

العلاقة بين وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة  
والرفع المالي

" دراسة إمبريقية على شركات المساهمة المصرية "

إعداد

شيماء فكري مهني

هلال عبدالفتاح عفيفي

مدرس المحاسبة

أستاذ المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

وعميد كلية التجارة-جامعة الزقازيق

ناهد فريد شوقي محمد

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

## ملخص

في دراسة إمبريقية استهدفت الباحثة اختبار العلاقة بين وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة والرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية من ناحية مدى وجود وتأثير اتصال المصرفيين في مجلس الإدارة في الشركات ذات المستويات المختلفة من الرفع المالي، وتمثلت عينة الدراسة في 78 شركة مساهمة مصرية غير مالية ومقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية والتي تنتمي إلى قطاعات مختلفة خلال فترة الدراسة وذلك في الفترة من 2014 حتى 2017. وقد تم قياس وجود المصرفيين كأعضاء في مجلس الإدارة بنسبة وجودهم في المجلس مقارنة بباقي الأعضاء داخل المجلس، أما بالنسبة للرفع المالي فيتم قياسه بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، واعتمدت الدراسة على عدة متغيرات ضابطة ومنها حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة ومعدل العائد على الأصول. أيدت النتائج وجود علاقة سالبة ودالة إحصائية عند مستوى معنوية 10% بين وجود المصرفيين في مجلس الإدارة ومستوى الرفع المالي، وهو ما يتفق مع دراستي *Byrd & Mizruchi, 2005 ; Kroszner & Strahan*، وفي حين أنه يختلف دراسة *Matos & Mergulhao, 2015* التي أيدت وجود علاقة موجبة، وتفسر ذلك الباحثة بأهمية عضوية المصرفيين بمجلس الإدارة كألية رقابية للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات نتيجة لوجود صراع في سلوكهم لتضارب مصالحهم مع المستثمرين في المجلس على منصب مجلس الإدارة كوسيلة للتطوير، فينعكس ذلك على زيادة ثقة المستثمرين وبالتالي رفع القيمة السوقية لأسهم الشركة، وتوفير قنوات تمويل إضافية مع إمكانية الحصول على مصادر تمويل بأقل تكلفة. علاوة على أن المصرفيين هم الأكثر دراية بألية التمويل من خلال الاقتراض، وتخفيض تكلفة القروض والفوائد المترتبة على الاقتراض. مع معرفة مدى قدرتهم على تحديد مقدار رأس المال الخارجي الذي تحتاجه الشركة لرفع نشاطها وبيان أثرهم في معرفة كفاءة الشركة في القدرة على تحمل الدين.

كلمات مفتاحية: مجلس الإدارة، المصرفيون في مجلس الإدارة، مستوى الرفع المالي.

## مقدمة و مشكلة الدراسة

يتمتع الوكيل بميزة معلوماتية يتمكن من خلالها إلقاء اللوم على طبيعة العمل والمتغيرات البيئية، وفي ظل انفصال الملكية عن الإدارة وسيادة تعارض المصالح بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فالوكيل يمتلك معلومات خاصة لا يعلمها المالك عن مستوى جهده ومهاراته الإدارية ويطلق على هذه الحالة حالة عدم تماثل المعلومات "Information Asymmetry" ويقصد بها عدم إمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية حول وضعها المالي وإستراتيجيتها المستقبلية عن الطرف الأخر في الصفقة، وبالتالي يسهم في إيجاد حالة من التباين في القرارات الشرائية والبيعية مما يؤدي إلى ظهور مشكلات الوكالة (حسن، 2009).

واعتبر (عبد النعيم، 2013)، حالة عدم تماثل المعلومات حالة من عدم التأكد حيث يكون فيها عملية إتمام الصفقات (بيع - شراء) غير كفاء نتيجة تمتع أحد أطراف الصفقة بميزة معلوماتية دون غيره من الطرف الأخر عندما يكون طرفي الصفقة أحد الأطراف الداخلية، تلك الميزة قد تتعلق بحجم المعلومات المعلنة، أو تتعلق بتوقيت الإفصاح عن المعلومات.

تخلص الباحثة إلى تعريف عدم تماثل المعلومات على إنه درجة إستفاده أى طرف على حساب الطرف الأخر، يمكن أن يتم من خلال الإستفاده من التوقيت حيث يتم الحصول على المعلومات وإستخدامها قبل نشرها بشكل عام، أو من خلال حجب المعلومات تماماً عن الطرف الثانى، أى الإحتفاظ بها وعدم نشرها بشكل عام. ويمكن القول أن وجود عدم تماثل المعلومات مرتبط أساساً بالتقسيم الشائع للمعلومات إلى معلومات عامة ومعلومات خاصة، ومن هنا ينشأ تعارض في المصالح بين الأطراف والذي بدوره يؤدي إلى ظهور مشكلات الوكالة.

ونتيجة وجود الفجوة المعلوماتية ظهرت حوكمة الشركات للتخفيف من حدة مشكلات الوكالة وتقليص الفجوة بين المالك والمدير الناتجة عن عدم تماثل المعلومات عن طريق ترسيخ الإلتزام بقواعد وآليات الحوكمة داخل الشركة لرقابة تصرفات الإدارة بما يحقق مصالح جميع الاطراف والذي بدوره يحد من تضارب المصالح. ويعتبر مجلس الإدارة أحد الآليات الهامة الحاكمة للمديرين من وجهة نظر حملة الأسهم وذلك لانتخابه من قبلهم بشكل مباشر، ويتولى مجلس الإدارة مهمة الرقابة على المديرين للحد من السلوك الغير مرغوب فيه ووضع استراتيجيات الشركة والتي تهدف إلى تعظيم الارباح ويمكن أن يظهر دور المصرفيين ضمن مجلس الإدارة بما يتوافر لهم من علاقات خارجية تمكنهم من نشر المعلومات للسوق، وحدد (Mace, 1971; Lorsch & Young, 1990) مفهوم المصرفيين كأعضاء في مجلس إدارة الشركات الغير مالية ومجلس إدارة

البنك لتقديم الخبرة المصرفية، والمراقبة الفعلية لإدارة الشركات (James, 1987 ; Williamson, 1988 ; Berger & Udell, 1995 ; Kroszner & Strahan, 2001). وضّحت دراسة (Matos & Mergulhao, 2015) دور المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة كوسطاء للقروض في الشركات ذات مستوى شفافية أقل، ليتفق مع فكرة أن وجود المصرفيين بمجلس الإدارة يقلل من عدم تماثل المعلومات، وذلك لنقلهم للسوق ما يروونه عن قدرة الشركة على تحمل مستويات أعلى من الديون، وأوضحت دراسة (Gomes & Phillips, 2012) أن وجود المصرفيين في مجلس الإدارة يحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويظهر دورهم في الشركات ذات مستوى أقل من الشفافية، أيدت تلك الدراسات (Butler, 2007 ; Mansi & et al., 2011 ; Manolova et al., 2014 ; Ferreira & Matos, 2012; Chuluun et al., 2014) وجود علاقة موجبة بين وجود المصرفيين في مجلس الإدارة على مستوى دين الشركة ويرجع ذلك إلى تقليل عدم تماثل المعلومات. في حين أيدتا دراستي (Kroszner & Strahan, 2001; Byrd & Mizruchi, 2005) وجود تأثير سلبي لعضوية المصرفيين بمجلس إدارة الشركة على الرفع المالي مقيساً بمعدل الدين. الجدير بالذكر أن (Kroszner & Strahan, 2001) أجريا دراسة مقارنة بين البيئتين الأمريكية واليابانية وجاءت النتائج على نحو مختلف في البيئتين، حيث أنه قبل تواجد المصرفيين كأعضاء بمجلس الإدارة كانت العلاقة موجبة بين مجلس الإدارة والرفع المالي بالشركات الأمريكية إلا أنه بعد انضمام المصرفيين تحولت هذه العلاقة لتكون سالبة وهو ما كان مناقضاً للشركات التي تم التطبيق عليها في اليابان حيث كانت العلاقة موجبة في الشركات اليابانية بعد انضمام المصرفيين كأعضاء مجلس الإدارة.

وفي ضوء تباين نتائج البحوث السابقة حول اتجاه العلاقة بين عضوية المصرفيين بمجلس الإدارة والرفع المالي ما بين موجبة وسالبة وعدم وجود علاقة أصلاً، يمكن للباحثة طرح التساؤل التالي:

هل يوجد علاقة بين عضوية المصرفيين في مجلس الإدارة والرفع المالي في شركات المساهمة المصرية؟

هدف الدراسة:

تهدف الدراسة بشكل رئيسي إلى اختبار العلاقة بين عضوية المصرفيين في مجلس إدارة الشركة والرفع المالي في شركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية.

## أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من عدة اعتبارات، أهمها:

1. تسليط الضوء لتقديم دليل إمبريقي للاهتمام بدراسة العلاقة بين وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة وبيان دورهم في الحد من عدم تماثل المعلومات وذلك بالتطبيق على البيئة المصرية.

2. تعد الدراسة الحالية واحدة من البحوث التي لم تلق الاهتمام المناسب من الباحثين في البيئة المصرية رغم أهميتها، حيث اقتصر معظم هذه البحوث على تناول آليات الحوكمة وتفعيلها لبيان الأثر على مستوى الرفح المالي، مما يدعم من دوافع اختبار مثل تلك العلاقة في البيئة المصرية.

3. نتائج هذه الدراسة قد تنعكس بالإيجاب على كلمن المحللين الماليين والمستثمرين ومراجعي الحسابات والمقرضين وغيره ممن حيث ضرورة الحصول على المعلومة الجيدة في الوقت المناسب في حالة إجراء أى تحليل وتقييم للوضع القائم لأى منشأة محل إهتمامهم، وهذا الأمر الذى قد يغير في بعض الأحيان من اتجاهات ورؤي هؤلاء الأطراف للمنشأة.

## الدراسات السابقة

في دراسة إمبريقية تناول (Byrd & Mizruchi, 2005) أثر وجود المصرفيين كأعضاء مجلس الإدارة بالشركة على معدل الدين. اعتمدت الدراسة على استخدام هيكل مجلس الإدارة كمتغير مستقل مقيساً بعدد المصرفيين داخل المجلس سواء المصرفيين الخارجيين كأعضاء مستقلين وليس مستثمرين أو مصرفيين، والمصرفيين المقرضين متمثلين في مصرفيين داخل مجلس الإدارة ويتمثل الغرض الأساسي من وجودهم في الاقتراض. وأيضاً المصرفيين غير المقرضين متمثلين في مصرفيين داخل مجلس الإدارة الغرض الرئيسي من وجودهم ليس مقترن بالحصول على القروض، وأخيراً المستثمرين ممن يمتلكوا 5% أو أكثر من إجمالي الأسهم. أما عن المتغير التابع فتمثل في معدل الدين مقيساً بمعدل الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون والذي يتم احتسابه من خلال الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، والقيمة السوقية للأسهم لإجمالي الأصول.

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، فقد استخدم (Byrd & Mizruchi, 2005) العديد من المتغيرات الضابطة لعل من أبرزها معدل النمو مقيساً بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ورأس المال الداخلي مقيساً بالتغير في الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، وقيمة الضمان المقابل مقيساً بإجمالي أصول الضمانات والمخزون، ودرجة التعثر المالي مقيساً بمقياس (Z)

(score) ، أيضاً من أهم المتغيرات الضابطة المستخدمة حجم الشركة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وخصائص الشركة مقيسةً بنسبة مصروفات البحوث والتطوير إلى المبيعات، وأخيراً حجم التقلب مقيساً بمعدل الانحراف المعياري للعوائد الشهرية للأسهم إلى إجمالي العوائد خلال ثلاث سنوات سابقة.

استخدمت الدراسة عينة مكونة من 500 شركة صناعية أمريكية لعام 1980، وتوافرت البيانات كاملة لعدد 456 شركة تم الحصول منها على 4067 مشاهدة خلال الفترة الزمنية من عام 1982 حتى عام 1984. استخدم (Byrd & Mizruchi, 2005) نموذجي انحدار متعددان بحيث تضمن الأول اختبار أثر وجود المصرفيين كأعضاء مجلس الإدارة على معدل الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول. أما عن نموذج الانحدار الثاني فقد تناول أثر وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس إدارة الشركة على القيمة السوقية للأسهم إلى إجمالي الأصول. أيدت النتائج وجود علاقة سالبة بين وجود المصرفيين المقرضين في مجلس الإدارة ومعدل الديون، ولعل السبب الرئيسي لذلك وجود صراع في سلوكهم نتيجة وجود نوع من تضارب المصالح بينهم وبين المستثمرين في المجلس على منصب مجلس الإدارة كوسيلة للتطوير. كذلك أشارت النتائج أن تقديم المصرفيين الآخرين لشهادات الخبرة لمجلس إدارة الشركة ينتج عنه نوع من التقارب بين دورهم وأدوار المقرضين والمستثمرين خلال الفترة محل الدراسة.

أيضاً في دراسة أجراها كلاً من (Kroszner & Strahan, 2001) هدفت إلى اختبار أثر متابعة المصرفيين في مجلس إدارة الشركة على معدل الدين. وقد استخدمت الدراسة وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة مقيساً بعدد المصرفيين التنفيذيين في مجلس الإدارة كمتغير مستقل، في حين استخدمت الدراسة معدل الدين كمتغير تابع مقيساً بمعدل الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون، ويتمثل في الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، والقيمة السوقية للأسهم إلى إجمالي الأصول. كذلك تضمنت الدراسة عند احتساب المتغير التابع معدل التعامل في الأوراق التجارية ونسبة أوراق الدفع لإجمالي الديون. أما عن المتغيرات الضابطة فتمثلت في حجم الشركة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وخصائص الشركة مقيسةً بنسبة مصروفات البحوث والتطوير إلى المبيعات، وحجم التقلب مقيساً بمعدل الانحراف المعياري للعوائد الشهرية للأسهم إلى إجمالي العوائد خلال سنتين سابقتين. ليس هذا فحسب، وإنما اشتملت المتغيرات الضابطة أيضاً على حجم القروض مقيساً بالنسبة بين القروض قصيرة وطويلة الأجل إلى حجم الأصول الكلي، وقيمة الضمان المقابل مقيسةً بإجمالي أصول الضمانات والمخزون، والأصول الملموسة مقيسةً بنسبة الزيادة في الأصول الملموسة إلى إجمالي الأصول، والأصول السائلة مقيسةً

بمقدار الزيادة في الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول. أيضاً اشتملت النقدية مقيسةً بنسبة النقد والودائع إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد على الأصول مقيساً بنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول، وأخيراً معدل نمو المبيعات مقيساً بنسبة السعر السوقي إلى السعر الدفترى للشركة.

تكونت عينة الدراسة من 500 شركة أمريكية غير مالية وقد اعتمد (Kroszner & Strahan, 2001) على أربعة معايير تمثلت في المبيعات والأرباح، والأصول، والقيمة السوقية لكل شركة كأساس لتصنيف العينة بالاتفاق مع تصنيف (Hallock, 1999:1997) أربعة أماكن مختلفة (USA –Minton – Kaplan – Japan) تمثلت في ثلاثة دول هي الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وألمانيا، وقد اشتملت البيانات على جميع المعلومات المتعلقة بالشركات المستخدمة كعينة للدراسة وخاصة فيما يتعلق بتحديد أي منها لديها أعضاء مصرفيين بمجلس الإدارة. وبتصنيف العينة تبين أنه من ضمن 430 شركة توجد 136 شركة لديهم مصرفيين كأعضاء بمجلس الإدارة قد تم تعيينهم من قبل 102 بنك مختلف. ليس هذا فحسب، وإنما تم التطبيق على 98 شركة قبل وبعد انضمام المصرفيين لمجلس الإدارة وتمثل عدد المشاهدات الإجمالي لهذه الشركات في 191 مشاهدة.

أيدت النتائج أن وجود المصرفيين وترابطهم في مجلس الإدارة يقلل من حدة ظاهرة عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين، كما أيدت النتائج أيضاً أن الرافعة المالية لها أثر على الديون أكبر من أثر وجود المصرفيين داخل مجلس الإدارة. الجدير بالذكر أيضاً، أنه قبل انضمام المصرفيين لمجلس الإدارة توجد علاقة موجبة بين مجلس الإدارة ومعدل الدين في الشركات محل الدراسة. على النقيض، في حالة انضمام المصرفيين كأعضاء مجلس الإدارة أيدت النتائج أن هذه العلاقة تتحول لتكون سالبة في حالة التطبيق على الشركات الأمريكية، أما في حالة التطبيق على الشركات اليابانية فقد كانت العلاقة موجبة.

لاحقاً، اختبر (Matos & Mergulhao, 2015) قدرة نفوذ المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة على تقليل معدل الدين وتعزيز دورهم كوسيط للدين مع فكرة الترابط بين المصرفيين للحد من عدم تماثل المعلومات. تمثل المتغير المستقل في المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة مقيساً بمقاييس إتصال تستخدم في إنتقال المعلومات مثل الدرجة، والتقارب (Sabidussi, 1966)، الترابط (Freeman, 1977). أما عن المتغير التابع فتمثل في الرفع المالي مقيساً بنسبة الدين الكلي إلى إجمالي الأصول. في حين أن المتغير المنظم فتمثل في عدم تماثل المعلومات مقيساً بالموشرات التالية (عمر الشركة، مدى السعر النسبي، خطأ التنبؤات، القيمة التخريدية، وتقلب في إعلانات الأرباح، تشتت توقعات المحللين الماليين). ولتحقيق هدف الدراسة استخدم (Matos & Mergulhao, 2015) العديد من المتغيرات الضابطة مثل حجم مجلس الإدارة مقيساً بعدد أعضاء

مجلس الإدارة، وحجم الشركة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، والأصول الملموسة مقيساً بنسبة الزيادة في الأصول الملموسة إلى إجمالي الأصول. كذلك تتضمن المتغيرات الضابطة معدل العائد على الأصول مقيساً بنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول، ومعدل النمو في المبيعات مقيساً بنسبة السعر السوقي إلى السعر الدفترى للشركة، ومصروفات البحوث والتطوير مقيساً بكونها نسبة من المبيعات، وأخيراً حجم التقلب مقيساً بمعدل الانحراف المعياري للعوائد الشهرية للأسهم إلى إجمالي العوائد.

لاختبار فرضية الدراسة تماستخدام عينة تضم معلومات عن مجالس إدارة لشركات ضمن مؤشر (S&P) مقدارها 1500 شركة أمريكية غير مالية من الفترة 1996 حتى 2013 وتم جمع بيانات أكثر من 11000 عضو/السنة، وملاحظة 15426 مشاهدة/العام. اعتمدت الدراسة على نموذج الإنحدار المتعدد لاختبار أثر وجود المصرفيين ضمن أعضاء مجلس الإدارة على معدل الدين، وتحددت نسبة وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة بمعدل يصل إلى 26,7%. أيدت النتائج وجود علاقة موجبة بين وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس إدارة الشركة وعدم تماثل المعلومات، لقيام المصرفيين بنقل المعلومات وسهولة إتخاذ القرارات الاستثمارية في التوقيت المناسب والتي تهدف إلى تعظيم قيمة الشركة وقيمة الأسهم لصالح المساهمين وبالتالي تقلّ مشكلات الوكالة. أيضاً أيدت النتائج وجود علاقة موجبة بين وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة ومعدل الدين في الشركات ذات مستوي الدين المرتفع. أشارت النتائج أيضاً إلى أن شبكات الإتصال بين المصرفيين ساعدت على ترابط مجلس الإدارة وسهولة تداول المعلومات بين الشركات من خلال قنوات الإتصال بين المديرين مما ساعد في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كذلك كان لحضور المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة أثر موجب على الرفع المالي حيث ارتفع بنسبة 22.6%.

في ظل اختلاف الدراسات السابقة، وبناء على ماورد من تحليلها وتحقيقاً لهذا الهدف سوف تقوم الباحثة بتطوير فرضية الدراسة.

### تطوير فرضية الدراسة

تلعب القرارات الإدارية دوراً هاماً في المحافظة على قيمة الشركة ودعم الربحية واستمرار نموها وذلك ينعكس على المستثمرين في إبرام تعاقدات أفضل (Scott, 1997). إلا أن هذه القرارات في ضوء نظرية الوكالة لن تخلو من تحقيق مصالح المدير (المادية/ المعنوية) حتى وإن كان ذلك على حساب باقى الأطراف. ونتيجة لامتلاك المدير كافة المعلومات عن حال المنشأة والتحكم فيها من (تخصيص موارد - إختيار سياسات محاسبية) في نفس الوقت لا يوفر نفس



الفرصة للملاك مما يتيح له إمكانية إتخاذ تصرفات تحقق رغباته للاستفادة من عدم تماثل المعلومات (Jensen & Mackling, 1979 ؛ أبو العز، 1995). إضافةً إلى أن عملية المراقبة يترتب عليها زيادة في التكاليف التي يتحملها الملاك، والتي قد يكونوا غير مستعدين للتوسع فيها، وبما يتيح فرصة أخرى للمدير لتحقيق مصالحه الشخصية (عبد الحليم، 2019).

في دراسة أجراها (Matos & Mergulhao, 2015) اختبر مدى قدرة المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس إدارة الشركة كوسيط للدين عن طريق معرفة وكشف حلقة الترابط بينهم في ضوء ما يتوافر لديهم من خبرة مصرفية وعلاقات خارجية خاصة بوضع الشركة لتفسر دور المصرفيين كآلية نقل المعلومات ذات الصلة ببناء على سمعتهم الطيبة، لما يتوفر لديهم من معلومات عن الموقف المالي والقيمة المستقبلية للشركة. تنبع أهمية دور المصرفيين انطلاقاً من تفاديهم لقيام المدير بنقل معلومات غير متماثلة إلى السوق من خلال المحللين الماليين الأمر الذي يؤدي إلى مستوى عالٍ من عدم التماثل المعلوماتي، نتيجة لسيطرتهم على المعلومات، وبالتالي يظهر فعالية ومراقبة المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس إدارة الشركة في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الشركة وسوق الائتمان، مما يسمح بالحصول على مستويات مرتفعة من المديونية. تضاربت نتائج البحوث السابقة حول أثر عضوية المصرفيين بمجلس الإدارة على الرفع المالي فقد أيدت دراسة (Tanaka, 2011) وجود أثر معنوي موجب لوجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة وقدرتهم على السماح للشركة بالحصول على تمويل من أسواق تمويل الدين العام مما يؤدي لتخفيضهم من مشكلة عدم تماثل المعلومات. كذلك أيدت دراسة (Sung & Park, 2014) أن وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة يؤدي إلى تخفيض تكلفة القروض وتسهيل إمكانية الحصول عليها ووصول الشركة للأسواق المالية.

على صعيد آخر، أيدت دراسة (Byrd & Mizruchi, 2005) وجود تأثير سلبي لعضوية المصرفيين بمجلس الإدارة على الرفع المالي مقيساً بالدين الكلي إلى إجمالي الأصول، وقد فسر هذا الأثر السلبي بأنه يعود بشكل جوهري لوجود صراع في سلوكهم نتيجة وجود نوع من تضارب المصالح بينهم وبين المستثمرين في المجلس على منصب مجلس الإدارة كوسيلة للتطوير. نتيجة التباين في أثر وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة والرفع المالي يمكن صياغة الفرضية التالية:

يوجد أثر معنوي لعضوية المصرفيين في مجلس الإدارة على الرفع المالي.

الدراسة الإمبريقية

مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع وعينة الدراسة في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وتتمثل عينة الدراسة العملية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية وتم أخذ عينة من الشركات التي يحتوى مجلس إدارتها على أعضاء مصرفيين كمجموعة تفسيرية، وكان إجمالي عدد الشركات 39 شركة ينتموا إلى 12 قطاع مختلف. بينما تم استخدام عينة أخرى من الشركات لا يحتوى مجلس إدارتها على أعضاء مصرفيين كمجموعة ضابطة وكان إجمالي عدد الشركات 39 شركة ينتموا إلى 6 قطاعات مختلفة، وبذلك تصل العينة النهائية إلى 78 شركة على مدار سلسلة زمنية قدرها 4 سنوات، وقد بلغت عدد المشاهدات 312 مشاهدة (4×78 سنوات) خلال الفترة من 2014 حتى 2017.

### قياس متغيرات الدراسة :

#### 1- المتغير التابع

يتضح من فرضية الدراسة أن المتغير التابع يتمثل في مستوى الرفع المالي وفيما يلي عرض لمفهوم وطريقة قياس المتغير التابع في نموذج انحدار الدراسة حيث تم احتسابه من خلال مقياس رئيسي، وهو نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.

ويقصد بالرفع المالي مدى الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة، لذا فهو يعتمد على الإقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية لتمويل عمليات الشركة المالية بهدف تحقيق عائد يترتب عليه زيادة نسبة الرفع المالي (الشيخ، 2008). كما عرفت دراسة (هندي، 2003) الرفع المالي بأنه درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء أكانت قروضاً، أم سندات، أم أسهماً ممتازة مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها.

#### 2- المتغير المستقل

يتضح من فرضية الدراسة أن المتغير المستقل يتمثل في وجود المصرفيين كأعضاء في مجلس الإدارة، وتم قياسه من خلال نسبة وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة إلى إجمالي أعضاء المجلس. حدد (Mace, 1971; Lorsch & Young, 1990) مفهوم المصرفيين كأعضاء في مجلس إدارة الشركات غير مالية ومجلس إدارة البنك لتقديم الخبرة المصرفية، والمراقبة الفعلية لإدارة الشركات (James, 1987 ; Williamson, 1988 ; Berger & Udell, 1995 ; Kroszner & Strahan, 2001). والجدير بالذكر أنه كلما زاد وجود المصرفيين في مجلس الإدارة زادت فاعليتهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الشركة وسوق الائتمان. بالتالي يسمح للشركة بالحصول على مستويات مرتفعة للمديونية والتمويل

الخارجي، بالإضافة إلى أن وجودهم يمثل أداة رقابية هامة يمكن أن تؤدي إلى تحسين جودة التقارير المالية من خلال ضبط سلوك المدراء، والتدخل في إدارة الشركات ضعيفة الأداء، والحفاظ على مكانهم في الشركات للعمل بها مرة أخرى (Tanaka, 2011). وقد حددت دراسة (Kroszner & Strahan, 2001) أنواع المصرفيين حسب حضور واحتياج الشركة لهم حيث تمثلت الفئة الأولى، فيما يعرف بالمصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة لأغراض الرقابة مع الافتراض البسيط. في حين تمثلت الفئة الثانية، في المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة مع عدم الافتراض وذلك لأغراض الاعتماد على رأس المال الداخلي والحد من عدم تماثل المعلومات. أما عن الفئة الأخيرة، فتمثلت في المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة بهدف الافتراض.

### 3- المتغيرات الضابطة

يمكن من خلال الدراسات السابقة تحديد بعض المتغيرات الأخرى بخلاف المتغيرات المستقلة وهي بعض المتغيرات المؤثرة على المتغير التابع، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة محل البحث، وتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وفيما يلي التعريف الإجرائي للمتغيرات:

جدول (1): التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة.

التعريف الإجرائي للمتغير المستقل	رمز المتغير	اسم المتغير	
يقاس بعدد الأعضاء المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس إدارة الشركة إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة.	Banker	نسبة وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة	المتغير المستقل
يقاس بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	LEV	الرفع المالي	المتغير التابع
يقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة i في الفترة t.	Size	حجم الشركة	المتغيرات الضابطة
يقاس بنسبة صافي الربح إلى إجمالي أصول الشركة i في الفترة t.	ROA	معدل العائد على الأصول	
تقاس بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس.	BIND	استقلالية مجلس الإدارة	
يقاس بعدد أعضاء مجلس الإدارة.	Size	حجم مجلس الإدارة	

ثالثاً: صياغة نماذج الدراسة

تعتمد الباحثة في اختبار فرضية الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد **Multiple Linear Regression Model**، والذي يبني على أن نسبة الرفع المالي (المديونية) تعد دالة في كل من متغيرات الخصائص المالية للشركات، خصائص مجلس الإدارة، ويتم قياس الرفع المالي بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار على النحو التالي:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Bankers_{it} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 BIND_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$LEV_{it}$  : الرفع المالي للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$Bankers_{it}$  : نسبة وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس إدارة الشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$Size_{it}$  : حجم الشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

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

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

$Size_{it}$  : حجم مجلس إدارة الشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$\varepsilon_{it}$  : الخطأ العشوائي للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

### مصادر البيانات

اعتمدت الباحثة في جمع البيانات الخاصة بالدراسة الإمبريقية على القوائم المالية والإيضاحات المتممة لشركات العينة المنشورة في تقاريرها المالية والتي تم الحصول عليها من مصدرين أساسيين للحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية، هما: شركة مصر لنشر المعلومات (1)، وموقع البورصة المصرية بما يحتويه من تقارير إفصاح إلزامية تعدها الشركات المساهمة المقيدة طبقاً لقواعد القيد، حيث وفرت هذه المصادر للباحثة البيانات الأساسية الخاصة بكافة شركات عينة الدراسة الحالية.

### الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

(1) شركة مصر لنشر المعلومات (Egypt for Information Dissemination EGID) هي شركة شراكة ما بين البورصة المصرية بنسبة ملكية 55% وناسادك (OMX) بالرصيد المتبقي 45%. وتقدم شركة مصر لنشر المعلومات الخدمات التالية: نقل بيانات التداول اللحظي للشركات المقيدة محلية ودولية، البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة، تقارير حسب احتياجات العملاء. ولمزيد من التفاصيل عن هذه الشركة يمكن الرجوع إلى: <http://www.egidegypt.com>

يعرض الجدول رقم (2) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بهدف إظهار خصائصها المميزة على مستوى الشركات عينة الدراسة. وتتضمن تلك الإحصاءات كل من المتوسط والانحراف المعياري لقيم متغيرات الدراسة.

جدول رقم (2): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

المتغيرات	الرفع المالي (المديونية)	المصرفيين في مجلس الإدارة	حجم مجلس الإدارة	إستقلالية مجلس الإدارة	معدل العائد على الأصول	حجم الشركة (لوغاريتم طبيعي)
عدد المشاهدات	312	312	312	312	312	312
المتوسط	.4129228	.1310683	8.432692	.7037907	.0717614	20.37702
الانحراف المعياري	.5152596	.2008202	3.080165	.2154546	.0728904	1.43507
القيمة الصغرى	.0046646	0	1	0	.00002	14.34672
القيمة العظمى	6.696606	1	17	1	.4982902	23.95548

## 2/2 الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة (تحليل الارتباط):

لغرض تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة فقد تم استخدام مصفوفة ارتباط بيرسون Pearson Correlation Matrix، نظراً لكونها تعد الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الازدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية، وقد أشارت دراسة (Gujarati, 2003) أن هذه المشكلة تظهر عند وجود ارتباط بين اثنين من متغيرات الدراسة يفوق مقداره ( 0.9 ). وتظهر نتائج التحليل في الجدول رقم (2) على مستوى شركات عينة الدراسة وجود ارتباط عند مستوى 1% بين متغير الرافعة المالية ومتغيرين إستقلالية مجلس الإدارة وحجم الشركة. ويوجد ارتباط معنوعند مستوى 10% بين الرافعة المالية والمصرفيين في مجلس الإدارة. فقد أظهرت النتائج عدم وجود ارتباط بين الرافعة المالية والمصرفيين في مجلس الإدارة.

وكذلك كان الارتباط بين الاعضاء المصرفيين في مجلس الإدارة وحجم المجلس وإستقلالية مجلس الإدارة ومعدل العائد على الأصول معنوى عند مستوى 1%، وكذلك الارتباط بين حجم مجلس الإدارة وإستقلالية مجلس الإدارة ومعدل العائد على الأصول. كما كان الارتباط بين إستقلالية مجلس

الإدارة وحجم الشركة معنوى عند مستوى 1%، كان الارتباط بين معدل العائد على الأصول وحجم الشركة معنوى عند مستوى 5%.

جدول رقم (3): مصفوفة ارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة.

م	المتغيرات	1	2	3	4	5	6
1	الرافعة المالية	1					
2	المصرفيين في مجلس الإدارة	-0.0950*	1				
3	حجم المجلس	-0.0138	0.2140***	1			
4	إستقلالية مجلس الإدارة	-0.1698***	0.3106***	0.3989***	1		
5	معدل العائد على الأصول	0.0038	-0.0223	0.2354***	0.0804	1	
6	حجم الشركة	0.1645***	-0.0311	0.3697***	0.1665***	0.1158***	1

\*\*\* الارتباط معنوى عند 1%  
 \*\* الارتباط معنوى عند 5%  
 \* الارتباط معنوى عند 10%

بالنظر إلى بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة، نلاحظ من الدراسة أن عدد المشاهدات لمتغيرات الدراسة قد بلغ (312) مشاهدة (4\*78) خلال فترة الدراسة البالغة (4) سنوات، وبإلقاء النظر على المتغير التابع (الرفع المالى) يتبين أن قيمة متوسط إجمالى الإلتزامات إلى إجمالى الأصول يبلغ (41%) على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة، مما يعنى أن متوسط نسبة حقوق الملكية مقارنة بالديون (59%) وتعكس تلك النسبة ميل الشركات للإعتماد على حقوق الملكية بشكل أكبر مقارنةً بالديون وذلك بإنحراف معيارى قدره (5152596). في حين كان قيمته العظمى (6.696606) والقيمة الصغرى (0.0046646). تقريباً، كما نجد أن معدل العائد على الأصول على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة كان متوسطه (0.0717) وتراوحت قيمته ما بين (0.00002، 14.34672) وذلك بإنحراف معيارى قدره (0.0728). أما بالنسبة للمتغير المستقل فهو يعبر عن نسبة الأعضاء المصرفيين داخل مجلس الإدارة، وقد بلغ متوسط نسبته الأعضاء المصرفيين (1311)، وإنحراف معيارى قدره (2008). وقد بلغ الحد الاقصى لنسبة المصرفيين (100%) بينما الحد الأدنى (0%). فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (6) أن حجم شركات العينة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالى أصول الشركة) خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين (14.35، 23.95) مقاساً

باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول) ومتوسط يبلغ تقريباً (20.38) وإنحراف معياري قدره (1.435) تقريباً. كما نجد أن حجم مجلس الإدارة على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين القيمة (1 ، 17)، وانحرافه المعياري (3.080165) ومتوسط يقدر (8.432692) تقريباً. ومنه يستنتج أن شركات العينة تتباين في مستويات الرفع المالي والمصرفيين بينما تبدو تبايناً أكبر من ناحية الحجم والعائد على الأصول.

### 3/2 نتائج تحليل الانحدار

تم الاعتماد على نموذج (Panel Data) لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (الرافع المالي) والمتغير المستقل (المصرفيين في مجلس الإدارة)، والتي تتناسب مع طبيعة بيانات الدراسة لاحتوائها على مجموعة من الشركات في عدة سنوات مختلفة، بهدف الوصول إلى أهم المتغيرات المؤثرة في المتغير التابع. وقد تم المقارنة بين النماذج المختلفة لـ (Panel Data) وتم الاعتماد على أفضل تلك النماذج ملائمة لطبيعة البيانات وذلك للحصول على نتائج أقل تحيزاً وأكثر ثباتاً، وتم استخدام برنامج (STATA) إصدار (14) واستخراج نتائج الدراسة. ليس هذا فحسب، وإنما لجأت الباحثة أيضاً إلى إجراء تحليل إضافي للتأكد من نتائج الدراسة الحالية وهو (Robust Least Squares)، حيث يتم استخدام الطريقة الأخيرة للتحقق من ثبات النتائج عند وجود مشاكل تتعلق بالتوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية لمتغيرات الدراسة.

وقد تم في البداية إجراء مقارنة بين النماذج المختلفة لـ (Panel Data) لاختيار أفضل هذه النماذج لتحليل الانحدار. وتمثلت هذه النماذج في نموذج (Pooled Model) أي ما يطلق عليه النموذج الجمعي، ونموذج (Fixed effect) أي ما يطلق عليه نموذج التأثيرات الثابتة، وأخيراً نموذج (Random effect) أي ما يسمى بنموذج التأثيرات العشوائية، ويوضح جدول رقم (4) هذه النماذج كما يلي:

جدول رقم (4) إختيار أفضل نماذج (Panel Data)

اسم الاختبار	الهدف منه	قيمة (CHI2)	مستوى الدلالة (Sig)	نتيجة الاختبار
Hausman Test	يقارن بين نمودجي Fixed ) Random &effect ( effect	3.72	0.59	نمودج Random effect أفضل من نمودج Fixed effect

### 1/3/1 اعتدالية الأخطاء العشوائية (Normality)

قامت الباحثة بالتحقق من فرض هام من فروض تطبيق التقدير المستخدمة ألا وهو أن يتبع الأخطاء العشوائية لنماذج الانحدار المقدر التوزيع الطبيعي، وللتحقق من هذا الفرض الأساسي تم استخدام اختبار (Shapiro-Wilk W Test)، وكذلك اختبار (jarque Bera) وجد أن الفرض غير متحقق وأن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت قيمته ( $P\text{-Value} < .05$ )، وبالتالي تم فقد أهم شرط من شروط استخدام المربعات الصغرى ولحل مشكلة المربعات الصغرى سوف تقوم الباحثة باستخدام أسلوب (Winsorizing) لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة، ومن ثم اختبارها بطريقة المربعات الصغرى كما في دراستي (Veprauskaite & Adams, 2007 ; Larker et al, 2013). كما أنه يمكن تجاهل هذا الفرض نظراً لأن حجم العينة كبير أكبر من (200) مشاهدة (Tabachnick & Fidell, 2007). ولحل هذه المشكلة قامت الباحثة بحذف القيم الشاذة والتي تعتبر أهم الأسباب لانحراف توزيع الخطأ العشوائي عن التوزيع الطبيعي وقد تم اعتبار القيمة بأنها شاذة إذا زاد قيمة الخطأ العشوائي لها عن 3 وكما يتضح من الشكل الموجود في ملحق (7) توجد ثمان قيم تتعدى قيمة الخطأ العشوائي لهم القيمة 3 ولهذا تم حذفهم من عينة الدراسة. ولكن سوف تقوم الباحثة بتدعيم النتائج عن طريق عمل تحليل إضافي وهو تحليل (Robust) least squares بطريقة (M-Estimation) والتي تقوم بالتقدير دون أن تتطلب شرط أن تكون الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي (Leroy & Rousseeuw, 1987)، ودون الحاجة لحذف القيم الشاذة وذلك لاختبار ثبات نتائج الدراسة.

### 2/3/2 مشكلة الازدواج الخطي (Multi-collinearity)

يقصد بالازدواج الخطي وجود ارتباط مؤثر ما بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وتم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدر في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم (VIF)، حيث وجد أن جميع قيم معاملات التضخم (VIF) لمتغيرات نماذج الانحدار لم تتجاوز (10) حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم في النماذج المقدر هي (1.43)، ما يعني عدم وقوع أي من نموذج الدراسة المقدر في هذه المشكلة من مشاكل القياس.

### 3/3/2 مشكلة عدم ثبات التباينات (Heteroskedasticity)

تم استخدام اختبار (White test) للتحقق من صحة فرض ثبات التباينات وأظهرت النتائج عدم تحقق هذا الشرط أيضاً في نموذج الدراسة حيث كانت قيمة ( $P\text{-Value} < .05$ )، ولحل هذه المشكلة سوف تقوم الباحثة بتطبيق أسلوب (Robust standard error) والذي يصحح



الأخطاء المعيارية من أثر مشكلتيعدم ثبات التباينات والارتباط الذاتي (Hoechle, 2007; )  
 (Holzhacker et al., 2015) وأظهرت النتائج في جدول رقم (5) مايلي:

جدول رقم (5) اختبار White لعرض مشكلة عدم ثبات التباينات (Heteroskedasticity)

النتيجة	المعنوية	القيمة الاختبار
توجد مشكله عدم ثبات التباينات	0.0027	42.05

4/3/2 مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation).

تعتبر من أخطر أهم المشاكل التي تواجه الباحثة في تقدير نماذج الإنحدار والتي لو وقع فيها النموذج لا تستطيع الإعتماد علي نتائجه، وهي تنشأ بسبب وجود علاقة إرتباطية بين أخطاء نموذج الإنحدار، وقد قامت الباحثة باستخدام اختبار (Wooldridge) للكشف عن مدى وقوع النموذج في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء أم لا، وبحسابه توصلت الباحثة من هذا الاختبار إلي أنه لا توجد مشكلة ارتباط تسلسلي بين الأخطاء في متغيرات الدراسة في النموذج، حيث كانت قيمة (P-Value = .1259)، وهي بذلك أكبر من مستوى المعنوية (5%) وبالتالي فإن هذا النموذج لا يعاني من هذه المشكلة.

جدول رقم (6): نتائج تحليل انحدار وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة ومستوى الرفع

المالى بطريقة (Random Effect with Robust Standard Error)

معامل التضخم (VIF)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (Z)	Robust Std. Error	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المفسرة
1.14	*0.066	-1.84	.1236227	-.2273384	الأعضاء المصرفيين
1.43	*0.085	-1.72	.0062507	-.0107504	حجم مجلس الإدارة
1.27	*0.847	-0.19	.0664889	-.0128122	استقلالية مجلس الإدارة
1.07	***0.000	3.99	.0019353	.0077288	معدل العائد على الأصول
1.18	***0.000	3.78	.0193989	.0734156	حجم الشركة

ثابت انحدار	-1.00385	.3791773	-2.65	***0.008
معامل التحديد $R^2$	0.1528			
معامل التحديد المعدل $R^2$ Adjusted	.1332			
قيمة (كا <sup>2</sup> ) المحسوبة	27.00			
دلالة اختبار (كا <sup>2</sup> )	0.0001			
عدد المشاهدات N	8-312 (قيم شاذة) = 304			
*** الارتباط معنوي عند 1%				
*** الارتباط معنوي عند 1%				
*** الارتباط معنوي عند 1%				

4/2 نتائج تحليل انحدار وجود المصرفيين كأعضاء في مجلس الإدارة على مستوى الرفع المالي بطريقة (RANDOM EFFECT).

يعرض الجدول رقم (6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين وجود المصرفيين (BANKERS) كأعضاء في مجلس الإدارة على مستوى الرفع المالي (LEV) بطريقة (Random Effect) وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (6) معنوية نموذج الانحدار الخطي بين مستوى الرفع المالي ومجموعة المتغيرات المفسرة (وجود الأعضاء المصرفيين في مجلس الإدارة، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (كا<sup>2</sup>)، حيث إن قيمة اختبار (كا<sup>2</sup>) مساوية لـ (26.49) ودلالته (0.001%) وهو أقل من مستوى الدلالة المطلوب في العلوم الاجتماعية (5%). كذلك تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (6) أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) الخاصة بانحدار مستوى الرفع المالي على كل من (وجود المصرفيين كأعضاء في مجلس الإدارة والمتغيرات الضابطة) تعادل (0.15) هو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار تفسر (15%) من التباين في مستوى الرفع المالي لشركات عينة الدراسة. تُظهر نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF) أن جميع متغيرات النموذج تقع في الحدود الطبيعية، حيث إن بلوغ هذا المعامل لقيمة (6) فأكثر يشير إلى وجود مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات (Ringle et al., 2015)، حيث كانت أكبر قيمة هي (1.43) لهذا المعامل، مما يعني أن البيانات لا تعاني من هذه المشكلة. فيما يتعلق بنتائج اختبار فرضية الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (6) وجود علاقة سالبة ودالة إحصائياً عند مستوى معنوية (10%) بين

وجود المصرفيين (BANKERS) في مجلس الإدارة ومستوى الرفع المالي، وهو ما يتفق مع دراسة (Kroszner & Strahan, 2001)، حيث تنطوي على أثر عكسي وخاصةً حين تتحمل الشركة أعباء عضوية المصرفيين سواء كونهم مصرفيين مقرضين أو مصرفيين غير مقرضين. وتفسر الباحثة هذا الأثر العكسي بأنه بدلاً من أن تمثل عضوية المصرفيين في مجلس الإدارة آلية رقابية للحد من مشاكل الوكالة والفجوة المعلوماتية بين الأصيل والوكيل ربما، أدت تلك العضوية إلى زيادة استغلال المديرين لمناصبهم أو لدورهم كوكيل عن الأصيل من خلال إتحاد المصالح بين المديرين والمصرفيين وإتساع الفجوة المعلوماتية والتورط في عمليات الإستحواذ والتسريب وأيضاً إساءة استغلال معظم الموارد المالية. كذلك تضارب مصالح المصرفيين المقرضين مع المستثمرين في مجلس الإدارة الأمر الذي يؤدي إلى وجود صراع في سلوكهم وهو ما يتفق مع دراستي (Byrd & Mizruchi, 2005 ; He et al., 2016). يتجلى ذلك الأثر بشكل واضح في الشركات ضعيفة الأداء والتي تتسم أيضاً بوجود مستوى منخفض من الشفافية، ويعتبر المحدد الأول والأساسي لتعيين المصرفيين هو العسر المالي وذلك للحصول على منفذ للقروض المصرفية، وبالتالي ينتج مشاكل عن إقراض قائم على العلاقات (Mishra et al., 1998).

أيضاً تفسر الباحثة هذا الأثر العكسي بأن المديرين يكتسبون دعماً من التقارير التي يصدرها المصرفيين فيما يتعلق بالوضع المالي للشركة وبشكل خاص بحجم المديونية المتعلقة بالشركة، مما يجعلهم أكثر فرصة للحصول على المزيد من القروض في ضوء انخفاض فرص تعرضهم للمساءلة القانونية وهو ما يتفق مع دراسة (Tanaka, 2011).

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد، الموضحة في الجدول رقم (6)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (10%) بين حجم مجلس الإدارة ( $BSIZE_W$ ) ومستوى الرفع المالي المقدر بواسطة اختبار ( $كا^2$ )، وتؤيد تلك النتيجة وجهة نظر الوكالة إلى أن المديرين لا يتبنون دائماً هياكل رأس المال التي تتضمن مستوى الدين الذي يعظم قيمة الشركة. ولكن بعض المديرين يؤمنون أنفسهم إلى حد كبير ضد الضغوط التي تمارس عليهم من قبل آليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية (Berger et al., 1997). كما تظهر النتائج وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (1%) بين نسبة الرفع المالي (LEV) ومعدل العائد على الأصول (ROA) وتؤيد تلك النتيجة وجهة نظر كل من (Bevan & Danboit, 2000; Sangeetha & Sivathaasan, 2013) في أن الشركات التي تحقق مستويات عالية من الربح ربما يكون لديها ميل أكبر للاعتماد على الديون في تمويل استثماراتها، كذلك يميل (Jensen, 1986) للاعتقاد بوجود علاقة موجبة بين ربحية ومستوى رفعها المالي، إذا كان سوق مراقبة

الشركات فعال ويجبر الشركات على الالتزام بدفع توزيعات نقدية وزيادتها، وتظهر النتائج وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (1%) بين نسبة الرفع المالي (LEV) وحجم الشركة (SIZE) وأكدت دراسة (Sung & Park, 2014) وجود ذلك التأثير الموجب لحجم الشركة، حيث تهتم الشركات بخفض تكاليف الوكالة المتعلقة بالديون إلى إجمالي الأصول. وأيضاً تظهر النتائج عدم وجود علاقة بين نسبة الرفع المالي (LEV) وإستقلالية مجلس الإدارة (BIND).

### نتائج تحليل الإنحدار بطريقة (Robust least squares)

يعرض الجدول رقم (7) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للعلاقة بين وجود المصرفيين في مجلس الإدارة (BANKERS) ومستوى الرفع المالي (LEV) بطريقة (Robust least squares) وقد أظهرت نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول معنوية نموذج الإنحدار الخطى بين مستوى الرفع المالي ومجموعة المتغيرات المفسرة (وجود الأعضاء المصرفيين في مجلس الإدارة، المتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة إختبار (كا2) حيث أن قيمة إختبار (كا2) مساوية لـ (1.34) ودلالته (5%). كذلك تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (7) أن قيمة معامل التحديد (R2) الخاصة بإنحدار مستوى الرفع المالي على كل من (متغير الأعضاء المصرفيين في مجلس الإدارة والمتغيرات الضابطة) تعادل (19%) وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في معادلة الإنحدار تفسر (19%) من التباين في مستوى الرفع المالي لشركات عينة الدراسة. كما أن العلاقة بين وجود المصرفيين كأعضاء في مجلس الإدارة والرافع المالي ظلت سالبة ومعنوية عند مستوى (10%) مما يدل على ثبات النتائج وعدم تأثرها بعدم إعتدالية الأخطاء العشوائية، فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد جاءت نتائج هذه الطريقة متفقه مع نتائج نموذج random effect ما عدا متغير وإستقلالية مجلس الإدارة (BIND) والذي جاءت علاقته بالرافع المالية معنوية على عكس ما توصل إليه نموذج random effect، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (7) وجود علاقة سالبة ومعنوية عند مستوى 1% بين نسبة الرفع المالي (LEV) وحجم مجلس الإدارة (BSIZEW)، كما أيدت دراسة (Matos & Mergulhao, 2015) وجود تلك العلاقة. وأيضاً وجود علاقة غير معنوية عند مستوى 5% بين نسبة الرفع المالي (LEV) وإستقلالية مجلس الإدارة (BINDW). وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى 1% بين نسبة الرفع المالي (LEV) ومعدل العائد على الأصول (ROA) كما يشير كل من (Bevan & Danboit, 2000 ; Sangeetha & Sivathaasan, 2013) إلى أن الشركات التي تحقق مستويات عالية من الربح

ربما يكون لديها ميل أكبر للاعتماد على الديون في تمويل استثماراتها، كذلك أدعى ( Jensen, 1986) للاعتقاد بوجود علاقة موجبة بين ربحية ومستوى رفعها المالي، إذا كان سوق مراقبة الشركات فعال ويجبر الشركات على الالتزام بدفع توزيعات نقدية وزيادتها. ويوجد علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى 1% بين نسبة الرفع المالي (LEV) وحجم الشركة (SIZE) كما أكدت دراسة (Sung & Park, 2014) وجود ذلك التأثير الإيجابي لحجم الشركة، حيث تهتم الشركات بخفض تكاليف الوكالة المتعلقة بالديون إلى إجمالي الأصول.

جدول رقم (7) نتائج الانحدار لنموذج الدراسة بطريقة (Robust Least Square (M-))

#### Estimation

معامل التضخم (VIF)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (Z)	Robust Std. Error	معاملات الانحدار ( $\beta$ )	المتغيرات المفسرة
1.17	*0.065	-1.97	.0624012	-.1230914	الأعضاء المصرفيين
1.51	**0.017	-2.38	.0054757	-.0130112	حجم مجلس الإدارة
1.27	*0.057	-1.90	.0730568	-.1390575	استقلالية مجلس الإدارة
1.32	*0.081	1.02	.0290831	.0298156	معدل العائد على الأصول
1.44	***0.000	5.12	.0118183	.0605168	حجم الشركة
	***0.003	-2.98	.2167547	-.6455731	ثابت انحدار
				.14865	معامل التحديد R2
				72.0832	قيمة (كا <sup>2</sup> ) المحسوبة
				.000	دلالة اختبار (كا <sup>2</sup> )
				312	عدد المشاهدات N
					*** الارتباط معنوي عند 1%
					** الارتباط معنوي عند 5%
					*الارتباط معنوي عند 10%

سابقاً، تم الاعتماد على نموذج (Random Effect) أحد نماذج (Panel Data) لإختبار العلاقة بين المتغير التابع (مستوى الرفع المالي) والمتغير المستقل (وجود الأعضاء المصرفيين في مجلس الإدارة) بالإضافة للمتغيرات الضابطة، بهدف الوصول إلى أهم المتغيرات المؤثرة في المتغير التابع، كما تم الاعتماد على طريقة (Robust least squares) كطريقة تأكيدية، وهي طريقة من

طرق الانحدار لا تتطلب شرط أن تتبع الأخطاء العشوائية للتوزيع الطبيعي، والتي جاءت نتائجها لتدل على ثبات نتائج الدراسة وعدم تأثرها بتخلف الفرض الخاص باعتداليه أخطاء النموذج.

ويعرض الجدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين وجود المصرفيين في مجلس الإدارة (BANKERS) ومستوى الرفع المالي (LEV) بطريقة (Robustleastsquares)، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول معنوية نموذج الانحدار الخطى بين مستوى الرفع المالي ومجموعة المتغيرات المفسرة (وجود الأعضاء المصرفيين في مجلس الإدارة، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة إختبار (كا<sub>2</sub>) حيث إن قيمة إختبار (كا<sub>2</sub>) مساوية لـ (72.08) ودلالته (0.000). كذلك تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (7) أن قيمة معامل التحديد (R<sup>2</sup>) الخاصة بإنحدار مستوى الرفع المالي على كل من (متغير الأعضاء المصرفيين في مجلس الإدارة والمتغيرات الضابطة) تعادل (15%) وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار تفسر (15%) من التباين في مستوى الرفع المالي لشركات عينة الدراسة، كما أن العلاقة بين وجود المصرفيين كأعضاء في مجلس الإدارة والرفع المالي ظلت سالبة ومعنوية عند مستوى (10%) مما يدل على ثبات النتائج وعدم تأثرها بعدم إعتدالية الأخطاء العشوائية، فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد جاءت نتائج هذه الطريقة متفقة مع نتائج نموذج (Random Effect)، ما عدا متغير إستقلالية مجلس الإدارة (BIND) والذي جاءت علاقته بالرافعة المالية معنوية على عكس ما وصل إليه نموذج (Random Effect)، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (7) وجود علاقة سالبة ومعنوية عند مستوى (1%) بين نسبة الرفع المالي (LEV) وحجم مجلس الإدارة (BSIZE)، ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسة (Matos & Mergulhao, 2015) وجود تلك العلاقة. وأيضاً وجود علاقة غير معنوية عند مستوى 5% بين نسبة الرفع المالي (LEV) وإستقلالية مجلس الإدارة (BIND). وتشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (1%) بين نسبة الرفع المالي (LEV) ومعدل العائد على الأصول (ROA)، كما يشير كل من (Bevan & Danboit, 2000; Sangeetha & Sivathaasan, 2013) إلى أن الشركات التي تحقق مستويات عالية من الربح ربما يكون لديها ميل أكبر للإعتماد على الديون في تمويل استثماراتها، كذلك يميل (Jensen, 1986) للإعتقاد بوجود علاقة موجبة بين ربحية الشركة ومستوى رفعها المالي، إذا كان سوق مراقبة الشركات فعال ويجبر الشركات على الالتزام بدفع توزيعات نقدية وزيادتها. وتظهر النتائج وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (1%) بين نسبة الرفع المالي (LEV) وحجم الشركة (SIZE)، كما أكدت دراسة (Sung & Park, 2014)

وجود ذلك التأثير لحجم الشركة، حيث تهتم الشركات بخفض تكاليف الوكالة المتعلقة بالديون إلى إجمالي الأصول.

### مناقشة وتفسير نتائج الدراسة

يتركز اهتمام هذه الدراسة في تحديد العلاقة بين وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة ومستوى الرفع المالي التي تتم داخل الشركات المساهمة المصرية، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين وجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة ومستوى الرفع المالي، حيث أشارت النتائج إلى ارتفاع القيمة المطلقة لمستوى الرفع المالي حيث كانت إشارة معامل الإنحدار سالبة (0.021). وكذلك القيمة الإحصائية أقل من مستوى المعنوية (0.10) وبالتالي يؤيد صحة الفرض، حيث كان لتلك المتغيرات ووجود المصرفيين كأعضاء ضمن مجلس الإدارة معاً قوة تفسيرية (15%) وهو ما أيدته الدراسات السابقة. كما أظهرت النتائج معنوية العلاقة الخطية لنموذج إنحدار الفرضية، وأيضاً معنوية معاملات المتغيرات المستقلة، حيث كانت أغلب المتغيرات المستقلة ذات تأثير معنوي جوهري وهي (حجم مجلس الإدارة، معدل العائد على الأصول، حجم الشركة) بمستوى معنوية (Sig0.000, 0.000, 0.087, 0.083) للفروض الفرعية على التوالي لنموذج الإنحدار. وكانت مستوى معنوية المتغير الضابط (استقلالية مجلس الإدارة) غير مؤثرة وغير معنوية (0.847) حيث كان بمستوى معنوية ( $10\% <$ ). وتفسير الباحثة لهذه النتيجة إن انضمام الأعضاء المصرفيين لمجلس إدارة الشركة يساعد على تقليل مستوى الرفع المالي.

## قائمة المراجع

أولاً : المراجع العربية

- الشيخ، فهمي مصطفى .(2008).التحليل المالي ، الطبعة الأولى ، رام الله ، بدون ناشر.
- حسن، سيد عبد الفتاح.(2009). أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على تخفيض عدم تماثل المعلومات لترشيد قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية مجلة الإدارة والمحاسبة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة. 2 (39) : 816-879.
- حماد، طارق عبدالعال. (2005). حوكمة الشركات، المفاهيم والمبادئ، والتجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف، الإسكندرية، الدار الجامعية.
- عبد النعيم، عرفات حمدي.(2013). دور تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق المال المصري، مؤتمر تفعيل آليات المحاسبة والمراجعة، مكافحة الفساد المالي والإداري، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، 1(28): 208-334.
- هندي، منير إبراهيم. (2003). الفكر الحديث في التمويل. المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Amaro de Matos, J., & Mergulhao, J. (2015). Debt, information asymmetry and bankers on board. *Journal of Network Theory in Finance*, 4 (1) , 1–24.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 68(3), 351-381.
- Berger, P. G., E. Ofek, & D. L. Yermack, (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2000). Dynamics in the determinants of capital structure in the UK. Working paper, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow, UK. Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=233551](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=233551).



- Butler, A. W. (2007). Distance still matters: Evidence from municipal bond underwriting. *The Review of Financial Studies*, 21(2): 763-784.**
- Byrd, D. T., & Mizruchi, M. S. (2005). Bankers on the board and the debt ratio of firms. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 129-173.**
- Chuluun, T., Prevost, A., & Puthenpurackal, J. (2014). Board ties and the cost of corporate debt. *Financial Management*, 43(3), 533-568.**
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2012). Universal banks and corporate control: Evidence from the global syndicated loan market. *The Review of Financial Studies*, 25(9), 2703-2744.**
- Freeman, Linton C, 1977, A set of measures of centrality based on betweenness, *Sociometry* , 40 (1) : 35-41.**
- Gomes, A., & Phillips, G. (2012). Why do public firms issue private and public securities?. *Journal of Financial Intermediation*, 21(4), 619-658.**
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics 4th edition* McGrawHill United States Military Academy. West Point.**
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281-312.**
- Holzacker, M., Krishnan, R., & Mahlendorf, M. D. (2015). The impact of changes in regulation on cost behavior. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 534-566.**
- James, C. (1987). Some evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 217-235.**
- Jensen, M. C., & 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. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.**

- Kroszner, R. S., & Strahan, P. E. (2001). Bankers on boards:: monitoring, conflicts of interest, and lender liability. *Journal of Financial Economics*, 62(3), 415-452**
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.**
- Lorsch, J., & Young, J. (1990). Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards. *Academy of Management Perspectives*, 4(4), 85-87.**
- Leroy, A. M., & Rousseeuw, P. J. (1987). Robust regression and outlier detection. *Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics*, New York: Wiley, 1987.**
- Mace, M L. (1971). Directors: Myth and reality Harvard Business School Press. Boston MA. Harvard Business Administration Press Cambridge. 10 (2): 131-154.**
- Manolova, T. S., Manev, I. M., & Gyoshev, B. S. (2014). Friends with money? Owner's financial network and new venture internationalization in a transition economy. *International Small Business Journal*, 32(8), 944-966.**
- Mansi, S. A., Maxwell, W. F., & Miller, D. P. (2011). Analyst forecast characteristics and the cost of debt. *Review of Accounting Studies*, 16(1), 116-142.**
- Mishra, D. P., Heide, J. B., & Cort, S. G. (1998). Information asymmetry and levels of agency relationships. *Journal of Marketing Research*, 35(3), 277-295.**
- Ringle, C. M., Wende, S., & Becker, J. M. (2015). *SmartPLS 3*. Boenningstedt: SmartPLS GmbH.**
- Sabidussi, G. (1966). The centrality index of a graph, *Psychometrika. Journal of Finance and Economic*, 31(2): 306-336.**

- Sangeetha, M., & Sivathaasan, N. (2013). Factors determining capital structure: a case study of listed companies in Sri Lanka. Research Journal of Finance and Accounting, 4(6), 236-247.**
- Scott, W.R. (1997). Financial Accounting Theory, New Jersey, Prentice-Hall, Inc.**
- Sung, T., & Park, D. (2014). Bankers on the board, market competition, and conflicts of interest. Global Economic Review, 43(2), 184-206.**
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2007). Using multivariate statistics. Allyn & Bacon/Pearson Education.**
- Tanaka, T. (2011). Public debt financing, ownership structures and bankers on boards: evidence from Japan. Applied Economics Letters, 18(4), 315-318.**
- Veprauskaitė, E., & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?. The British Accounting Review, 45(3), 229-241.**
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. The Journal of Finance, 43(3), 567-591.**