

أدوات الحاكمية المؤسسية وتكاليف الوكالة الإدارية
دراسة تطبيقية على السوق الأردني
Managerial Agency Cost and Corporate Governance Devices
Evidence from Jordan

د. عماد زياد رمضان
أستاذ مساعد/ قسم العلوم المالية والمصرفية
جامعة العلوم التطبيقية الخاصة
عمان - الأردن
Prof_imad67@yahoo.com

bank-loans as a proxy for the capital structure, constitute important corporate governance devices for the Jordanian corporations. Also the results reveal that the impact of these devices varies with the company's growth opportunities.

This paper adds to the empirical literature on agency cost new important evidence for the developing countries, as well as highlights the important effect of the growth opportunities on the efficiency of the corporate governance devices on mitigating agency problem.

Keywords: Corporate governance, Agency cost, Jordan

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على دور أدوات الحاكمية المؤسسية في التخفيف من مشكلة الوكالة في الشركات الصناعية الأردنية،

Abstract

This paper aims to shed lights on the role of the corporate governance devices in mitigating the Agency problem for the Jordanian Industrial corporations. This has been done through investigating the effect of the internal corporate governance devices. The devices are Ownership structure, Board of directors, and Capital structure. Their effect on the assets turnover as an inverse proxy for the agency cost has been investigated depending on the Cross-sectional regression analysis.

The findings of this paper reveal that the Ownership structure, mainly ownership concentration and the corporation ownership, the board of directors characteristics: board size, board independency, and the separation between the board chairman and the executive director, and the

المشتركة في الشركة، وبذلك يمكن تعريفها على أنها مجموعة القواعد والنظم والأدوات التي تحقق أفضل حماية للمساهمين، وتوازن بين أصحاب المصالح المشتركة في الشركة، والتي تؤثر بمجملها في عملية اتخاذ القرارات في حالة الفصل بين الإدارة والملكية، هذه الحالة التي ينشأ عنها عادة تضارب وعدم انسجام بين المصالح التي يتوقع أن يحققها وتسعى لتحقيقها الإدارة. وهناك الكثير من الدراسات التجريبية التي أقرت بأن القرار التمويلي والقرار الاستثماري وبالتالي قيمة الشركة تتأثر بمستوى هذا التضارب وعدم الانسجام، وقد كان الافتراض الضمني لهذه الدراسات، أنه وفي ظل عدم كفاءة السوق فإن مشكلة الوكالة هي أمر واقعي وتؤثر سلباً على قيمة الشركة، وأن هناك مجموعة من أدوات الحاكمية المؤسسية والتي تقسم إلى أدوات داخلية وأخرى خارجية يمكن أن تخفف من هذه المشكلة وتأثيرها السلبي على قيمة الشركة. وعلى الرغم من أن قواعد الحاكمية المؤسسية قديمة قدم الشركات المساهمة العامة، إلا أن الحاجة أصبحت إليها أكثر مع تزايد انكشاف حالات سوء ممارسات الإدارة، والتي نتج عنها الكثير من حالات إفلاس شركات كبرى أضرت بالاقتصاد، وما الأزمة المالية العالمية التي بدأت بعام ٢٠٠٦ بمنأى عن هذه الممارسات، حيث دفعت بقوة باتجاه إصدار قوانين حوكمة تحكم وتضبط

من خلال دراسة تأثير أدوات الحاكمية المؤسسية الداخلية: هيكل الملكية، ومجلس الإدارة، وهيكل رأس المال، على معدل دوران الأصول كبديل معكوس لتكاليف الوكالة.

خلصت الدراسة إلى أن هيكل الملكية وبالتحديد ملكية الشركات وتركز الملكية، وخصائص مجلس الإدارة من حيث عدد الأعضاء واستقلالية الأعضاء والفصل بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة، وبالإضافة إلى الفروض البنكية كمؤشر لهيكل رأس المال، تشكل مجملها أدوات لحاكمية مؤسسية فاعلة في الشركات الصناعية الأردنية. وكذلك فقد توصلت الدراسة إلى أن كفاءة أدوات الحاكمية المؤسسية في التخفيف من تكاليف الوكالة، تختلف باختلاف معدل النمو المتوقع للشركة.

وتضيف هذه الدراسة إلى الأدبيات العملية حول تكاليف الوكالة أدلة جديدة هامة عن الدول النامية، بالإضافة إلى الإضافة المهمة المتعلقة بآثر معدل النمو المتوقع للشركات على دور أدوات الحاكمية المؤسسية في التخفيف من تكاليف الوكالة للشركات الصناعية الأردنية.

مفتاح الكلمات: أدوات الحاكمية، تكاليف الوكالة، الأردن

تمهيد:

تقدم الحاكمية المؤسسية قواعد وإجراءات اتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة، وتحدد الحقوق والمسؤوليات بين أصحاب المصالح

كما تم استخدام تحليل التباين الأجاوي
Univariate analysis وتحليل
Multivariate التباين المتعدد
analysis للتحقق من مدى تأثير
العلاقة بين أدوات الحاكمية المؤسسية
وتكاليف الوكالة بمعدل نمو الشركة
المتوقع. وقد خلصت الدراسة إلى أن
هناك أدلة قوية على أن أدوات
الحاكمية المؤسسية الداخلية لها دورا
في تخفيف التضارب في المصالح
وتجسير الفجوة المعلوماتية بين الإدارة
المساهمين في السوق الأردني.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تسليط
الضوء على دور أدوات الحاكمية
المؤسسية الداخلية في التخفيف من
تكاليف الوكالة الإدارية الناشئة عن
الفصل بين الإدارة والملكية، من
خلال بيان أثر هيكل الملكية ومجلس
الإدارة وهيكل رأس المال على
تكاليف الوكالة.

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من
كونها الدراسة الأولى التي تبحث في
تأثير الحاكمية المؤسسية على تكاليف
الوكالة الإدارية للشركات الأردنية،
فيحسب علم الباحث ولتاريخ البدء
بهذه الدراسة لم تتوفر أية دراسة في
هذا المجال عن السوق الأردني،
فلذلك فإن لهذه الدراسة قيمة إضافية،
فبالإضافة لكونها تبحث في قضية
حديثة نسبيا لتضيف لنتائج الدراسات

عمل الإدارات للحفاظ على حقوق
أصحاب المصالح المشتركة بالشركة،
ولمنع تكرارها مستقبلا. بحيث
أصبحت قواعد وأسس الحاكمية
المؤسسية من أهم المواضيع
المطروحة على صعيد اقتصاديات
دول العالم، وأصبحت تشكل عنصرا
مهما لتعزيز الإصلاح الاقتصادي،
ودليلا لوجود سياسة وقواعد لحماية
المستثمرين والمتعاملين، كوسيلة
لتعزيز الثقة بالاقتصاد.

وتأتي هذه الدراسة لتنهج النهج
نفسه لدراسة (Jensen and
Meckling, 1976) في محاولة
لتسليط الضوء على دور أدوات
الحامية المؤسسية الداخلية في
التخفيف من التكاليف الناتجة عن
الفصل بين الإدارة والملكية في
السوق الأردني، ولتحقيق هذا الهدف
فقد تم إجراء الدراسة على عينة من
الشركات الصناعية الأردنية المدرجة
في سوق عمان للاوراق المالية،
وتمشيا مع دراسة (Ang et al.,
Sianh and Davidson, 2000),
(2003) تم استخدام معدل دوران
الأصول كبديل معكوس لتكاليف
الوكالة، فيما تم استخدام هيكل
الملكية، ومجلس الإدارة، وهيكل
رأس المال كأدوات للحاكمية
المؤسسية الداخلية وبوجود متغيرين
ضابطين هما: حجم الشركة ومعدل
نموها، وتم استخدام أسلوب Cross
sectional regression لتحديد
معاملات أدوات الحاكمية المؤسسية،

الوكالة مرتبطا ارتباطا ذا دلالة إحصائية بمعدل النمو المتوقع للشركة، حيث أن نتائج الدراسات حول تأثير معدل النمو على تكاليف الوكالة متباينة، فعندما تكون تكاليف المعلومات (Information) (asymmetry) فمن المتوقع أن يكون تأثير أدوات الحاكمية المؤسسية أكبر على تكاليف الوكالة في الشركات ذات معدل النمو المرتفع (Smith and Watts, 1992 and Gaver and Gaver, 1993) أما إذا كانت تكاليف الوكالة مرتبطة بنزعة الإدارة للسيطرة على الأموال المتاحة في الشركة، فمن المتوقع أن يكون تأثير أدوات الحاكمية المؤسسية في تخفيض تكاليف الوكالة أكبر في الشركات ذات معدل النمو المنخفض (Jensen, 1986). وتسعى هذه الدراسة لإضافة أدلة جديدة حول تأثير معدل النمو على العلاقة بين أدوات الحاكمية المؤسسية وتكاليف الوكالة في الدول الأقل تقدما.

الدراسات السابقة:

تنشأ مشكلة الوكالة نتيجة عدم توافق في المصالح بين إدارة الشركة وحملة أسهمها، وعادة ما يرتبط عدم التوافق هذا بتباين المعلومات بين (Information asymmetric) الإدارة والمساهمين، وبالتدفق النقدي الحر (Free-cash flow) المتاح لإدارة، وينظر إلى التمويل بالاقتراض على أنه وسيلة ضغط

السابقة التي أجريت في دول متقدمة مثل أمريكا وبريطانيا نتاج عن دول نامية مثل الأردن، فإن هذه الدراسة تتضمن مجموعة مهمة من خصائص الشركات الأردنية، والتي قد يكون لها تأثير على تكاليف الوكالة ولم تؤخذ بعين الاعتبار في الدراسات السابقة، مثل تاريخ استحقاق القروض، حيث خلصت دراسة (Myers, 1977) إلى أن القروض قصيرة الأجل تعتبر أكثر كفاءة في تخفيض تكاليف مشكلة عدم رغبة الإدارة في الاستثمار في استثمارات ذات عائد منخفض نسبيا (Underinvestment problem)، وبناءا عليه فقد تم تضمين هذه الدراسة تركيبة قروض الشركة من حيث تاريخ الاستحقاق كأحد أدوات الحاكمية المؤسسية للشركة.

وكتلك فقد اختبرن دراسة (Ang. et al., 2000) التأثير الإيجابي للقروض البنكية على تخفيض تكاليف الوكالة، وتمشيا مع هذه الدراسة فقد تم تضمين مصدر التمويل للشركة كأحد أدوات الحاكمية المؤسسية التي يمكن أن يكون لها تأثير على تكاليف الوكالة الإدارية للشركات الأردنية.

أما دراسة (Lasfer, 2002) فقد خلصت إلى وجود علاقة بين أدوات الحاكمية المؤسسية ومعدل النمو للشركة، وتسعى هذه الدراسة للاستفادة من هذه النتيجة واختبارها، حيث يتوقع أن يكون تأثير أدوات الحاكمية المؤسسية على تكاليف

الشركة وقيمتها السوقية للشركات ذات معدل النمو المنخفض.

وكذلك فإن نظرية الوساطة المالية تشير إلى أن البنوك لديها الحافز القوي لجمع المعلومات ومراقبة الشركات المدينة للتخفيف من مخاطرها ولضمان تحقيق العائد. كذلك فإن الإعلان عن قرض بنكي للشركة يرسل برسائل ايجابية عن ملاءمتها المالية وقدرتها على خدمة الدين، مما يؤدي إلى تقليص الفجوة المعلوماتية بين الإدارة والمساهمين، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة، حيث خلصت دراسة (Harris and Raviv, 1990) إلى أن هناك تورا معلوماتيا هاما للقروض يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تجسير الفجوة المعلوماتية وتقليل حالة عدم التجانس في المعلومات بين الإدارة والمساهمين، بسبب الدور الرقابي الحثيث للدائنين.

ومن جهة أخرى فقد أكدت دراسات الحاكمية المؤسسية العلاقة بين أداء الشركة وهيكل ملكيتها، حيث خلصت دراسة (Morck et al., 1988) ودراسة (McConnell and Servaes, 1990) أن ملكية الإدارة للأسهم مرتبط بعلاقة طردية قوية مع أداء الشركة عند مستوى الملكية المنخفض، وان هذه العلاقة تصبح عكسية عند مستويات الملكية الإدارية المرتفعة. فيما خلصت دراسة (Kole, 1995) إلى أن العلاقة الايجابية بين ملكية الإدارة وأداء الشركة يظهر

على المدراء، وقد أشارت دراسة (Jensen and Meckling, 1976) أن الاقتراض يقوض من نزعة المدراء لتحقيق مصالحهم الشخصية من خلال استغلال الأموال الحرة، وبالتالي يخفف من تكاليف الوكالة. وقد خلصت دراسة (Aghion and Bolton, 1997) إلى أن الدائنين عادة ما يفرضون سلطتهم على الشركات ذات نسبة المديونية المرتفعة في حال كانت الإرباح منخفضة أو كلما كانت الشركة تتعرض لحالة عسر مالي أكبر، مما يقلل من سيطرة المدراء على الشركة لمصلحة الدائنين، وهذا الوضع يدفع باتجاه مصلحة المساهمين.

وكذلك فقد خلصت دراسة (Grossman and Hart, 1982) ودراسة (Jensen, 1986) إلى أن الاقتراض يخفف من تدفق الأموال المتاحة للمدراء، مما يؤدي إلى تخفيض في تكاليف الوكالة، حيث انه ومن خلال دفعات الإقساط فإن الاقتراض يعمل على تخفيف الأموال المتاحة للمدراء، علاوة على ذلك فإن عقود الاقتراض بشروطها تعمل على تفويض نزعة المدراء نحو التوسع المفرط في بناء إمبراطورياتهم، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة، وزيادة القيمة السوقية للشركة. وقد أكدت دراسة (McConnell and Servaes, 1995) هذه النتيجة وخلصت إلى وجود علاقة ارتباط قوي بين مديونية

أن العلاقة بين عدد أعضاء مجلس الإدارة وكفاءة المجلس هي علاقة ايجابية، بسبب أن العدد الكبير يوفر خبرات متنوعة للمجلس، وفي دراسة سابقة لهما عام ٢٠٠٥ خلصت إلى أن هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين الزيادة في عدد أعضاء مجلس الإدارة. والأداء المالي ومؤشر Tobin's q. وأيدت دراسة (Florackis and Ozkan, 2004) هذا التوجه حيث خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة.

دراسة (Goyal and Park, 2002) أشارت إلى أن الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة يقوض عمل المجلس ويبطئ من سرعة قراراته في معالجة الانخفاض في أداء الشركة. كذلك فقد خلصت دراسة (Laing and McKnight, 2003) إلى أن الجمع بين المنصبين يؤدي إلى صعوبة رقابة المجلس على أداء المدير التنفيذي وصعوبة استبداله في حالة الأداء الضعيف. وعلى النقيض من ذلك فقد توصلت دراسة (Coleman and Biekpe, 2006) إلى وجود علاقة ايجابية بين الأداء المالي للشركة والازدواجية بين المنصبين بسبب التخلص من تكاليف الوكالة بينهما وسرعة تنفيذ القرارات. فيما لم تتوصل أية من دراسة (Florackis and Ozkan, 2004) ودراسة (McKnight and Mira, 2003) إلى

بشكل قوي عند مستويات الملكية الإدارية المرتفعة في الشركات الصغيرة.

دراسة (Jensen and Meckling, 1976) ودراسة (Myers, 1977) خلصتا إلى أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ملكية الإدارة وتكاليف الوكالة، في حين توصلت دراسة (Hiraki et al., 2003) ودراسة (Chen et al., 2003) إلى أن هناك علاقة ايجابية قوية بين ملكية الإدارة ومؤشر Tobin's q.

دراسة (Ehikioya, 2009) خلصت إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية كبار المساهمين وربحية الشركة في الشركات النيجيرية، فيما خلصت دراسة (Aiklony, 2004) إلى وجود علاقة ايجابية لنسبة ملكية المستثمر المؤسسي على أداء الشركات المالية.

وبالنسبة لخصائص مجلس الإدارة فقد خلصت كل من دراسة (Sanda et al., 2003) ودراسة (Hermalin and Weishach, 2003) ودراسة (Mak and Kushadi, 2002) ودراسة (Yermack, 1996) إلى أن هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة وربحية الشركات، بسبب أن زيادة حجم المجلس يزيد من صعوبات الاتصال والتنسيق والاختلافات في وجهات النظر. فيما خلصت دراسة (Coleman and Biekpe, 2006) إلى

استكمالا لتلك الدراسات كمحاولة للإجابة على التساؤل التالي:

ما هو دور أدوات الحاكمية المؤسسية في التخفيف من تكاليف الوكالة الإدارية في الدول النامية؟
متغيرات الدراسة:

أولاً: المتغير التابع: تكاليف الوكالة الإدارية (AGENCY_COST)

تم التمييز عن تكاليف الوكالة الإدارية بمعدل دوران الأصول كمؤشر معكوس لتكاليف الوكالة، وذلك تمثيلاً مع دراسة (Ang et al., 2000) ودراسة (Sign and Davidson, 2003) ويتم حساب معدل دوران الأصول من خلال النسبة بين المبيعات السنوية إلى مجموع الموجودات، ويمكن النظر إلى سبب انخفاض معدل دوران الأصول على أنه قرارات استثمارية سيئة وجهد غير كافٍ للإدارة وشراء الأصول غير المنتجة، ومن المتوقع أن تواجه الشركات ذات معدل دوران الأصول المنخفض تكاليف وكالة إدارية مرتفعة بين المدراء والمساهمين.

ثانياً: المتغيرات المستقلة

يتضمن نموذج الدراسة مجموعة من متغيرات الحاكمية المؤسسية ذات العلاقة بهيكل الملكية ومجلس الإدارة وتركيب رأس المال على النحو التالي:

أية أهمية معنوية لتأثير الازدواجية بين المنصبيين على ربحية الشركة.

دراسة (Coleman and Biekpe, 2006) خلصت إلى أن هناك علاقة ايجابية بين نسبة المدراء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة وأداء الشركة، وخلصت دراسة (Aikleng, 2004) ودراسة (Solomon et al., 2003) ودراسة (Denis and McConnell, 2003) ودراسة (Tsui and Gul, 2000) ودراسة (Denis and Sarin, 1997) إلى أن زيادة نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يلعب دوراً رقابياً مهماً لمصلحة صغار المساهمين ويزيد من درجة مساءلة الشركة ويخلق نوعاً من التوازن بين المدراء التنفيذيين ومجلس الإدارة مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة، وقد خالفت دراسة (Naoumova and KourtZevol, 2002) هذه النتيجة حيث خلصت إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة الأعضاء غير المستقلين في مجلس الإدارة وأداء الشركات الروسية.

مشكلة الدراسة:

عدم توفر دراسات عملية حول تأثير الحاكمية المؤسسية على تكاليف الوكالة في الدول النامية، وتباين نتائج الدراسات في الدول المتقدمة، يطرح تساؤلاً مهماً حول مدى تأثير الحاكمية المؤسسية على تكاليف الوكالة في الدول الأقل تقدماً، وتأتي هذه الدراسة

تخفيض تكاليف الوكالة. كما خلصت دراسة (Thomsen and Pedersen, 2000) إلى أن مساهمة الشركات تعمل على تحسين الأداء من خلال سلسلة القيمة ونقل المعرفة بينهما وتبادل الخبرات.

٢- نسبة ملكية المستثمرين الأجانب.

خلصت دراسة (Lins, 2003) إلى وجود علاقة ايجابية بين نسبة المساهمة الأجنبية وأداء الشركة، لما تشكله هذه المساهمة من أداة رقابية ومجال لتبادل الخبرات ومصدر للتمويل، فيما خلصت دراسة (Petkova, 2008) إلى أن المساهمة الأجنبية تعمل على تحسين الإنتاج من خلال الأساليب الحديثة والمتطورة التي تأتي مع المساهمة الأجنبية والزيادة في فعالية الرقابة على القرارات الإدارية.

٢- نسبة ملكية كبار المساهمين.

من الناحية النظرية فإن المساهمين يقومون بدور الرقابة على أداء الإدارة للتخفيف من تكاليف الوكالة الإدارية، إلا أنه من الناحية العملية فإن صغار المساهمين ليست لديهم القدرة أو الحافز على الرقابة أو التأثير في أداء الإدارة، وبالمقابل فإن كبار المساهمين لديهم الحافز والقدرة على الرقابة الإدارية بشكل كفاء. وبشكل عام فإنه كلما زادت نسبة مساهمة المستثمر كلما زادت القدرة والحافز للرقابة على الأداء بهدف حماية مصالحه حيث خلصت دراسة

أولاً: هيكل الملكية (تركيبية الملكية).

يعتبر هيكل الملكية أحد الأدوات المهمة للحاكمية المؤسسية التي من شأنها التأثير على أداء الشركة، ويعرف هيكل الملكية بأنه مجموع حصص رأس المال التي تمتلكها المجموعات والأفراد والتي تشكل في مجموعها رأس مال الشركة. وباختلاف هذه المجموعات فإن اهتماماتها ومصالحها وتأثيراتها في القرارات الإدارية والمالية تختلف، فقد خلصت دراسة (Shleifer and Vishny, 1986) إلى أن المجموعات المكونة لهيكل ملكية الشركة تسعى إلى تحقيق مصالح وأهداف ليست بالضرورة أن تكون متجانسة فيما بينهم.

وسيتم تحليل هيكل ملكية الشركات عينة الدراسة لتحديد أثر هيكل الملكية كأحد أدوات الحاكمية المؤسسية على تكاليف الوكالة من خلال دراسة:

١- نسبة الأسهم المملوكة للشركات:

تعتبر مساهمة الشركات والمؤسسات في ملكية الشركة من أدوات الحاكمية المؤسسية، حيث ينظر إلى هذه المساهمة كأداة رقابة فاعلة في الرقابة على الأداء والتخفيض من تكاليف الوكالة. فقد خلصت دراسة (Jensen and Meckling, 1976) إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين ملكية الشركات والأداء، لما لها من دور في

كان أقل كفاءة في إدارة الشركة والرقابة على أنشطتها بسبب صعوبة الاتصال بين الأعضاء وصعوبة التنسيق بالإضافة إلى الاختلاف في وجهات النظر، كما خلصت دراسة (Yermak, 1996) إلى أنه كلما كان حجم المجلس أكبر كان أقل كفاءة في إدارة الشركة والرقابة عليها بسبب اختلاف الآراء وعدم ترابط المجلس وبالتالي أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية على البوام بين حجم المجلس وأداء الشركة وبغض النظر عن مقياس الأداء المستخدم.

٢- عدد أعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة Board Independent

أن استقلالية مجلس الإدارة يعتبر احد المؤشرات المهمة لقوة الحاكمية المؤسسية، ويقصد باستقلالية مجلس الإدارة أن يحتوي على أعضاء من غير التنفيذيين في الشركة وان لا ترتبط بأعضاء المجلس مصالح شخصية في الشركة تؤثر على حياد قراراتهم. الأمر الذي يزيد من قدرة المجلس على الحد من نزعة الإدارة لتحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصلحة المساهمين، من خلال ممارسة المجلس المستقل لحقوقه الرقابية والقيام بدوره كصانع مستقل للقرارات بهدف الوصول بالشركة لتحقيق الأداء الأفضل.

خلصت دراسة (Byrd and Hickman, 1992) ودراسة (Rosensein and Wyatt, 1990)

(Shleifer and Vishny, 1986) ودراسة (Bukart, 1995) إلى أن زيادة نسبة كبار المساهمين في الشركة يعمل على منع عمليات السيطرة الخارجية على الشركة مما يشعر الإدارة بالأمان الأمر الذي ينعكس إيجاباً على تكاليف الوكالة والأداء.

ثانياً: مجلس الإدارة:

يعتبر مجلس الإدارة وكيلاً عن المساهمين لإدارة الشركة والرقابة على إدارتها التنفيذية، ولذلك فإنه ينظر لمجلس الإدارة على أنه احد أهم أدوات الحاكمية المؤسسية للشركة، والتي لها تأثير قوي على التخفيف من تكاليف الوكالة الإدارية. فقد خلصت دراسة (Van D. W. and Ingley, 2001) إلى أن مجلس الإدارة يلعب دوراً مهماً في وضع السياسات الاستراتيجية للشركة وضمان تطبيقها والرقابة الإدارية والمالية لضمان تحقيق الأداء الأفضل للشركة.

لقد أشارت الدراسات التي أجريت حول الحاكمية المؤسسية إلى أهمية مجلس الإدارة في الرقابة الإدارية وان فعالية مجلس الإدارة كأحد أدوات الحاكمية المؤسسية يعتمد على:

١- عدد أعضاء مجلس الإدارة Board Size

خلصت دراسة (Hermanlin and Wesback, 2003) إلى أنه كلما كان حجم مجلس الإدارة أكبر كلما

(وجود فجوة في المعلومات) بين المدراء التنفيذيين والمستثمرين الخارجيين أو توفر الأموال الحرة السائلة للمدراء التنفيذيين، ولذلك فإن التزامات خدمة الدين على الشركات ينظر إليها على أنها وسيلة لتخفيف تكاليف الوكالة وخاصة فيما يتعلق بالدين الخاص بالبنوك، حيث يتضمن القرض البنكي إرسال إشارات تعمل على هدم فجوة المعلومات بين المدراء والمستثمرين الخارجيين، فقد أشارت دراسة (Stulz, 1990) إلى أن الإعلان عن اتفاقية قرض بنكي للشركة يرسل إشارات إيجابية لسوق الأسهم عن الشركة؛ بحيث تشير إلى وجود علاقة جيدة بين الشركة والبنك، وهذه بدورها ترسل رسائل إيجابية عن قدرات الشركة المالية المستقبلية مما يؤدي إلى تضيق فجوة المعلومات بين المدراء التنفيذيين والمستثمرين الخارجيين، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة الناشئة عن عدم تجانس أو وجود فجوة في المعلومات.

وبالإضافة لمصدر القروض، فإن فترة القرض لها تأثير كبير على تكاليف الوكالة، فمن المعروف أن الاقتراض قصير الأجل قد يكون أفضل من الاقتراض طويل الأجل على تخفيض تكاليف الوكالة الناشئة عن الأموال الحرة المتاحة للمدراء وعلى إرسال رسائل إيجابية للمستثمرين الخارجيين، فقد خلصت دراسة (Myers, 1977) إلى أن

إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة وأداء الشركة، وكذلك فقد خلصت دراسة (Lin, S., et al., 2003) إلى أن هناك علاقة لرد الفعل الإيجابي بين سعر سهم الشركة والإعلان عن تعيين عضو مستقل في مجلس إدارتها.

٢- الازدواجية بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي لشركة CEO Duality

ينظر إلى الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة على أنه أحد مؤشرات الحاكمية القوية للمؤسسة، والذي يؤدي إلى تحسين كفاءة مجلس الإدارة في الرقابة الإدارية. وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة، فقد خلصت دراسة (White and Ingrassia, 1992) ودراسة (Coles and Hasterly, 2000) إلى أن الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة يوسع من صلاحيات وسلطة المدير التنفيذي للشركة ويضعف من الدور الرقابي لمجلس الإدارة، وبالتالي تصبح عملية تقييم المدير التنفيذي والاستغناء عنه عملية صعبة على مجلس الإدارة، مما يؤدي إلى أثار سلبية على أداء الشركة وزيادة في تكاليف الوكالة الإدارية.

ثالثاً: تركيبة رأس المال

عادة ما ترتبط مشكلة الوكالة في الشركات بعدم تجانس المعلومات

يملكون ٣% فأكثر من أسهم الشركة.

• نسبة ملكية الأجانب (FOREIGN_INV) وهي عبارة عن نسبة الأسهم التي يملكها الأجانب من غير العرب إلى رأس المال المدفوع للشركة.

• عدد أعضاء مجلس الإدارة (BOARD_SIZE).

• عدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة (BOARD_IND) وهو عبارة عن نسبة الأعضاء غير التنفيذيين وغير ذوي المصالح الشخصية مع الشركة إلى مجموع أعضاء مجلس الإدارة.

• الازدواجية بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CEO_DUAL) تم استخدام متغير وهمي (Dummy Variable) للازدواجية بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة بحيث يأخذ القيمة ١ إذا لم يكن هناك فصل بين الوظيفتين والقيمة ٠ خلافاً لذلك، وذلك انسجاماً مع الدراسات السابقة.

• القروض البنكية (BANK_LOAN) وهي عبارة عن نسبة القروض البنكية إلى مجموع القروض.

التضارب في المصالح بين المدراء التنفيذيين وحملة الأسهم فيما يتعلق بعدم ميل المدراء للاستثمار في استثمارات منخفضة المخاطر بسبب انخفاض عائدها (Underinvestment Problem) يمكن التخفيف منها من خلال الاقتراض قصير الأجل، كما خلصت دراسة (Brick and Ravid, 1985) إلى أن الاقتراض قصير الأجل يعمل على تخفيف تكاليف الوكالة وبالتالي زيادة قيمة الشركة في الحالات النادرة التي يكون فيها منحنى العائد متجهاً إلى الأسفل.

وعليه فإن مصدر الاقتراض والاقتراض قصير الأجل يمكن أن يكونا أدوات هامة للحاكمة المؤسسية تؤثر بشكل فعال على تكاليف الوكالة.

بناءً على ما سبق فإن نموذج الدراسة سيتضمن ثمانية متغيرات مستقلة هي:

• نسبة الأسهم المملوكة للشركات (COR_INV) وهي عبارة عن نسبة مجموع الأسهم المملوكة من قبل الشركات إلى رأس المال المدفوع للشركة.

• نسبة ملكية كبار المساهمين (LARGE_SHO) وهي عبارة عن نسبة الأسهم التي يملكها كبار المساهمين إلى رأس المال المدفوع للشركة على اعتبار أن كبار المساهمين هم الذين

بناءً على ما سبق فإنه يمكن كتابة نموذج الدراسة على النحو التالي:

• القروض قصيرة الأجل (SHORT_DEBT) وهي عبارة عن نسبة الالتزامات قصيرة الأجل إلى مجموع الالتزامات.

• بالإضافة إلى المتغيرات المستقلة الثمانية تم استخدام متغيرين ضابطين (Control Variables) في هذه الدراسة هما حجم الشركة (SIZE) معبراً عنها بلوغريتم مجموع أصول الشركة. كما تم استخدام متغير معدل النمو للشركة كمتغير ضابط ثاني، معبراً عنه بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة (MKTBOOK).

$$\begin{aligned} \text{Assets turnover} = & \beta_0 + \beta_{\text{COR_INV}} \text{COR_INV} + \beta_{\text{LARGE_SHO}} \\ & \text{LARGE_SHO} + \beta_{\text{FOREIGN_INV}} \text{FOREIGN_INV} + \\ & \beta_{\text{BOARD_SIZE}} \text{BOARD_SIZE} + \beta_{\text{BOARD_IND}} \\ & \text{BOARD_IND} + \beta_{\text{CEO_DUAL}} \text{CEO_DUAL} + \\ & \beta_{\text{BANK_LOAN}} \text{BANK_LOAN} + \beta_{\text{SHORT_DEBT}} \\ & \text{SHORT_DEBT} + \beta_{\text{SIZE}} \text{SIZE} + \beta_{\text{MKTBOOK}} \\ & \text{MKTBOOK} + \epsilon \quad \dots\dots\dots(1) \end{aligned}$$

المؤسسية على تكاليف الوكالة الإدارية

وعليه فإنه يمكن إعادة صياغة فرضية الدراسة العدمية بطريقة إحصائية على النحو التالي:

فرضية الدراسة:

يمكن صياغة الفرضية العدمية التي تسعى الدراسة لاختبارها على النحو التالي:

H_0 : ليس هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لأدوات الحاكية

$$H_0: \beta_{COR_INV} = \beta_{LARGE_SHO} = \beta_{FOREIGN_INV} = \beta_{BOARD_SIZE} = \beta_{BOARD_IND} = \beta_{CEO_DUAL} = \beta_{BANK_LOAN} + \beta_{SHORT_DEBT} = 0$$

وسيتم رفض الفرضية العدمية في حال كان:

حيث: β : معامل الانحدار للمتغير المستقل.

$$\text{Computed } F_{(0.05/2, n-k-1, k)} > F_{U(0.05/2, n-k-1, k)}$$

المتغير التابع، كم سيتم استخدام اختبار F لاختبار معنوية نموذج الدراسة عند مستوى معنوية (٠,٠٥) ودرجة حرية (n-k-1, k).

البيانات ومنهجية الدراسة:

تم استخدام أسلوب Cross-Sectional Average لاختبار تأثير أدوات الحاكمية المؤسسية على تكاليف الوكالة، بحيث تم قياس المتغير التابع (معدل دوران الأصول) ليعبر عن معكوس تكاليف الوكالة الإدارية في العام ٢٠٠٩، فيما تم حساب المتغيرات المستقلة (أدوات الحاكمية المؤسسية وبعض خصائص الشركة) كوسط حسابي خلال فترة الدراسة الممتدة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٩، بهدف التخفيف من مشكلة التقلبات قصيرة الأجل والقيم المتطرفة في البيانات، كما يساعد هذا الأسلوب في التخفيف من إمكانية ظهور علاقات تعكس تأثير معدل دوران الأصول بعوامل خاصة للشركة بحيث يصعب معها تعميم النتائج، وهو نفس الأسلوب

مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية في الفترة بين عامي ٢٠٠٠-٢٠٠٩ والبالغ عددها في نهاية عام (٢٠٠٩) ٧١ شركة، تم اختيار ٣٠ شركة بطريقة العينة العشوائية الميسرة بحيث تم اختيار ١٥ شركة كبيرة و ١٥ شركة صغيرة لدراسة تأثير حجم الشركة كمتغير ضابط (Control Variable) التي يمكن أن تؤثر في العلاقة بين أدوات الحاكمية المؤسسية وتكاليف الوكالة الإدارية.

التحليل الإحصائي للدراسة:

من اجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضيتها، تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression) بالاعتماد على حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS، وسيتم استخدام اختبار t لتقييم معنوية تأثير كل من المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة على

العينة إلى شركات ذات فرص نمو مرتفع وشركات ذات فرص نمو منخفض واختبار نموذج الدراسة لكل قسم من الأقسام على حده.

الإحصائي المتبع في دراسة (Rajan Zingales, 1995)

ولاختبار إمكانية تأثير معدل النمو على العلاقة بين أدوات الحاكمية المؤسسية وتكاليف الوكالة فقد تم تفاعل interaction نسبة معدل النمو المتوقع للشركة مع أدوات الحاكمية ذات الأهمية النسبية بالتأثير على تكاليف الوكالة ومن ثم تطبيق نموذج الدراسة على المتغيرات الجديدة، بالإضافة لذلك فقد تم تقسيم

جدول رقم (١)

نتائج التحليل الوصفي لعينة الدراسة المكونة من ٣٠ شركة.

	Mean	Min	Median	Max
AGENCY_COST	3.565	0.65	1.895	17.16
COR_INV	38.24	5.28	40.67	98.49
FOREIGN_INV	9.25	0	0.11	52.02
LARGE_SHO	68.96	18	75	98
BOARD_SIZE	8.03	3	7.5	13
BOARD_IND	70.83	0	73.21	100
CEO_DUAL	0.366	0	0	1
BANK_LOAN	14.1	0	2.66	85.7
SHORT_DEBT	12.07	0	0	86.46
SIZE	4.51	3.01	4.38	5.94
MKTBOOK	1.73	0.51	1.09	7.01

ملاحظة: تعريف المتغيرات موجود ضمن متغيرات الدراسة، يظهر هذا الجدول نتائج التحليل الوصفي للشركات عينة الدراسة بحيث تم حساب الوسط الحسابي للمتغيرات جميعها خلال فترة الدراسة ما عدا الوسط الحسابي لتكاليف الوكالة والتي عجز عنها بمعدل دوران الأصول كبدل معكوس لتكاليف الوكالة وقد تم حسابها في عام ٢٠٠٩.

النتائج:

t-test للفروق بين الوسط الحسابي لمعدل دوران الأصول لعينة الشركات مقسمة إلى شركات كبيرة وشركات صغيرة ومقسمة إلى أعلى وأقل من القيمة المتوسطة لمتغيرات أدوات الحاكمية المؤسسية وبعض

يظهر جدول رقم (٢) نتائج تحليل التباين الأحادي للفروق بين المتوسطات (Univariate mean-comparison) باستخدام Welch's

الشركات التي لديها هذه النسب أقل من قيمة المتوسط للعينة، كان معدل دوران الأصول لديها ٥,٥٨٢، ٥,٣٦٧، ١,٦٤٥، وان هـ الاختلافات في متوسط معدل دوران الأصول بين الشركات ذات القيم الأعلى من قيمة المتوسط للعينة والأقل منه كانت ذات دلالة إحصائية لنسبة ملكية كبار المساهمين عند مستوى معنوية ٠,٠٥.

خصائص الشركة، ويظهر الجدول انه في الشركات الكبيرة فإن الشركات التي لديها نسبة ملكية الشركات وملكية الأجانب وملكية كبار المساهمين أعلى من قيمة المتوسط للعينة، كان قيمة معدل دوران الأصول (كبدل معكوس لمتغير تكاليف الوكالة) ١,٦٣، ١,٢٥٨، ٥,٥٦٧، على التوالي، فيما

جدول رقم (٢) نتائج Welch's t-test

مقارنة الوسط الحسابي لمعدل دوران الأصول كبديل معكوس لمتغير تكاليف الوكالة بين الشركات ضمن العينة التي لديها تركيبة ملكية ومجلس إدارة وتركيبة رأس المال اعلى من متوسط العينة مقارنة بالشركات الأقل من متوسط العينة للشركات الصغيرة والكبيرة

	الشركات الكبيرة		Welch's t-test (الاختلاف بين الوسط الحسابي)	الشركات الصغيرة		Welch's t-test (الاختلاف بين الوسط الحسابي)
	الوسط الحسابي لمعدل دوران الأصول كممتغير معكوس يمثل تكاليف الوكالة للشركات ذات القيم الأعلى من متوسط قيمة العينة	الوسط الحسابي لمعدل دوران الأصول كممتغير معكوس يمثل تكاليف الوكالة للشركات ذات القيم الأقل من متوسط قيمة العينة		الوسط الحسابي لمعدل دوران الأصول كممتغير معكوس يمثل تكاليف الوكالة للشركات ذات القيم الأعلى من متوسط قيمة العينة	الوسط الحسابي لمعدل دوران الأصول كممتغير معكوس يمثل تكاليف الوكالة للشركات ذات القيم الأقل من متوسط قيمة العينة	
COR_INV	1.63	5.582	0.9341	3.907	3.141	2.6019**
FOREIGN_INV	5.567	1.645	2.2741**	4.151	2.897	1.9719***
LARGE_SHO	1.258	5.367	1.0194	4.228	2.585	3.9712*
BOARD_SIZE	3.065	4.147	-4.313*	3.297	3.751	-4.9518*
BOARD_IND	5.862	1.35	-3.7194*	4.105	3.088	1.6237
CEO_DUAL	1.532	3.015	-2.624**	2.805	4.242	-2.2914**
BANK_LOAN	4	3.204	1.8306***	3.88	3.168	1.1942
SHORT DEBT	4.808	2	0.8318	2.971	3.938	0.6291

ملاحظة: تعريف المتغيرات موجود ضمن متغيرات الدراسة، *، **، *** تعني مستوى معنوية ١%، ٥%، ١٠% على التوالي عند درجات حرية

أعلى من قيمة المتوسط للعينة كان معدل دوران الأصول (كبدل معكوس لتكاليف الوكالة) ٣,٩٠٧، ٤,١٥١، ٤,٢٢٨، على التوالي، أما

أما في الشركات الصغيرة، فيظهر الجدول أن الشركات التي لديها نسبة ملكية الشركات وملكية الأجانب وملكية كبار المساهمين

لمعدل دوران الأصول كانت ذات دلالة إحصائية لمتغير عدد أعضاء مجلس الإدارة وللمتغير الوهمي للزواجية بين منصبي رئيس وجلس الإدارة والمدير التنفيذي عند مستوى معنوية ٠,٠٥، ٠,٠١ على التوالي.

وبالنسبة لتركيب رأس المال فقد أظهرت النتائج أن الفروقات بين المتوسطات الحسابية لمعدل دوران الأصول كانت ذات دلالة إحصائية في الشركات الكبيرة لنسبة القروض البنكية عند مستوى دلالة ٠,١ فقط وللشركات الصغيرة لم تكن للفروقات بين المتوسطات الحسابية أية دلالة إحصائية لأي من متغيرات تركيب رأس المال.

مما سبق تظهر نتائج تحليل التغيرات الأحادي **Univariate analysis** أن هناك مجموعة من أدوات الحاكمة المؤسسية التي يمكن أن تساعد في زيادة معدل دوران الأصول وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة الإدارية في الشركات الكبيرة مثل: نسبة ملكية كبار المساهمين، وعدد أعضاء مجلس الإدارة، ونسبة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، والفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة، ونسبة القروض البنكية. أما في الشركات الصغيرة فقد أظهرت النتائج أن نسبة ملكية الشركات، ونسبة ملكية الأجانب، ونسبة ملكية كبار المساهمين، وعدد أعضاء مجلس الإدارة، والفصل بين رئيس مجلس

للشركات التي لديها هذه النسب، أقل من قيمة المتوسط للعينة فقد كان معدل دوران الأصول ٣,١٤١، ٢,٨٩٧، ٢,٥٨٥، على التوالي، وهذه الاختلافات في متوسط معدل دوران الأصول بين الشركات الأعلى والشركات الأقل من قيمة المتوسط للعينة، كانت ذات دلالة إحصائية لنسبة ملكية الشركات، ونسبة ملكية الأجانب، ونسبة ملكية كبار المساهمين، عند مستوى معنوية ٠,٠٥، ٠,٠١، ٠,٠١ على التوالي.

وبالنسبة لخصائص مجلس الإدارة، يظهر الجدول رقم (٢) أنه للشركات الكبيرة والتي لديها قيم أعلى من قيمة المتوسط للعينة لعدد أعضاء مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، والمتغير الوهمي للزواجية بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي كان معدل دوران الأصول لديها ٣,٠٦٥، ٥,٨٦٢، ١,٥٣٢، على التوالي فيما كان معدل دوران الأصول للشركات التي لديها هذه النسب أقل من قيمة المتوسط للعينة ٤,٠٤٧، ١,٣٥٠، ٣,٠١٥، على التوالي، وإن هذه الفروق بين المتوسطات الحسابية لمعدل الدوران كانت ذات دلالة إحصائية للمتغيرات الثلاثة عند مستوى معنوية ٠,٠١، ٠,٠٥، ٠,٠١ على التوالي.

أما بالنسبة للشركات الصغيرة، فيظهر جدول رقم (٢) أن الفروقات بين المتوسطات الحسابية

الإدارة والمدير التنفيذي للشركة هي من أدوات الحاكمية المؤسسية التي يمكن أن تخفض تكاليف الوكالة الإدارية بين الإدارة والمساهمين.

وباستخدام تحليل التباين المتعدد **Multivariate analysis** واستخدام **Cross-Sectional Regression** تم دراسة تأثير أدوات الحاكمية المؤسسية على معدل دوران الأصول كبدل معكوس لتكاليف الوكالة ويظهر جدول رقم (٣) النموذج الأول نتائج تحليل أدوات الحاكمية المؤسسية على معدل دوران الأصول كبدل معكوس لتكاليف الوكالة بوجود متغيرين ضابطين وباستخدام معادلة رقم (١) وتشير النتائج إلى أنه وبالنسبة لهيكل الملكية فإن معامل نسبة ملكية الشركات كان موجبا، وهذا يعني وجود علاقة ايجابية بين نسبة ملكية الشركات ومعدل دوران الأصول كبدل معكوس لتكاليف الوكالة، وإن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٠,١. مما يعني إن زيادة نسبة ملكية الشركات يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة بدلالة إحصائية، كذلك تشير النتائج في جدول رقم (٣) النموذج الأول إلى أن نسبة ملكية الأجانب ترتبط بعلاقة ايجابية مع معدل دوران الأصول، وبالتالي تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة، إلا أن هذه العلاقة ليست ذات أهمية إحصائية عند مستوى معنوية ٠,١. وبالنسبة لنسبة ملكية كبار

أما بالنسبة لخصائص مجلس الإدارة، فيظهر جدول رقم (٣) النموذج الأول أن معامل الانحدار **BOARD_SIZE** كان سالبا مما يعني وجود علاقة سلبية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة ومعدل دوران الأصول كبدل معكوس لتكاليف الوكالة، مما يعني أن نقص عدد أعضاء مجلس الإدارة يؤدي إلى زيادة معدل دوران الأصول، وبالتالي نقص تكاليف الوكالة. وبالنسبة **BOARD_IND** فقد كان معامل الانحدار موجبا، مما يشير إلى علاقة ايجابية بين نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة ومعدل دوران الأصول، بحيث أن زيادة نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى انخفاض تكاليف الوكالة الإدارية، وكذلك فقد أظهرت الدراسة أن معامل الانحدار **CEO_DAUL** كان سالبا، مما يعني أن الفصل بين الوظيفتين يؤدي إلى تحسين معدل دوران الأصول وبالتالي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.

كذلك يظهر جدول رقم (٣) النموذج الأول إلى أن العلاقة العكسية

بين معدل دوران الأصول وكل من $BOARD_IND$ و $BOARD_SIZE$ كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٠,٠١
 والعلاقة الطردية بين معدل دوران الأصول و CEO_DUAL

جدول رقم (٣)

نتائج تحليل معادلة أتحدار تكاليف الوكالة على أدوات الحكومية المؤسسية وبعض خصائص الشركة. باستخدام أسلوب Sectional Regressions Cross -ال

	Section 1		Section 2	
	Model (1)	Model (2)	High-growth	Low-growth
Constant	0.564 (1.374)	0.3972 (1.074)	.7215 (1.7123)	.4178 (1.6794)
COR_INV	0.141 (1.927)***	0.0223 (1.971)***	.5542 (2.9147)**	.0187 (.0734)
FOREIGN_INV	0.104 (-1.401)	-	.1137 (.0712)	.09472 (1.3904)
LARGE_SHO	0.708 (3.453)*	0.4720 (2.148)**	1.0914 (5.0914)*	.6841 (2.1539)***
BOARD_SIZE	-0.1943 (-1.917)***	-0.0156 (-2.457)**	-0.0327 (-2.3187)***	-1.3897 (-6.4215)*
BOARD_IND	0.418 (1.809)***	0.9592 (1.347)	1.0719 (3.2176)**	0.3714 (3.2706)**
CEO_DUAL	-0.015 (-1.901)***	-0.0187 (-.947)	-.9874 (-1.8254)	.00531 (.9641)
BANK_LOAN	0.18 (2.206)**	0.2926 (3.871)*	.2479 (.9124)	.4716 (2.0784)
SHORT_DEBT	0.122 (-1.588)	-	.4921 (1.5619)	.8731 (1.9024)
SIZE	0.19 (2.311)**	0.2647 (2.027)***	0.3078 (2.9157)***	0.1937 (2.8743)***
MKTBOOK	-0.214 (-3.148)*	-0.1497 (1.847)***	-	-
COR_INV* MKTBOOK	-	0.0271 (1.814)***	-	-
LARGE_SHO* MKTBOOK	-	0.1416 (2.618)**	-	-
BOARD_SIZE* MKTBOOK	-	-0.0018 (-3.012)*	-	-
BOARD_IND* MKTBOOK	-	-0.1818 (1.963)***	-	-

تابع جدول رقم (٣)

نتائج تحليل معادلة انحطار تكاليف الوكالة على أدوات الحاكمية المؤسسية وبعض خصائص الشركة. باستخدام أسلوب
Sectional Regressions Cross الـ

	المتغير التابع: معدل دوران الأصول (كإيداع معكوس لتكاليف الوكالة)			
	Section 1		Section 2	
	Model (1)	Model (2)	High-growth	Low-growth
CEO_DUAL*				
MKTBOOK	-	-0.0022 (-1.5231)	-	-
BANK_LOAN*				
MKBOOK	-	-0.0146 (-0.9124)	-	-
F	13.41	15.194	21.473	19.147
FU	2.82	2.86	8.84	8.84
R	0.383	0.427	0.5917	0.4938
N	30	30	15	15

ملاحظة: تعريف المتغيرات موجود ضمن متغيرات الدراسة، يظهر الجدول نتائج تحليل نموذج الانحدار باستخدام الـ cross-sectional regression للتنبؤ بتكاليف الوكالة باستخدام معدل دوران الأصول كإيداع معكوس عن تكاليف الوكالة، القيمة بين الأقواس عبارة عن قيمة t، إشارة - تدل على أن المتغير غير داخل في النموذج، ***، **، * تدل على مستوى معنوية 1%، 5%، 10% على التوالي، عند درجات حرية (k-n-1) ومستوى معنوية 0.05، اختبار F عند مستوى معنوية 0.05 / 2.

بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01، وأن زيادة القروض البنكية تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة بدلالة إحصائية عند مستوى 0.05، وأن زيادة نسبة مساهمة الشركات وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة تعمل وبدلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.1 على تخفيض تكاليف الوكالة، فيما أظهرت الدراسة أيضاً أن انخفاض عدد أعضاء مجلس الإدارة والفصل بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة من أدوات الحاكمية المؤسسية ذات الأهمية الإحصائية عند مستوى معنوية 0.1 في تخفيض تكاليف الوكالة.

وبالنسبة لهيكل رأس المال كأحد أدوات الحاكمية المؤسسية، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن مصدر القروض يلعب دوراً مهماً في تخفيض تكاليف الوكالة بدلالة إحصائية حيث يظهر جدول رقم (٣) النموذج الأول أن معامل الانحدار BANK_LOAN كان موجباً وذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05، فيما لم تظهر النتائج أي أهمية إحصائية لتأثير SHORT_DEBT على تكاليف الوكالة.

وعليه فإن نتائج تحليل النموذج الأول في الدراسة تشير إلى أن زيادة نسبة ملكية كبار المساهمين يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة

بسبب احتمالية أن يؤثر معدل النمو على العلاقة بين أدوات الحاكمية المؤسسية وتكاليف الوكالة للشركة فقد تم اختبار هذه الاحتمالية من خلال تفاعل أدوات الحاكمية المؤسسية التي أظهرت الدراسة أنها تؤثر بدلالة إحصائية على تكاليف الوكالة في النموذج الأول مع معدل النمو للشركة معبرا عنه بنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم (MKTBOOK) حسب النموذج الثاني التالي:

كذلك فقد أشارت الدراسة إلى أن معاملات المتغيرات الضابطة: حجم الشركة ومعدل النمو للشركة، كانت موجبة وسالبة على التوالي، مما يعني أن الشركات الصغيرة والشركات ذات معدل النمو المرتفع تواجه مشكلة وكالة بين إدارتها وحملة الأسهم بشكل أكبر من الشركات الكبيرة والشركات ذات معدل النمو المنخفض بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٠,٠٥ و ٠,٠١ على التوالي.

$$\begin{aligned} \text{Assets turnover} = & \beta_0 + \beta_{\text{COR_INV}} \text{COR_INV} + \beta_{\text{LARGE_SHO}} \text{LARGE_SHO} + \\ & \beta_{\text{BOARD_SIZE}} \text{BOARD_SIZE} + \beta_{\text{BOARD_IND}} \text{BOARD_IND} + \beta_{\text{CEO_DUAL}} \text{CEO_DUAL} + \beta_{\text{BANK_LOAN}} \text{BANK_LOAN} + \beta_{\text{SIZE}} \text{SIZE} \\ & + \beta_{\text{MKTBOOK}} \text{MKTBOOK} + \beta_{\text{COR_INV} * \text{MKTBOOK}} \text{COR_INV} * \\ & \text{MKTBOOK} + \beta_{\text{LARGE_SHO} * \text{MKTBOOK}} \text{LARGE_SHO} * \text{MKTBOOK} \\ & + \beta_{\text{BOARD_SIZE} * \text{MKTBOOK}} \text{BOARD_SIZE} * \text{MKTBOOK} \\ & + \beta_{\text{BOARD_IND} * \text{MKTBOOK}} \text{BOARD_IND} * \text{MKTBOOK} + \beta_{\text{CEO_DUAL} * \text{MKTBOOK}} \text{CEO_DUAL} * \text{MKTBOOK} \\ & + \beta_{\text{BANK_LOAN} * \text{MKTBOOK}} \text{BANK_LOAN} * \text{MKTBOOK} + \epsilon \dots\dots\dots(2) \end{aligned}$$

موجبا بدلالة إحصائية، وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (Lasfer, 2002) التي خلصت إلى أن تأثير بنية الملكية على قيمة الشركة أكبر في الشركات ذات معدل النمو المرتفع. وبالمقابل فقد أشارت الدراسة إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة احد أدوات الحاكمية المؤسسية التي لها تأثير عكسي ذو أهمية إحصائية في التخفيف من تكاليف الوكالة، وأن هذه الأداة أكثر كفاءة في الشركات ذات معدل النمو المنخفض، حيث كان معامل الانحدار لـ

يظهر جدول رقم (٣) النموذج الثاني أن نسبة ملكية الشركات أداة كفاء للحاكمية المؤسسية، وخاصة في الشركات ذات معدل النمو المرتفع، حيث يظهر الجدول أن معامل الانحدار للمتغير $\text{COR_INV} * \text{MKTBOOK}$ كان موجبا بدلالة إحصائية، كما تشير النتائج إلى أن نسبة ملكية كبار المساهمين تعتبر أداة من أدوات الحاكمية المؤسسية الفاعلة في الشركات ذات معدل النمو المرتفع حيث كان معامل الانحدار لـ

BOARD_SIZE * MKTBOOK

LARGE_SHO * MKTBOOK

كان موجبا وذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٠,٠١ (مستوى ثقة ٩٩%) في الشركات ذات معدل النمو المرتفع، وموجب وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٠% للشركات ذات معدل النمو المنخفض حيث بلغت قيمة t (١,٧٨٩١) لمعامل LARGE_SHO في الشركات ذات معدل النمو المنخفض، وهي قيمة قريبة جدا من القيمة الحدية (١,٧٢٩١) التي يصبح عندها المتغير غير ذي أهمية إحصائية عند ٩٠% مستوى ثقة أو أكثر. مما يؤكد النتيجة التي توصلنا إليها بتحليل النموذج الثاني من أن هيكل الملكية أداة فاعلة للتخفيف من تكاليف الوكالة في الشركات ذات النمو المرتفع.

وبالنسبة لعدد أعضاء مجلس الإدارة فيظهر الجدول رقم (٣) في القسم الثاني أن قيمة معامل انحدار BOARD_SIZE (-١,٣٨٩٧) بدلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٩% في الشركات ذات معدل النمو المنخفض، في حين كان (-٠,٣٢٧) عند مستوى ثقة ٩٠% للشركات ذات معدل النمو المرتفع، مما يؤكد أن عدد أعضاء مجلس الإدارة يتناسب عكسيا مع تكاليف الوكالة وأكثر كفاءة في تخفيضها في الشركات ذات النمو المرتفع. كما أشارت النتائج إلى أن معامل BOARD_IND (٠,٣٧١٤) و (-١,٤٧١٩) للشركات ذات معدل النمو المنخفض والمرتفع على التوالي. وتخالف هذه النتيجة ما

سالبا عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وتتسجم هذه النتيجة مع دراسة (Lasfer, 2002) التي خلصت إلى أن خصائص مجلس الإدارة تعتبر من أدوات الحاكمية المؤسسية المهمة للتخفيف من مشكلة الوكالة في الشركات ذات معدل النمو المنخفض. في حين أن تأثير نسبة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في التخفيف من تكاليف الوكالة أقل كفاءة في الشركات ذات معدل النمو المنخفض، حيث كان معامل الانحدار لـ BOARD_INC*MKTBOOK سالبا بدلالة إحصائية عند مستوى دلالة ٠,٠١.

تم تقسيم عينة الدراسة المكونة من ٣٠ شركة إلى قسمين: شركات ذات معدل نمو مرتفع وشركات ذات معدل نمو منخفض، بالاعتماد على نسبة MKTBOOK كمؤشر لمعدل النمو المتوقع للشركة. ومن ثم تم تطبيق نموذج الدراسة (معادلة رقم ١) على كل من القسمين للتأكيد احتمالية تأثير معدل نمو الشركة على كفاءة أدوات الحاكمية المؤسسية في التخفيف من تكاليف الوكالة، حيث يظهر جدول رقم (٣) في القسم الثاني أن معامل الانحدار COR_INV كان موجبا وذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٠,٠٥ (مستوى ثقة ٩٥%) في الشركات ذات معدل النمو المرتفع فقط وغير ذي أهمية إحصائية في الشركات ذات معدل النمو المنخفض. وبالنسبة لمعامل LARGE_SHO فقد

ويمكن ملاحظة قيم اختبار F من خلال جدول رقم (٣) حيث تشير أنها وفي جميع النماذج كانت أكبر من قيمة F الجدولية وبما أن

توصلت إليه دراسة (Lasfer, 2002) ، من أن خصائص مجلس الإدارة أكثر كفاءة في التأثير على الأداء في الشركات ذات النمو المنخفض.

$$\text{Computed } F_{(0.05/2, n-k-1, k)} > F_{U(0.05/2, n-k-1, k)}$$

أكثر فعالية في التخفيف من تكاليف الوكالة في الشركات ذات معدل النمو المرتفع، في حين أن بعض خصائص مجلس الإدارة أكثر فعالية في الشركات ذات معدل النمو المنخفض، مما يعني أن طبيعة الشركة من حيث سرعة نموها يؤثر على العلاقة بين أدوات الحاكمية المؤسسية وتكاليف الوكالة.

لجميع النماذج فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل البديلة والتي تنص على أن أدوات الحاكمية المؤسسية تؤثر بدلالة إحصائية على تكاليف الوكالة، وأن هذا التأثير هو إيجابي لكل من COR_INV و BOARD_IND و LARGE_SHO و BANK_LOAN وسليبي لكل من BOARD_SIZE و CED_DUAL في حين لم تظهر الدراسة أية أدلة على أهمية كل من FOREIGN_INV و SHORT_DEBT بالتأثير على تكاليف الوكالة.

المراجع

- Aghion, Philippe and Bolton, Patrick, (1997), "A Theory of Trickle-Down Growth and Development", *The Review of Economic Studies*, Vol. 64, No. 2, pp.151-172.
- Aik Leng, A. (2004). "The impact of corporate governance practices on firms' financial performance: evidence from Malaysian companies" *SEAN Economic Bulletin*, 21, 308.
- Ang, JS, Cole, RA. and Lin, JW. (2000), "Agency costs and ownership structure", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 81-106.
- Brick and Ravid, (1985), "On the Relevance of Debt Maturity Structure", *Journal of finance* 40, pp. 1423-1437.
- Bulcart M. (1995), "Initial Shareholding and Overbidding in Takeover Contests", *Journal of Finance* 50, pp. 1419-1515.

وبالخلاصة فإن نتائج تحليل المتغيرات المتعدد تشير إلى أن نسبة ملكية الشركات ونسبة ملكية كبار المساهمين هي أدوات فاعلة في التخفيف من تكاليف الوكالة، وأن انخفاض عدد أعضاء مجلس الإدارة وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة والفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة، كما أن القروض البنكية تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة بسبب أنها تضيق طرفاً خارجياً للرقابة على الإدارة. كما أظهرت الدراسة أن هيكل الملكية

- Paper No. 05/2003 Via
http://ssrn.com/abstract_id=320121.
- Denis, D., Sarin, A., (1997), "Agency Problem, Equity Ownership, and Corporate Diversification", *Journal of finance* 52, pp.135-160.
- Ehikioya, B. (2009). "Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria" *Corporate Governance Journal*, Vol.9, No. 3, pp 231-243.
- Florackis, C. and Ozkan A., (2004) "Agency Cost and Corporate Governance Mechanisms: Evidence from UK, Working Paper, University of York, UK.
- Florackis, C. (2005), "Internal corporate governance mechanisms and corporate performance: evidence for UK firms", *Applied Financial Economic Letters*, Vol. 1, pp. 211-16.
- Gaver, J.J. and Gaver, K.M. (1993), "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 125-60.
- Grossman S., and Hart, O., (1986). "The cost and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration" *Journal of Political Economy*, 94, pp 691-791.
- Goyal, V. and Park, C., (2002), "Board leadership structure and CEO turnover", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8 No. 1 pp. 49-66.
- Harris, Milton, and Artur Raviv. (1990). "Corporate control contests and capital
- Byrd, J. and Hickman, K. (1992), "Do outside directors monitor managers? Evidence from takeover bids?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 195-221.
- Chen, C. (2003), "Investment opportunities and the relation between equity value and employees' bonus", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30, pp. 941-74.
- Coleman, A. K., and Biekpe, N. (2005). "The relationship between board size, board composition, CEO" via www.essa.org.za/download/2005Conference/Kyereboah-Coleman.pdf.
- Coleman, A. K., and Biekpe, N. (2006). "The link between corporate governance and performance of the non-traditional export sector: evidence from Ghana" *Corporate Governance*, Vol. 6 No. 5 pp. 609-623.
- Coles, J., Hasterly . (2000). "Independence of chairman and board composition: Firm choices and shareholder value," *Journal of management*, 26(2), pp 195-214.
- DeMiguel, A, Pindado, J and De La Torre, C. (2003) "How Does Ownership Structure Affect Firm Value? A Comparison Using Different Corporate Governance Systems". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=479322> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.479322.
- Denis D. K., (2001) "Twenty-five years of corporate governance research . . . and counting" *Review of Financial Economics*, Vol. 10, pp.191-212.
- Denis, D.K. and McConnell, J.J.(2003). "International Corporate Governance" *Purdue University Finance Working*

- Finance and Accounting, Vol. 30, pp. 351-82.
- Mak, Y.T. and Kusnadi, Y. (2002), "Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value", working paper, National University of Singapore Business School, Singapore. Pacific-Basin finance Journal. Vol. 13 Issue 3 pp. 301-318.
- McConaughy, D.L., Walker, M.C., Henderson, G.V., and Mishra, C.S., (1998), "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value" *Review of Financial Economics*, Vol. 7 No. 1 pp. 1-9.
- McConnell, J.J. and Servaes, H. (1995), "Equity ownership and the two faces of debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 131-157.
- McKnight, P.J. & Mira, S., 2003, "Corporate Governance Mechanisms, Agency Costs and Firm Performance in UK Firms," <http://ssrn.com/abstract=460300>.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Myers, S. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175.
- Naoumova, L. and Koutzev, N., (2003), "Corporate governance and firm performance in Russia: an empirical study" *Journal of World Business*, pp. 385-396.
- Petkova, N., (2008), "Does foreign Ownership Lead to Higher Firm Productivity?" structure" *Journal of Financial Economics*, Is. 20, pp 55-86.
- Hermalin, B.E. and M.S. Weisbach. (2003). "Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature", *FRBNY Economic Policy Review*, pp. 7-26.
- Hiraki, T., Inoue H, I. to, A., Kuroki f, Masuda H., (2003), "Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985-1998", *Pacific-Basin Finance Journal* 11: pp. 239-265.
- Jensen, M. and Meckling W. (1976), "Theory of firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-60.
- Jensen, M. (1986). "Agency Cost of free Cash Flows, Corporate Finance. and Takeovers", *American Economic Review-Papers and Proceedings* No. 76.
- Kole, S., (1995), "Measuring Managerial equity ownership a Comparison of Sources of ownership data" *Journal of Corporate Finance* 1: pp.413-435.
- Laing, D. And McKnight P., (2003), "An Empirical Analysis of the impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms", <Http://ssrn.com/abstrac=286440>.
- Lasfer, A. (2002), "Agency costs and board structure", City Business School and SSRN working paper, City Business School, London.
- Lin, S., Pope, P. and Young S. (2003), "Stock market reaction to the appointment of outside directors", *Journal of Business*

- Smith, C.W. and Watts, R.L. (1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3-28.
- Solomon, J. F., Lin, S. W., Norton S. D. and Solomon, A. (2003), "Corporate Governance in Taiwan: Empirical Evidence From Taiwanese Company Directors" *Corporate Governance: An international Review*, 11(3), pp. 235-248.
- Stulz, R. (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3-28.
- Thomsen S, Pedersen T. (2000). "Ownership structure and economic performance in the largest European companies" *Strategic Management Journal* 2: pp. 689-705.
- Tsui, J. and Gul F, (2000), " Corporate Governance and Financial Transparencies in the Hong Kong" , <http://www.oecd.org/dataoecd/57/58/33919929.pdf>.
- Van Der Walt, N., Ingley, C, (2001). " Evaluating board effectiveness: the changing context of strategic governance" *Journal of change management*, Isu. 1 Vol. 4, pp. 218-234.
- White, J.W., and Ingrassia, P. (1992). "Board outs Managers at GM; Takes Control of Crucial Committee", *The Wall Street Journal*, Vol. 7, 1-8.
- Yermack, D. (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 No.2, pp.185-221.
- Working paper No. 197. <http://www2.searchresultsdirect.com/parking.php4?domain=workingpaper.com®istrar=238091&keyword=eXperience&eq=b3a7c686246e518765d51d1e7519f06&ac300=2>.
- Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004), "Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies", *Journal of Financial Economics* Vol. 28, pp. 2103-2134.
- Rajan, R. and Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-60.
- Rosenstein, S. and Wyatt, J.C. (1990), "Outside directors, board effectiveness and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 175-191.
- Sanda, A.U., Mukaila, A.S., and Garba, T. (2003), "Corporate governance mechanisms and firm financial performance in Nigeria: final report", paper presented to the Biannual Research Workshop of the AERC, Nairobi, Kenya, 24-29 May.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 95, pp. 461-488.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* Vol. 52, pp. 737-784.
- Singh, M. and Davidson, W.N. III (2003), "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, pp. 793-816.