتباط متغيرات البحث ببعضها البعض، وتتراوح قيمته بين (-1 : +1). كما تُعد مصفوفة ارتباط بيرسون الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الازدواج الخطي (Multicollinearity) بين متغيرات البحث، حيث أشارت دراسة (Gujarati and Porter, 2003) إلى أن مشكلة الازدواج الخطي تظهر عند وجود ارتباط كبير بين إثنين من متغيرات الدراسة، إلا أنها تُعد مقبولة إذا بلغ معامل الارتباط بين أي منهما (0.80) كحد أقصى.

ويُمكن للباحثين توضيح علاقات الارتباط بين متغيرات البحث من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (4) مصفوفة الارتباط الجزئي بين متغيرات البحث

	LEV1	LEV2	CEOTEN	BIND	MOWN	IOWN
LEV1	1					
LEV2	0.8083*** 0.0000	1				
CEOTEN	0.0905*** 0.0097	0.1103*** 0.0016	1			
BIND	-0.125*** 0.0003	-0.121*** 0.0005	-0.128*** 0.0002	1		
MOWN	-0.102*** 0.0033	-0.0755** 0.0309	0.3326*** 0.0000	-0.112*** 0.0012	1	
IOWN	0.1402*** 0.0001	0.1038*** 0.0030	-0.2932*** 0.0000	0.0640* 0.0675	-0.718*** 0.0000	1
ACONS	0.0588* 0.0931	0.1757*** 0.0000	0.1332*** 0.0001	0.0517 0.1400	-0.0779** 0.0261	0.0207 0.5547
FSIZE	0.1540*** 0.0000	0.1674*** 0.0000	-0.0161 0.6461	0.0102 0.7716	-0.119*** 0.0006	0.2575*** 0.0000
BSIZE	-0.101*** 0.0036	-0.087*** 0.0128	-0.1049*** 0.0027	0.3763*** 0.0000	0.0134 0.7017	0.1529*** 0.0000
ROA	-0.274*** 0.0000	0.1940*** 0.0000	-0.0798** 0.0227	-0.0582* 0.0966	0.0234 0.5040	0.0839** 0.0165
ROE	0.0373 0.2872	0.0325 0.3535	-0.0771** 0.0276	-0.0860** 0.0140	0.0059 0.8657	0.1028*** 0.0033
	ACONS	FSIZE	BSIZE	ROA	ROE	
ACONS	1					
FSIZE	0.0974*** 0.0054	1				
BSIZE	0.0594* 0.0897	0.3163*** 0.0000	1			
ROA	0.1760*** 0.0000	0.2040*** 0.0000	0.1885*** 0.0000	1		
ROE	0.1511*** 0.0000	0.1980*** 0.0000	0.1287*** 0.0002	0.8398*** 0.0000	1	

*, **, *** تشير إلى الدلالة الإحصائية للارتباط عند مستوى معنوية 10%، 5%، 1% على الترتيب. تُعرف الاختصارات كما يلي: (1LEV): إجمالي الديون إلى إجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة، (2LEV): إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية في نهاية الفترة، (CEOTEN): فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه مقيسه بعدد سنوات المدير التنفيذي في منصبه، (BIND): استقلالية مجلس الإدارة مقيسة بنسبة الأعضاء المستقلين، (MOWN): الملكية الإدارية مقيسة بنسبة ملكية الإدارة، (IOWN): الملكية المؤسسية مقيسة بنسبة ملكية المؤسسات، (ACONS): مستوى التحفظ المحاسبي والمقيس من خلال نموذج (Beaver and Ryan, 2000)، (FSIZE): حجم الشركة مقياس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة، (BSIZE): حجم مجلس الإدارة والمقياس بعدد أعضاء مجلس الإدارة الشركة في نهاية الفترة، (ROA): معدل العائد على الأصول والمقياس بصافي الربح / إجمالي الأصول للشركة في نهاية العام، (ROE): معدل العائد على حقوق الملكية والمقياس بصافي الربح / إجمالي حقوق الملكية للشركة في نهاية العام.

وبالنظر لنتائج تحليل الارتباط لمتغيرات البحث على مستوى شركات العينة ككل، والواردة بالجدول السابق يتضح ما يلي:

- وجود ارتباط طردي وذات دلالة إحصائية بين مقياسي مستوى المديونية، حيث بلغت قيمته (0.8083) عند مستوى معنوية 1%، مما يدل على زيادة دقة القياس وتحسين موثوقية النتائج باعتبار أن أحد المقياسين يعمل كتحليل حساسية للآخر.
- وجود ارتباط طردي وذات دلالة إحصائية بين كل من فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، والملكية المؤسسية، وحجم الشركة وبين مستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)، عند مستوى معنوية 1%.
- وجود ارتباط طردي وذات دلالة إحصائية بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)، عند مستوى معنوية 10%، مما يدل على أنه كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي أدى ذلك إلى زيادة مستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول).
- يوجد ارتباط عكسي وذات دلالة إحصائية بين كل من استقلالية مجلس الإدارة، والملكية الإدارية، وحجم مجلس الإدارة، ومعدل العائد على الأصول وبين مستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)، عند مستوى معنوية 1%.
- توجد علاقة ارتباط موجبة بين معدل العائد على حقوق الملكية ومستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)، لكنها غير معنوية، حيث بلغت قيمة P-value لمعدل العائد على حقوق الملكية (0.2872).
- وجود ارتباط طردي وذات دلالة إحصائية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، والملكية المؤسسية، ومستوى التحفظ المحاسبي، وحجم الشركة وبين مستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية)، عند مستوى معنوية 1%.
- يوجد ارتباط عكسي وذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة، وحجم مجلس الإدارة، ومعدل العائد على الأصول وبين مستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية)، عند مستوى معنوية 1%.
- يوجد ارتباط عكسي وذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية)، عند مستوى معنوية 5%.

- توجد علاقة ارتباط موجبة بين معدل العائد على حقوق الملكية ومستوى المديونية (إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية)، لكنها غير معنوية، حيث بلغت قيمة P-value لمعدل العائد على حقوق الملكية (0.3535).
- وجود ارتباط طردي وذات دلالة إحصائية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، ومستوى التحفظ المحاسبي عند مستوى معنوية 1%.
- يوجد ارتباط عكسي وذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية ومستوى التحفظ المحاسبي، عند مستوى معنوية 5%.
- توجد علاقة ارتباط موجبة بين كل من استقلالية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، وبين مستوى التحفظ المحاسبي، لكنها غير معنوية، حيث بلغت قيمة P-value لكل منهما (0.144)، (0.5547) على الترتيب.

من خلال مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix)، والعرض السابق للارتباطات بين متغيرات البحث، يمكن الإشارة إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، حيث لا توجد معاملات ارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض تزيد عن 80%، حيث أن أكبر قيمة للارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض تساوى (0.718) والتي تربط بين الملكية الإدارية والملكية المؤسسية.

رابعاً: تحليل المسار ونتائج اختبار فروض الدراسة

يعكس الجدولين رقم (5 و6) نتائج تحليل المسار التي تم التوصل إليها عبر برنامج STATA V.17، وذلك من خلال اختبار نموذجين هيكليين على مستوى شركات العينة خلال فترة البحث. يتمثل النموذج الأول (SEM1): في اختبار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) ومستوى المديونية معبراً عنها بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وذلك من خلال توسيط التحفظ المحاسبي. بينما يكمن النموذج الثاني (SEM2) في اختبار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) ومستوى المديونية معبراً عنها بإجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية وذلك من خلال توسيط التحفظ المحاسبي. كما يعتبر استخدام النموذجين الهيكليين في اختبار فروض البحث بمثابة أحد أشكال تحليل الحساسية، مما يعكس قوة نتائج الدراسة. ويوضح الجدولين رقم (5 و6) التاليين نتائج تحليل المسار واختبار فروض البحث.

جدول (5): نتائج تحليل المسار للتحصين الإداري والتحفظ المحاسبي على مستوى المديونية

المسارات والمتغيرات المفسرة Paths	الرمز Code	مستوى المديونية LEV1	مستوى المديونية LEV2
مستوى المديونية	LEV1		
التحفظ المحاسبي	ACONS	.0166587 0.009***	.1808038 0.000***
فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه	CEOTEN	.0046675 0.004***	.0214626 0.011***
استقلالية مجلس الإدارة	BIND	-.1382271 0.001***	-.6859673 0.002***
الملكية الإدارية	MOWN	-.0028684 0.962	.0853979 0.783
الملكية المؤسسية	IOWN	.0972811 0.002***	.372019 0.018***
حجم الشركة	FSIZE	.0252652 0.000***	.1306066 0.000***
حجم مجلس الإدارة	BSIZE	-.0046698 0.113	-.0274343 0.071*
معدل العائد على الأصول	ROA	-2.682295 0.000***	-9.83728 0.000***
معدل العائد على حقوق الملكية	ROE	1.181021 0.000***	4.168274 0.000***
عدد المشاهدات	Obs	816	816
معامل التحديد	R ²	.3970806	.2727225

تنويهات: *، **، *** تشير إلى مستوى المعنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب. كما أن قيم معاملات المسارات (Paths Coefficients) بالأعلى وقيمة مستوى المعنوية P-value بالأسفل، وتشير الإشارة السالبة إلى وجود علاقة عكسية بينما تشير الإشارة الموجبة إلى وجود علاقة طردية.

ويمكن للباحثين استخلاص وتحليل نتائج اختبار فروض البحث، وذلك على النحو التالي:

1- تحليل ومناقشة نتائج المسار المباشر بين التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في

منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) ومستوى المديونية

1-1 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الرئيسي الأول للبحث

يستهدف الفرض الرئيسي الأول للبحث اختبار العلاقة المباشرة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية من خلال أربعة فروض فرعية على مستوى آليات التحصين الإداري والمتمثلة في (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) وفقاً لما يلي:

1-1-1 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الأول

يركز الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الأول على اختبار العلاقة المباشرة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية. وفي ضوء ما قد ورد بالجدول رقم (5). يتبين من نتائج تحليل المسار المباشر بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية، سواء باستخدام النموذج الأول SEM1 أو النموذج الثاني SEM2 وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية (عند مستوى معنوية 1%) بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية، مع الإشارة إلى أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لمدى استقرار وثبات هذه النتيجة من خلال تغيير المقياس المستخدم للتعبير عن مستوى المديونية.

كما تتفق النتيجة السابقة التي توصل لها الباحثون مع ما أشارت إليه دراسة (Simsek, 2007) أن فترة عمل الرئيس التنفيذي الطويلة تعكس شبكات وتحالفات قوية مع أصحاب المصلحة المهمين الذين يسمحون للرئيس التنفيذي بتكوين وتعزيز ودعم المبادرات المحفوفة بالمخاطر مثل زيادة الديون. أيضاً تتسق النتيجة السابقة مع ما خلصت إليه العديد من الأدبيات السابقة (Pokhel, 2013; Pascal Ndaki1 et al., 2018; Kaur and Singh, 2021; Le et al., 2025).

لذا في ضوء ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الأول في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية للشركات المساهمة المصرية. ووفقاً لنتائج آلية فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه توجد علاقة موجبة بين التحصيل الإداري ومستوى المديونية.

1-1-2 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الأول

يهدف الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الأول إلى اختبار العلاقة المباشرة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية. وفقاً لما قد ورد بالجدول رقم (5) يتضح من نتائج تحليل المسار المباشر بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية، سواء باستخدام النموذج الأول SEM1 أو النموذج الثاني SEM2 وجود علاقة مباشرة سالبة معنوية (عند مستوى معنوية 1%) بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية، مع ملاحظة أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لمدى استقرار وثبات هذه النتيجة من خلال تغيير المقياس المستخدم للتعبير عن مستوى المديونية.

يود أن يشير الباحثون إلى أن النتيجة السابقة التي توصل إليها تتفق مع ما أشارت إليه دراسة (Wen et al., 2002; Kuo et al., 2012) إلى وجود علاقة سالبة بين أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين ومستوى الديون، حيث تميل الشركة إلى أن يكون لديها مستوى أقل من الديون في حالة

زيادة عدد المديرين الخارجيين، لتحقيق أفضل أداء من خلال تقليل مخاطر الشركة. كما تتفق أيضاً النتيجة السابقة مع نتائج دراسة كلاً من (Almania, 2017; Zhao and Zou, 2015).

لذلك في ضوء ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الأول في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية للشركات المساهمة المصرية. وحيث أن الباحث يستخدم آلية استقلالية مجلس الإدارة كآلية عكسية للتحسين الإداري، بالتالي وفقاً لنتائج آلية استقلالية مجلس الإدارة توجد علاقة موجبة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية.

3-1-1 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الأول

يبحث الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الأول في اختبار العلاقة المباشرة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية. وعلى النحو الذي قد ورد بالجدول رقم (5). يُلاحظ من نتائج تحليل المسار المباشر بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية، سواء باستخدام النموذج الأول SEM1 أو النموذج الثاني SEM2 عدم معنوية العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية، مع الإشارة إلى أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لمدى استقرار وثبات هذه النتيجة من خلال تغيير المقياس المستخدم للتعبير عن مستوى المديونية.

ويُمكن للباحثين أن يبرروا النتيجة السابقة وفقاً لما توصلت إليه دراسة كلاً من (Shoaib and Yseushi, 2015; Hayat et al., 2018) إلى وصف العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية على أنها علاقة ذات شكل U، حيث أظهرت النتائج أن نسبة المديونية تزداد مع تزايد نسبة الملكية الإدارية إلى حد ما ثم تبدأ بالتناقص مع تزايد نسبة الملكية الإدارية. من خلال ما توصل إليه الباحث، يُمكن قبول فرض العدم احصائياً في صيغته التي تنص على أنه لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية. ومن ثم رفض الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الأول في صيغته البديلة.

4-1-1 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الأول

يتناول الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الأول اختبار العلاقة المباشرة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية. وفي ضوء ما قد ورد بالجدول رقم (5). يُستدل من نتائج تحليل المسار المباشر بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية، سواء باستخدام النموذج الأول SEM1 أو

النموذج الثاني SEM2 وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية (عند مستوى معنوية 1%، 5% على الترتيب) بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية، مع التنويه إلى أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لمدى استقرار وثبات هذه النتيجة من خلال تغيير المقياس المستخدم للتعبير عن مستوى المديونية. ويُمكن تفسير النتيجة السابقة التي توصل لها الباحثون وفقاً لما أشارت إليه دراسة (Ross, 1977) أن الإدارة تستخدم الدين كإشارة إيجابية للأطراف الخارجية حول الأداء الجيد للشركة، وأن الشركات ذات الأداء المالي الجيد من المتوقع أن تصدر المزيد من الديون بسبب القدرة الأفضل على السداد. من ناحية أخرى، تعمل الملكية المؤسسية أيضاً كإشارة جيدة للمستثمرين الخارجيين، حيث يقوم المستثمرون المؤسسيين بمراقبة الإدارة وضبطها بشكل مباشر وزيادة قيمة الشركة. كذلك أشار (La port et al., 2000) أن المستثمرين المؤسسيين الذين يتمتعون بسلطة تصويت كافية قد يضغطوا على قرارات المديرين لعمل توزيعات للأرباح، مما يؤدي على الأرجح إلى الحاجة للتمويل بالدين في المستقبل. أيضاً تتفق النتيجة السابقة التي توصل لها الباحث مع دراسة كل من (Wang, 2009; Hayat et al., 2018; Ji and Zhang , 2020; Shehadeh, M.,) (Alharasis, 2022; Javaid et al., 2023).

لذلك في ضوء ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الأول في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية للشركات المساهمة المصرية. وحيث أن الباحث يستخدم آلية الملكية المؤسسية كآلية عكسية للتحسين الإداري، بالتالي وفقاً لنتائج آلية الملكية المؤسسية توجد علاقة سالبة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية.

وحيث أن الفرض الرئيسي الأول للبحث يستهدف اختبار العلاقة المباشرة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية من خلال الأربعة فروض الفرعية السابقة، وفي ضوء النتائج السابقة لتلك الفروض الفرعية يتضح وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية بين التحسين الإداري ومستوى المديونية، وهو ما يتوافق مع دراسة كل من (John and Litov, 2010; Zhao and Zou,) (2015; Ji and Zhang, 2020; Ampofo and Barkhi, 2023). لذا يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الرئيسي الأول للدراسة في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

2- تحليل ومناقشة نتائج المسار المباشر بين التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) والتحفظ المحاسبي

جدول (6): نتائج تحليل المسار للتحصين الإداري على التحفظ المحاسبي

المسارات والمتغيرات المفسرة Paths	الرمز Code	مستوى المديونية LEV1	مستوى المديونية LEV2
التحفظ المحاسبي	ACONS		
فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه	CEOTEN	.0590816 0.000***	.0590816 0.000***
استقلالية مجلس الإدارة	BIND	.5044501 0.038**	.5044501 0.038**
الملكية الإدارية	MOWN	-1.893224 0.000***	-1.893224 0.000***
الملكية المؤسسية	IOWN	-.4671165 0.051**	-.4671165 0.051**
حجم الشركة	FSIZE	.0463248 0.111	.0463248 0.111
حجم مجلس الإدارة	BSIZE	.0080965 0.674	.0080965 0.674
معدل العائد على الأصول	ROA	2.417447 0.002***	2.417447 0.002***
معدل العائد على حقوق الملكية	ROE	.1851744 0.665	.1851744 0.665
عدد المشاهدات	Obs	816	816
معامل التحديد	R ²	.0853643	.0853643

تنويهات: *، **، *** تشير إلى مستوى المعنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب. كما أن قيم معاملات المسارات (Paths Coefficients) بالأعلى وقيمة مستوى المعنوية P-value بالأسفل، وتشير الإشارة السالبة إلى وجود علاقة عكسية بينما تشير الإشارة الموجبة إلى وجود علاقة طردية.

2-2 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الرئيسي الثاني للبحث

يهتم الفرض الرئيسي الثاني للبحث باختبار العلاقة المباشرة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي من خلال أربعة فروض فرعية كما يلي:

2-2-1 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الثاني

يتناول الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الثاني اختبار العلاقة المباشرة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والتحفظ المحاسبي. وفي ضوء ما قد ورد بالجدول رقم (6). يتبين من نتائج تحليل المسار المباشر بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والتحفظ المحاسبي وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية (عند مستوى معنوية 1%) بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والتحفظ

المحاسبي. كما تتفق النتيجة السابقة التي توصل لها الباحث مع نتائج دراسة كل من (Bangmek, 2020; Sharma and Kaur, 2021؛ سليمان والجوهري، 2023).

لذا في ضوء ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الثاني في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية. ووفقاً لنتائج آلية فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة توجد علاقة مباشرة موجبة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي.

2-2-2 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني

يهدف الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني إلى اختبار العلاقة المباشرة بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي. ومن خلال ما قد ورد بالجدول رقم (6). يتضح من نتائج تحليل المسار المباشر بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية (عند مستوى معنوية 5%) بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي. ويشير الباحث إلى أن النتيجة السابقة التي توصل إليها تتفق مع نتائج دراسة كل من (Nasr and Ntim, 2018؛ سليمان والجوهري، 2023؛ السيد وآخرون، 2024).

لذلك في ضوء ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية. وحيث أن الباحث يستخدم آلية استقلالية مجلس الإدارة كألية عكسية للتحصين الإداري، بالتالي وفقاً لنتائج آلية استقلالية مجلس الإدارة توجد علاقة سالبة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي.

2-2-3 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني

يبحث الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني في اختبار العلاقة المباشرة بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي. وفي ضوء ما قد ورد بالجدول رقم (6). يُلاحظ من نتائج تحليل المسار المباشر بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي وجود علاقة مباشرة سالبة معنوية (عند مستوى معنوية 1%) بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي. وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة كل من (Lafond and Roychowdhury, 2008; Shuto and; Takada, 2010; Pasko et al., 2021).

من خلال ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية. وحيث أن الباحث يستخدم الملكية الإدارية كآلية للتحصين الإداري، بالتالي وفقاً لنتائج الملكية الإدارية توجد علاقة سالبة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي.

2-2-4 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الثاني

يتناول الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الثاني اختبار العلاقة المباشرة بين الملكية المؤسسية والتحفظ المحاسبي. وفي ضوء ما قد ورد بالجدول رقم (6). يُستدل من نتائج تحليل المسار المباشر بين الملكية المؤسسية والتحفظ المحاسبي على وجود علاقة مباشرة سالبة معنوية (عند مستوى معنوية 5%) بين الملكية المؤسسية والتحفظ المحاسبي، وهذه النتيجة تتسق مع ما خلصت إليه دراسة (Noviyanti and Agustina, 2021).

لذلك من خلال ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الثاني في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين الملكية المؤسسية والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية. وحيث أن الباحث يستخدم الملكية المؤسسية كآلية عكسية للتحصين الإداري، بالتالي وفقاً لنتائج الملكية المؤسسية توجد علاقة موجبة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي.

وحيث أن الفرض الرئيسي الثاني للبحث يتناول اختبار العلاقة المباشرة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي من خلال الأربعة فروض الفرعية السابقة، وفي ضوء النتائج السابقة لتلك الفروض الفرعية يتضح وجود علاقة مباشرة معنوية بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي. لذا يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الرئيسي الأول للدراسة في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.

1- تحليل ومناقشة نتائج المسار المباشر بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية

3-3 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الرئيسي الثالث للبحث

يبحث الفرض الرئيسي الثالث للدراسة في اختبار العلاقة المباشرة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية. وفي ضوء ما قد ورد بالجدول رقم (6). يتضح من نتائج تحليل المسار المباشر

بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية، سواء باستخدام النموذج الأول SEM1 أو النموذج الثاني SEM2 وجود علاقة مباشرة موجبة معنوية (عند مستوى معنوية 1%) بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية، مع الإشارة إلى أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لمدى استقرار وثبات هذه النتيجة من خلال تغيير المقياس المستخدم للتعبير عن مستوى المديونية.

ويُمكن تفسير النتيجة السابقة من خلال ما أشارت إليه دراسة (Watts, 2003) أن التحفظ المحاسبي يعتبر من أهم آليات إبرام عقود المديونية باعتباره وسيلة لحماية حقوق الدائنين، حيث أن معايير التحقق من المكاسب تكون أكثر صرامة من معايير التحقق من الخسائر، وينتج عن ذلك أن صافي الأصول والأرباح يكونا أقل عرضة للمبالغة. وبناءً على ذلك، تنخفض تكلفة الاقتراض مع إتاحة إمكانية أكبر للتمويل بالديون. بالإضافة إلى ما سبق، فإن النتيجة السابقة التي توصل لها الباحث تدعم ما ورد في الأدبيات السابقة ذات الصلة التالية (Ahmed et al., 2002; Salama, 2022; Putnam, 2015; Atwa et al., 2022). واستناداً إلى ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الرئيسي الثالث للدراسة في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

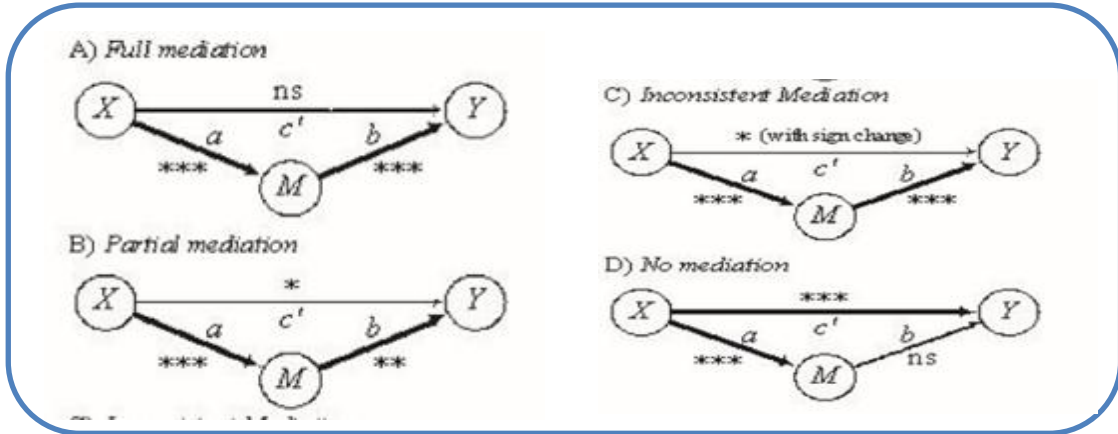
2- تحليل ومناقشة نتائج المسار غير المباشر بين التحسين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) ومستوى المديونية من خلال توسط التحفظ المحاسبي

من أجل توضيح التأثيرات غير المباشرة للمتغير الوسيط (التحفظ المحاسبي) وبيان مدى وجود علاقة وساطة في العلاقة بين التحسين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) ومستوى المديونية. يُود الباحث أن يشير إلى أن دراسة (Baron and Kenny, 1986) ذكرت ثلاثة شروط ضرورية من أجل الادعاء بوجود علاقة وساطة بين المتغير المستقل والمتغير التابع: (1) أن يرتبط المتغير المستقل ارتباطاً وثيقاً بالمتغير التابع. (2) أن يرتبط المتغير الوسيط ارتباطاً وثيقاً بالمتغير التابع. (3) أن تتضاءل العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع عند ادخال المتغير الوسيط في النموذج.

وأشارت دراسة (Little et al., 2007) إلى أن الاعتبار الرئيسي لوجود علاقة وساطة بين المتغير المستقل والمتغير التابع أن يكون المسار غير المباشر من المتغير المستقل إلى المتغير الوسيط إلى المتغير التابع ذات دلالة إحصائية. كما فرقت بين أربعة أنواع للتأثيرات غير المباشرة (الوساطة) تمثلت فيما يلي: (1) الوساطة الكاملة Full Mediation، وتحدث في حالة إذا كان

المسار غير المباشر بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط والمتغير التابع معنوي، بينما المسار المباشر بين المتغير المستقل والتابع غير معنوي. (2) الوساطة الجزئية Partial Mediation، وتحدث في حالة إذا كان المسار غير المباشر بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط والمتغير التابع معنوي، وكذلك المسار المباشر بين المتغير المستقل والتابع معنوي. (3) الوساطة غير المتسقة Inconsistent Mediation، وتحدث في حالة إذا كان المسار غير المباشر بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط والمتغير التابع معنوي، وكذلك المسار المباشر بين المتغير المستقل والتابع معنوي إلا أنه مختلف عن المسار السابق في الإشارة، بمعنى أن يكون أحد المسارات موجب والآخر سالب. (4) عدم وجود وساطة No Mediation، وتحدث في حالة إذا كان المسار غير المباشر بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط والمتغير التابع غير معنوي، بينما المسار المباشر بين المتغير المستقل والتابع معنوي. أو عندما يكون المسار غير المباشر بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط والمتغير التابع غير معنوي، كذلك المسار المباشر بين المتغير المستقل والتابع غير معنوي أيضاً. ويمكن توضيح أنواع الوساطة (التأثيرات غير المباشرة) من خلال الشكل التالي.

شكل (2) أنواع الوساطة (التأثيرات غير المباشرة)



المصدر: (Little et al., 2007)

باستعراض الأنواع المختلفة للتأثيرات غير المباشرة (الوساطة)، يُمكن للباحث تحليل ومناقشة نتائج المسار غير المباشر بين التحصيل الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) ومستوى المديونية من خلال توسيط التحفظ المحاسبي، وذلك وفقاً لما يتضمنه جدول رقم (7).

جدول (7) التأثيرات غير المباشرة بين التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) ومستوى المديونية من خلال توسيط التحفظ المحاسبي

التأثيرات Effects	الرمز Code	مستوى المديونية LEV1	مستوى المديونية LEV2
Indirect Effects			
فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه	CEOTEN	.0009842 0.022**	.0106822 0.000***
استقلالية مجلس الإدارة	BIND	.0084035 0.068*	.0912065 0.041**
الملكية الإدارية	MOWN	-.0315387 0.042**	-.342302 0.004***
الملكية المؤسسية	IOWN	-.0077816 0.141	-.0844564 0.071*

تنويهات: *، **، *** تشير إلى مستوى المعنوية عند 10%، 5%، و1% على الترتيب. كما أن قيم معاملات المسارات (Paths Coefficients) بالأعلى وقيمة مستوى المعنوية P-value بالأسفل، وتشير الإشارة السالبة إلى وجود علاقة عكسية بينما تشير الإشارة الموجبة إلى وجود علاقة طردية.

في ضوء ما سبق يمكن تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الرئيسي الرابع للبحث كما يلي:

4-4 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الرئيسي الرابع للبحث

يستهدف الفرض الرئيسي الرابع للبحث اختبار العلاقات غير المباشرة بين التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) ومستوى المديونية عبر توسيط التحفظ المحاسبي من خلال أربعة فروض فرعية كالتالي:

4-4-1 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع

يركز الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع على اختبار العلاقة غير المباشرة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية من خلال توسيط التحفظ المحاسبي. وفي ضوء ما قد ورد بالجدول رقم (7). يتبين من نتائج تحليل المسار غير المباشر بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية من خلال توسيط التحفظ المحاسبي، سواء باستخدام النموذج الأول SEM1 أو النموذج الثاني SEM2 وجود علاقة غير مباشرة موجبة معنوية (عند مستوى معنوية 5%، 1% على الترتيب) بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية من خلال توسيط التحفظ المحاسبي.

لذا في ضوء ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع في صيغته البديلة التي تنص على أنه يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية. وقياساً على تصنيف (Little et al., 2007) المشار إليه مسبقاً. لأنواع الوساطة، فإن دور التحفظ المحاسبي في العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية يندرج تحت نمط الوساطة الجزئية Partial Mediation، حيث أن المسار غير المباشر بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي معنوي، وكذلك المسار المباشر بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية معنوي. وبما أن فترة بقاء المدير التنفيذي في منصة إحدى آليات التحسين الإداري، بالتالي وفقاً للنتيجة السابقة يوجد دور وسيط موجب للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية.

2-4-4 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع

يهدف الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع إلى اختبار العلاقة غير المباشرة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي. وفقاً لما قد ورد بالجدول رقم (7)، يتضح من نتائج تحليل المسار غير المباشر بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي، سواء باستخدام النموذج الأول SEM1 أو النموذج الثاني SEM2 وجود علاقة غير مباشرة موجبة معنوية (عند مستوى معنوية 10%، 5% على الترتيب) بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية من خلال توسط التحفظ المحاسبي. واستناداً إلى تصنيف (Little et al., 2007) المشار إليه مسبقاً. لأنواع الوساطة، فإن دور التحفظ المحاسبي في العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية يندرج تحت نمط الوساطة غير المتسقة Inconsistent Mediation، إذ أن المسار غير المباشر بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي معنوي موجب، بينما المسار المباشر بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية معنوي سالب أي أنه مختلف عن المسار السابق في الإشارة.

لذلك في ضوء ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع في صيغته البديلة التي تنص على أنه يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية في الشركات

المساهمة المصرية. وحيث أن الباحث يستخدم آلية استقلالية مجلس الإدارة كآلية عكسية للتحسين الإداري، بالتالي وفقاً للنتائج السابقة يوجد دور وسيط سالب للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية.

3-4-4 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع

يبحث الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع في اختبار العلاقة غير المباشرة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية من خلال توسط التحفظ المحاسبي. وعلى النحو الذي قد ورد بالجدول رقم (7). يُلاحظ من نتائج تحليل المسار غير المباشر بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي، سواء باستخدام النموذج الأول SEM1 أو النموذج الثاني SEM2 وجود علاقة غير مباشرة سالبة معنوية (عند مستوى معنوية 5%، 1% على الترتيب) بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية من خلال توسط التحفظ المحاسبي. وبناءً على تصنيف (Little et al., 2007) المشار إليه مسبقاً. لأنواع الوساطة، فإن دور التحفظ المحاسبي في العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية يندرج تحت نمط الوساطة الكاملة Full Mediation، حيث أن المسار غير المباشر بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي معنوي سالب، بينما المسار المباشر بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية غير معنوي.

من خلال ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض عدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع في صيغته البديلة التي تنص على أنه يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية. وحيث أن الباحث يستخدم الملكية الإدارية كآلية للتحسين الإداري، بالتالي وفقاً للنتائج السابقة يوجد دور وسيط سالب للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية.

4-4-4 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الرابع

يتناول الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الرابع اختبار العلاقة غير المباشرة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي. وفي ضوء ما قد ورد بالجدول رقم (7). يُستدل من نتائج تحليل المسار غير المباشر بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية من خلال توسط التحفظ المحاسبي، وجود علاقة سالبة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية عبر توسط التحفظ المحاسبي باستخدام النموذج الأول SEM1 لكنها غير معنوية، في حين توجد علاقة

سالبة معنوية (عند مستوى معنوية 10%) بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية عبر توسيط التحفظ المحاسبي باستخدام النموذج الثاني SEM2.

واستناداً إلى تصنيف (Little et al., 2007) المشار إليه مسبقاً. لأنواع الوساطة، فإن دور التحفظ المحاسبي في العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية باستخدام النموذج الثاني SEM2 يندرج تحت نمط الوساطة غير المتسقة Inconsistent Mediation، إذ أن المسار غير المباشر بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية عبر توسيط التحفظ المحاسبي معنوي سالب، بينما المسار المباشر بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية معنوي موجب أي أنه مختلف عن المسار السابق في الإشارة. بينما دور التحفظ المحاسبي في العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية باستخدام النموذج الأول SEM1 يندرج تحت نمط عدم وجود وساطة No Mediation، حيث أن المسار غير المباشر بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية عبر توسيط التحفظ المحاسبي غير معنوي، بينما المسار المباشر بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية معنوي.

لذلك في ضوء ما توصل إليه الباحثون، يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الفرعي الرابع في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية للشركات المساهمة المصرية وفقاً للنموذج الثاني SEM2. على النقيض من ذلك يتم قبول فرض العدم احصائياً وفقاً للنموذج الأول SEM1 وحيث أن الباحث يستخدم آلية الملكية المؤسسية كآلية عكسية للتحسين الإداري، بالتالي وفقاً للنتائج السابقة يوجد دور وسيط موجب للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية وفقاً للنموذج الثاني SEM2.

وحيث أن الفرض الرئيسي الرابع للبحث يستهدف اختبار العلاقة غير المباشرة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية عبر توسيط التحفظ المحاسبي من خلال الأربعة فروض الفرعية السابقة، وفي ضوء النتائج السابقة لتلك الفروض الفرعية يتضح وجود دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية. لذا يُمكن رفض فرض العدم احصائياً، ومن ثم قبول الفرض الرئيسي الرابع للدراسة في صيغته البديلة التي تنص على أنه يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحسين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

ويوضح الجدول التالي رقم (8) ملخصاً لنتائج اختبارات فروض البحث التي تم التوصل لها في ضوء نتائج التحليل السابق عرضها.

جدول رقم (8) ملخص نتائج اختبارات فروض البحث

SEM2	SEM1	الفروض
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (1): لا توجد علاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (1-1): لا توجد علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية في شركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (2-1): لا توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
تم قبول الفرض	تم قبول الفرض	ف (3-1): لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (4-1): لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية في شركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (2): لا توجد علاقة بين التحصين الإداري والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (1-2): لا توجد علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (2-2): لا توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (3-2): لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (4-2): لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية والتحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (3): لا توجد علاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (1-4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (2-4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم رفض الفرض	ف (3-4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.
تم رفض الفرض	تم قبول الفرض	ف (4-4): لا يوجد دور وسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

القسم الخامس: الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج، يرى الباحثون أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تُشكل أساساً لبحوث أو دراسات مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلي:

- (1) إن أحد حدود البحث هو استبعاد البنوك وشركات التأمين، نظراً لما لهم من طبيعة خاصة (اختلاف القواعد والممارسات المحاسبية الخاصة بهم)، لذا يُمكن دراسة الدور الوسيط للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التحصين الإداري ومستوى المديونية في الشركات المالية المصرية.
- (2) استخدام مقاييس أخرى للتحصين الإداري، من خلال استخدام مؤشر لقياس التحصين الإداري بشكل مجمل. كذلك استخدام مقاييس أخرى للتحفظ المحاسبي.
- (3) دراسة تأثير التحصين الإداري على التحفظ المحاسبي وانعكاس ذلك على إدارة الأرباح.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

أبو الخير، مدثر طه السيد. (2008). المنظور المعاصر للتحفظ المحاسبي بالتطبيق على الشركات المتداولة في سوق الأسهم المصرية. *مجلة التجارة والتمويل*، جامعة طنطا، المجلد (28)، العدد (1): 1-63.

الحبشي، هناء عبد القادر. (2023). أثر تركيز الملكية والملكية المؤسسية على العلاقة بين التحسين الإداري والتحفظ المحاسبي- دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنوفية، المجلد (49)، العدد (2): 71-150.

السيد، أميرة حامد. (2018). دراسة تأثير التحفظ المحاسبي على محددات جودة الأرباح ومستوى الديون: بالتطبيق على شركات قطاع الموارد الأساسية المدرجة بسوق المال السعودي. *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد (5)، العدد (1): 417-468.

السيد، محمد صابر حمودة، وسرور، عبير عبد الكريم إبراهيم، والسيد، مروة صابر حمودة. (2024). الأثر التفاعلي بين تغطية المحللين الماليين وآليات التحسين الإداري على مستوى التحفظ المحاسبي. دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، المجلد (5)، العدد (1): 103-160.

العازمي، فهد مسلم وسمي، والحمودي، إيمان عبد الفتاح، والطحان، إبراهيم محمد. (2024). أثر هيكل الملكية الإدارية على مستوى التحفظ المحاسبي: دراسة تطبيقية على البيئة الكويتية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، المجلد (10)، العدد (18): 955-992.

العتار، حسن عبد الحميد. وفارس، دعاء أحمد. وإبراهيم، صفاء محمد عبد السلام. (2020). أثر كثافة رأس المال على العلاقة بين الرافعة المالية والتعثر المالي بالتطبيق على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية: دراسة إمبريقية. *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد (42)، العدد (1): 16-54.

الفضل، مؤيد محمد علي. (2019). العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في ضوء الخصائص المالية للشركة دراسة حالة الأردن. *مجلة جامعة الشارقة للعلوم الانسانية والاجتماعية*، المجلد (16)، العدد (1B): 31-403.

حسين، دعاء رياض حسين. (2023). أثر غموض الأرباح على العلاقة بين استخدام الشركات سياسات مالية متحفظة وسيولة الأسهم وانعكاسه على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية. رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.

سليمان، حامد نبيل حامد، والجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم. (2023). آليات التحصين الإداري وعلاقتها بمستوى التحفظ المحاسبي: أدلة عملية من البيئة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، المجلد (4)، العدد (1): 867-819.

صالح، أبو الحمد مصطفى عثمان. وعبد المجيد، محمد عزام أحمد. ومحمد، أكرم خليفه أحمد. (2023). أثر التحفظ المحاسبي في هيكل آجال الديون ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية. *مجلة البحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، المجلد (24)، العدد (1): 316-263.

طه، دينا محمود عبد الله. (2023). استخدام نموذج العمليات الشرطية في تفسير العلاقة السببية بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال: دراسة إمبريقية. *رسالة دكتوراه غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عبد المنعم، ريم محمد محمود. (2021). العلاقة بين التحصين الإداري وجودة الأرباح. دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة جامعة قناة السويس، المجلد (3)، العدد (2): 75-1.

عفيفي، هلال عبد الفتاح. (2017). أثر التحصين الإداري وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة. دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد (39)، العدد (1): 442-339.

علوان، محمد فؤاد. (2020). تأثير تحصين الإدارة على الأداء المالي واستمراريته: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *رسالة دكتوراه غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

ثانياً: المراجع الأجنبية

Abd-Elmageed, M. H., and Abdel Megeid, N. S. (2020). Impact of CEO Duality, Board Independence, Board Size and Financial Performance on Capital Structure using Corporate Tax Aggressiveness as a Moderator. *Accounting Thought*, 24(4), 724-759.

Abdul, A., and Adelabu, I. T. (2015). Impact of financial leverage on firm performance: Evaluation of total Nigeria Plc. *International Journal of Science Commerce and Humanities*, 3(6), 91-119.

Accounting Standards Board (ASB), 1999, "Statement of Principles for Financial Reporting, December 1999 Statement: ASB. Available at: <http://www.asb.com.au>.

- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., and Stanford- Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder- shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890.
- Almania, O. (2017). Board of director independence and financial leverage in the absence of taxes. *International Journal of Economics and Finance*, 9(4), 90-94.
- Ampofo, A., and Barkhi, R. (2023). Impact of Managerial Entrenchment on Financial Flexibility and Leverage of Small Public Firms: Policy Implications for Global Economic Crisis. Available at [SSRN 4358962](https://ssrn.com/abstract=4358962), 2023.
- Atwa, R., Bsoul, R., Kharabsheh, B., and Azzam, M. (2022). The Association between Accounting Conservatism and Cash Holding, Dividends and Leverage. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 11(4), 203-213.
- Bahodirovich, K. B. (2024). FINANCIAL LEVERAGE RATIOS AND ANALYSIS. *Ethiopian International Journal of Multidisciplinary Research*, 11(11), 418-426.
- Bangmek, R. (2020). Dual Entrenchment and Accounting Conservatism: CEO Turnover and Family Firms. *Business Administration Journal*, 166, 82-103.
- Baron, R. M., and Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings¹. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.
- Baulkaran, V. (2014). Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(1), 70-81.
- Beaver, W. H., and Ryan, S. G. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of accounting research*, 38(1), 127-148.

- Beaver, W. H., and Ryan, S. G. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 269-309.
- Bebchuk, L., Cohen, A., and Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of financial studies*, 22(2), 783-827.
- Berger, P. G., Ofek, E., and Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- Board, F. A. S. (1980). Statement of financial accounting concepts No. 2: qualitative characteristics of accounting information. *Stamfort, CT: FASB*. Available at: <https://www.fasb.org/>.
- Boshnak, H. A. (2024). The impact of corporate governance and ownership structure on the capital structure decisions of Saudi listed firms. *Journal of Management and Governance*, 1-30.
- 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.
- Chen, L. H., Folsom, D. M., Paek, W., and Sami, H. (2014). Accounting conservatism, earnings persistence, and pricing multiples on earnings. *Accounting Horizons*, 28(2), 233-260.
- Chung, C. Y., and Wang, K. (2014). Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure. *The North American Journal of Economics and Finance*, 30, 203-233.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- De Jong, A., and Veld, C. (2001). An empirical analysis of incremental capital structure decisions under managerial entrenchment. *Journal of Banking and Finance*, 25(10), 1857-1895.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of management Review*, 15(3), 369-381.

- Donaldson, L., and Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.
- Duong, H. K., Wu, Y., Schiehl, E., and Yao, H. (2024). Environmental and social disclosure, managerial entrenchment, and investment efficiency. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2024.100435>.
- Elhabashy, H. (2023). The impact of business strategies and managerial entrenchment on stock price crash risk in Egypt. *Scientific Journal of Commercial Research*, 48(1), 137-181.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political Economy*, 88(2), 288-307.
- Florackis, C., and A. Ozkan. 2009. The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data. *European Financial Management* 15 (3): 497–528.
- Gharbi, M., and Jarboui, A. (2024). Managerial entrenchment, corporate social responsibility and the moderating effect of dividend policy: empirical evidence from French listed companies. Available at: <https://www.emerald.com/insight/1754-243X.htm>.
- Givoly, D., and Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of accounting and economics*, 29(3), 287-320.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The economics of information and uncertainty* (p. 107-140). *University of Chicago Press*. Available at: <chromeextension://efaidnbnmnibpcjpcglclefindmkaj/https://www.nber.org/system/files/chapters/c4434/c4434.pdf>.
- Gujarati, D. N., (2003), "Basic Econometrics|| ,4th Edition, *McGraw Hill*,

- Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555.
- Harris, M., and Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86.
- Hayat, M., Yu, Y., Wang, M., and Jebran, K. (2018). Impact of managerial and institutional ownership on capital structure: a comparison between China and USA. *European Journal of Business and Management*, 10(24), 69-80.
- Hill, C. W., and Phan, P. (1991). CEO tenure as a determinant of CEO pay. *Academy of Management Journal*, 34(3), 707-717.
- Hu, J., Long, W., Tian, G. G., and Yao, D. (2020). CEOs' experience of the Great Chinese Famine and accounting conservatism. *Journal of Business Finance and Accounting*, 47(9-10), 1089-1112.
- International Accounting Standards Board (IASB). (1989). Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements. International Accounting Standards Committee Foundation, London. Available at: <https://www.iasb.org/>.
- International Financial Reporting Standards (IFRS), 2004, Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statement, London: IASCF. Available at: <https://www.ifrs.org/>.
- Jadiyappa, N., and Hickman, L. E. (2025). Creditors' bankruptcy rights and accounting conservatism: Evidence from a quasi-natural experiment. Available at: <http://www.elsevier.com/locate/bar>.
- Janakiraman, S., Radhakrishnan, S., and Tsang, A. (2010). Institutional investors, managerial ownership, and executive compensation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(4), 673-707.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., and Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.

- Ji, S., Mauer, D. C., and Zhang, Y. (2020). Managerial entrenchment and capital structure: The effect of diversification. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101505.
- John, K., and Litov, L. (2010). Managerial entrenchment and capital structure: new evidence. *Journal of Empirical Legal Studies*, 7(4), 693-742.
- Kachouri, M., Salhi, B., and Jarboui, A. (2020). The impact of gender diversity on the relationship between managerial entrenchment and corporate social responsibility: evidence from UK companies. *Journal of Global Responsibility*, 11(3), 197-217.
- Kalyanaraman, L., and Altuwaijri, B. (2016). The linkage between excess board independence and capital structure: An exploration in the context of listed companies in Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance and Banking*, 6(3), 129-144.
- Kang, T., Lobo, G. J., and Wolfe, M. C. (2017). Accounting conservatism and firm growth financed by external debt: The role of debt maturity. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(2), 182-208.
- Kaur, R., and Singh, B. (2021). The Impact of CEOs' Characteristics on Corporate Leverage: Indian Scenario. *Vision*, 25(4), 428-438.
- Khalifa, M., Trabelsi, S., and Matoussi, H. (2022). Leverage, R&D expenditures, and accounting conservatism: Evidence from technology firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 84, 285-304.
- Khan, M., and Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- Kiran, A. S., and Narender, M. (2021). An Empirical Study on the Relationship Between Institutional Ownership and Capital Structure. *IUP Journal of Corporate Governance*, 20(1), 28-42.
- Kumar, P., and Rabinovitch, R. (2013). CEO entrenchment and corporate hedging: Evidence from the oil and gas industry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(3), 887-917.

- Kuo, H.C., Wang, L.H. and Liu, H.W. (2012). Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Taiwan SMEs. *Review of Economics and Finance*, 2,43-58.
- La Porta, R., Lopez- de- Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lafond, R., and Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 46(1), 101-135.
- Lambert, R. A., and Larcker, D. F. (1985). Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 179-203.
- Lambrecht, B. M., and Myers, S. C. (2008). Debt and managerial rents in a real-options model of the firm. *Journal of Financial Economics*, 89(2), 209-231.
- Le, H. T., Nguyen, T., Hunjra, A. I., Truong, C., and Ntim, C. (2025). CEO characteristics and capital structure dynamics: Evidence from a transitional economy. *Emerging Markets Review*. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101231>.
- Li, Q. (2007). Study on the influence of institutional ownership on capital structure of china listed companies. Available at: DOI: [10.1109/WICOM.2007.984](https://doi.org/10.1109/WICOM.2007.984)
- Little, T. D., Card, N. A., Bovaird, J. A., Preacher, K. J., and Crandall, C. S. (2007). Structural equation modeling of mediation and moderation with contextual factors. *Modeling contextual effects in longitudinal studies*, 1(1), 207-230.
- Luo, J. H., Wan, D. F., and Cai, D. (2012). The private benefits of control in Chinese listed firms: Do cash flow rights always reduce controlling shareholders' tunneling? *Asia Pacific Journal of Management*, 29(2), 499-518.
- Mishra, S., Thenissery, P., and Abhishek, R. (2023). A Study on the Anti-Takeover Defence Strategies used by the Corporates at the Time of Mergers and Acquisitions. *Ushus Journal of Business Management*, 22(1), 41-53.

- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Mueller, E., and Spitz- Oener, A. (2006). Managerial ownership and company performance in German small and medium- sized private enterprises. *German Economic Review*, 7(2), 233-247.
- Muhammad, H., Paolone, F., and Migliori, S. (2025). Board gender diversity and accounting conservatism: the role of corporate social responsibility. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 16(1), 107-136.
- Nainggolan, B. M., Surachman, S., Aisjah, S., and Sumiati, S. (2024, February). Managerial ownership and company characteristics as determinants of capital structure. In *International Conference on Applied Science and Technology on Social Science*. Available at : [DOI:%2010.1109/ICMSS.2009.5301082](https://doi.org/10.1109/ICMSS.2009.5301082).
- Nasr, M. A., and Ntim, C. G. (2018). Corporate governance mechanisms and accounting conservatism: evidence from Egypt. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(3), 386-407.
- Niu, X. (2008). Theoretical and practical review of capital structure and its determinants. *International Journal of Business and Management*, 3(3), 133-139.
- Noviyanti, A., and Agustina, L. (2021). Factors Affecting Accounting Conservatism in Indonesia. *Accounting Analysis Journal*, 10(2), 116-123.
- Pascal Ndaki1, D., Atle Beisland, L., and Mersland, R. (2018). Capital structure and CEO tenure in microfinance institutions. *Strategic Change*, 27(4), 329-337.
- Pasko, O., Chen, F., Birchenko, N., and Ryzhikova, N. (2021). Corporate governance attributes and accounting conservatism: Evidence from China. *Studies in Business and Economics*, 16(3), 173-189.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). The external control of organizations: A resource-dependency perspective Harper & Row New York USA.

- Pokharel, P. R. (2013). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision: A Case of Nepal. Pokharel PR (2013) Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision: A Case of Nepal. *Nrb Economic Review*, 25, (2), 78-89.
- Qiao, L., Adegbite, E., & Nguyen, T. H. (2024). CFO overconfidence and conditional accounting conservatism. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62(1), 1-37.
- Ramalingegowda, S., and Yu, Y. (2021). The role of accounting conservatism in capital structure adjustments. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 36(2), 223-248.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Ruch, G. W., and Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34(1), 17-38.
- Salama, F. M., and Putnam, K. (2015). Accounting conservatism, capital structure, and global diversification. *Pacific Accounting Review*, 27(1), 119-138.
- Salehi, M., Ghanbari, E., and Orfizadeh, S. (2021). The relationship between managerial entrenchment and accounting conservatism. *Journal of Facilities Management*, 19(5), 612-631.
- Salehi, M., Ghasemi Sarnish, T., and Rababah, A. (2025). The relationship between financial statement comparability and accounting conditional and unconditional conservatism. Available at: <https://www.emerald.com/insight/2443-4175.htm>.
- Setia- Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family controlled firms: The impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), 128-142.
- Shaheen, S., and Malik, Q. A. (2012). The impact of capital intensity, size of firm and profitability on debt financing in textile industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), 1061-1066.

- Sharma, M., and Kaur, R. (2021). Accounting conservatism and corporate governance: evidence from India. *Journal of Global Responsibility*, 12(4), 435-451.
- Shehadeh, M., Alharasis, E. E., Haddad, H., and Hasan, E. F. (2022). The impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Jordanian industrial companies. *Wseas Transactions on Business and Economics*, 19, 361-75.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Shoaib, K., and Yasushi, S. (2015). Capital structure and managerial ownership: Evidence from Pakistan. *Business and Economic Horizons* (BEH), 11(2), 131-142.
- Short, H., Keasey, K., and Duxbury, D. (2002). Capital structure, management ownership and large external shareholders: a UK analysis. *International Journal of the Economics of Business*, 9(3), 375-399.
- Shuto, A., and Takada, T. (2010). Managerial ownership and accounting conservatism in Japan: A test of management entrenchment effect. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(7- 8), 815-840.
- Simsek, Z. (2007). CEO tenure and organizational performance: An intervening model. *Strategic Management Journal*, 28(6), 653-662.
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Thakolwiroj, C., and Sithipolvanichgul, J. (2021). Board characteristics and capital structure: evidence from Thai listed companies. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 861-872.
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., and Kweh, Q. L. (2015). Upper echelon theory revisited: The relationship between CEO personal characteristics and financial leverage decision. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 195, 686-694.

- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., and Kweh, Q. L. (2016). Managerial overconfidence and leverage decision. The moderating effect of human governance in Malaysia. *Journal for Global Business Advancement*, 9(1), 38-51.
- Titman, K. and Martin, (2014), “Financial Management Principles and Applications”,
- Wang, Y. (2009). Institutional Ownership and Capital Structure--Evidence from China Listed Companies. *In 2009 International Conference on Management and Service Science* (1-4). IEEE. Available at: [DOI: 10.1109/ICMSS.2009.5301082](https://doi.org/10.1109/ICMSS.2009.5301082).
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting horizons*, 17(3), 207-221.
- Wen, Y., Rwegasira, K., and Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. Corporate Governance: *An International Review*, 10(2), 75-83.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., and Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.
- Zhao, Y., and Zou, L. (2015). Do entrenched managers prefer bond. *International Review of Business Research Paper*, 11, 43-59.

The Mediating Role of Accounting Conservatism in the Relationship Between Managerial Entrenchment and Debt: An Empirical Study on Egyptian Joint Stock Companies

Abstract

This research aims to examine the mediating role of accounting conservatism in the relationship between managerial entrenchment and Debt. The study employs a sample of Egyptian joint stock companies, comprising 102 firms during the period from 2016 to 2023, amounting to a total of (816) observations. Managerial entrenchment is measured using four mechanisms: CEO tenure, board independence, managerial ownership, and institutional ownership. accounting conservatism is assessed using the model developed by Beaver and Ryan (2000), while Debt is measured through two ratios: total debt to total book value of assets and total debt to total equity. The study utilizes structural equation modeling (SEM) with path analysis to test the proposed relationships. the findings reveal a significant direct relationship between managerial entrenchment and Debt. Specifically: CEO tenure and institutional ownership have a significant positive direct effect on debt. Board independence has a significant negative direct effect on debt. Managerial ownership does not exhibit a significant direct relationship with debt. Additionally, the results indicate a significant direct relationship between managerial entrenchment and accounting conservatism, where: CEO tenure and board independence have a significant positive direct effect on accounting conservatism. Managerial ownership and institutional ownership have a significant negative direct effect on accounting conservatism. Furthermore, a significant positive association is found between accounting conservatism and Debt. Finally, the study provides evidence of a partial mediating role of accounting conservatism in the relationship between managerial entrenchment and Debt. Specifically: CEO tenure and board independence have an indirect positive significant effect on debt through accounting conservatism. Managerial ownership and institutional ownership have an indirect negative significant effect on debt through accounting conservatism.

Keywords

Managerial entrenchment, CEO tenure, Board independence, Managerial ownership, Institutional ownership, Accounting conservatism, Debt.