

## أثر آليات التحصين الإداري على تكلفة رأس المال دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المدرجة بالبورصة المصرية

فاطمة محمود إبراهيم الدسوقي  
مدرس بقسم المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

### الملخص:

استهدف البحث الحالي اختبار أثر آليات التحصين الإداري على تكلفة رأس المال حيث تم قياس آليات التحصين الإداري من خلال (الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول، مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والرافعة المالية)، كما تم قياس تكلفة رأس المال من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، من خلال الإجابة على التساؤل التالي: هل تؤثر آليات التحصين الإداري على تكلفة رأس المال؟، ومن أجل اختبار فرضيات البحث تم الاستعانة بـ ٧٥ شركة من الشركات المساهمة المسجلة في بورصة الأوراق المالية، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٥ - ٢٠١٨، حيث تشير النتائج إلى:

- وجود علاقة سالبة (عكسية) بين الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول وتكلفة رأس المال، أي أنه عند الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول تنخفض تكلفة رأس المال، وأيضاً وجود علاقة سالبة (عكسية) بين الملكية الإدارية وتكلفة رأس المال، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء الإدارة العليا أدى ذلك إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وكذلك وجود علاقة موجبة (طردية) بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال، فكلما ازدادت نسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول ازدادت تكلفة رأس المال.

- كانت العلاقة بين مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وتكلفة رأس المال غير معنوية، بمعنى أن فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه لا تؤثر على تكلفة رأس

المال، وكذلك عدم معنوية العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، أى أن نسبة الأعضاء غير التنفيذيين فى مجلس الإدارة لا تؤثر على تكلفة رأس المال. مما يؤكد على الدور الهام الذى يمكن أن تلعبه آليات التحصين الإدارى خاصة (الإزدواجية فى دور المدير التنفيذى الأول، الملكية الإدارية، الرافعة المالية) فى تحديد تكلفة رأس المال.  
**الكلمات الدالة:** آليات التحصين الإدارى، تكلفة رأس المال، حوكمة الشركات.

## **The Effect of Managerial Entrenchment Mechanisms on the Cost of Capital**

### **"An Empirical Study on Egyptian Listed Companies"**

**Fatma Mahmoud Ebrahim Eldsouky**

**Lecturer, Department of Accounting, Faculty of Commerce,  
Zagazig University, Egypt**

#### **Abstract:**

The current research aimed to test the impact of managerial entrenchment mechanisms on the cost of capital, as managerial entrenchment mechanisms were measured through (CEO duality, CEO tenure, board independence, managerial ownership, and financial leverage), and the cost of capital measured by the weighted average cost of capital, by answering the following question: Do managerial entrenchment mechanisms affect the cost of capital? In order to test the research hypotheses, 75 Egyptian Listed Companies were used during the period from 2015-2018, the results indicate:

- There is a negative association between CEO duality and the cost of capital, and there is also negative association between managerial ownership and the cost of capital, as well as there is a positive association between financial leverage and the cost of capital.
- The relationship between CEO tenure and the cost of capital was not significant, as well as the relationship between the board independence and the cost of capital was not significant.

Which confirms the important role that managerial entrenchment mechanisms can play, especially (CEO duality, managerial ownership, and financial leverage), in determining the cost of capital.

**Keywords:** Managerial entrenchment mechanisms, Cost of capital, Corporate governance.

## ١. مقدمة ومشكلة البحث

لقد أدى انفصال الملكية عن الإدارة إلى حدوث مشكلة الوكالة، حيث يحدث تضارب في المصالح بين المديرين والمساهمين الخارجيين (Jensen and Meckling, 1976)، ولقد أدت هذه النزاعات المحتملة بين الإدارة والملاك إلى تطوير آليات حوكمة الشركات والتي تقدم الطرق التي يضمن بها موردوا التمويل للشركات الحصول على عائد مناسب على استثماراتهم (Shleifer and Vishny, 1997)، حيث تصنف آليات حوكمة الشركات إلى عدد من الفئات فمنها: الآليات القانونية والتنظيمية، والإفصاحات، وحقوق المساهمين، وهيكل الملكية، ومراقبة مجلس الإدارة، والتي توفر للمستثمرين الضمان بأن المديرين سيعملون على تحقيق مصالحهم (Ashbaugh-Skaife et al, 2006)، أي أن هذه الآليات توفر الحماية

لحقوق المساهمين، وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة وتحقيق التوافق بين الأصيل والوكيل (Davis et al., 1997).

بينما نجد أن آليات التحصين الإداري يمكن أن تسمح للمديرين بتحقيق منافعهم الذاتية على حساب مصالح المساهمين، حيث يحدث التحصين الإداري عندما يكون لدى المديرين سلطة أكبر من سلطتهم تمكنهم من تحقيق منافع شخصية على حساب مصالح المساهمين (Weisbach, 1988)، وبعبارة أخرى بزيادة مستوى التحصين الإداري يمتلك المديرين حوافز أكبر للعمل بما يخدم مصالحهم الشخصية والسعي وراء المنافع الذاتية، وعادة ما يكون ذلك على حساب المساهمين، حيث لا يمكن لمجلس الإدارة فصلهم بسهولة، لأن استبدالهم أمر مكلف بالنسبة للشركة، ويتخذ مجلس الإدارة عادة قرارًا بشأن استبدال المدير التنفيذي الأول في معظم الحالات بعد أداء مخيب للأمل، ولذلك نجد أن المديرين يحصنون أنفسهم للسبب الرئيسي وهو تقليل احتمالية استبدالهم (Berger et al., 1997).

ويتحقق التحصين الإداري من خلال عدة ممارسات منها: (أ) القيام باستثمارات تزيد قيمتها في ظل المدير التنفيذي الحالي عن أفضل مدير بديل، مما يجعله أكثر قيمة للشركة وتكلفة استبداله مرتفعة (Shleifer and Vishny, 1989)، (ب) أن يتمتع المدير التنفيذي الأول بعدة خصائص مثل طول مدة بقاءه في منصبه، وعمر أكبر، وملكية إدارية منخفضة، (ج) ضعف حوكمة الشركات، والتي تزيد من فرص التحصين الإداري (Bebchuk et al., 2009).

ويمكن للمدير التنفيذي الأول استخدام أي من الممارسات المذكورة أعلاه لتحصين نفسه، كما يمكن له استخدام سلطته للتأثير على هيكل رأس مال الشركة، وتقرير سياسة تمويل الشركة، وبهذا المعنى يمكن أن يؤثر التحصين الإداري على هيكل رأس المال، وستختار الشركة هيكل رأس المال المعظم للقيمة عندما تكون مصالح المديرين والمساهمين متوافقة تمامًا، ومع ذلك يمكن أن تكون مصلحة

المديرين والمساهمين مختلفة، وهنا يمتلك المديرين المحصنون حوافز للعمل بما يخدم منفعتهم الذاتية، وفي هذه الحالة سيختلف هيكل رأس المال الأمثل من منظور المدير المحصن عن منظور المساهمين، وعندئذ يكون للتحصين الإداري تأثير على هيكل رأس المال من خلال الانحراف المتعمد لمستوى الدين المعظم للقيمة، ويمكن أن يكون هذا إما أقل من النقطة المثلى أو أعلى منها، وبالتالي لا يتم تحديد هيكل رأس مال الشركة فقط من خلال قوى السوق الحقيقية ولكن أيضاً من خلال درجة التحصين الإداري (Morellec, 2004).

ويؤيد (Zwiebel, 1996) وجهة نظر (Morellec, 2004) بأن التحصين الإداري له تأثير على مقدار الرافعة المالية، وأوضح أن المديرين يسعون إلى زيادة فترة بقاءهم في منصبهم، وهو ما يهدده حدثان محتملان: الإفلاس والاستحواذ، ولتجنب هذان الحدثان يلجأ المديرين إلى الرافعة المالية، حتى لو كان خيار الرافعة هذا لا يفيد المساهمين.

وكذلك فإن المديرين المحصنين لديهم حرية التصرف بشأن اختيار الرافعة المالية لشركاتهم، فلقد توصل (Jensen, 1986) إلى أن المديرين المحصنين يفضلون الهياكل الرأسمالية ذات المستويات المنخفضة من الرافعة المالية، وذلك بسبب أن الرافعة المالية تقلل من المرونة وبسبب الرغبة في تقليل المخاطر المتعلقة بالشركة، بينما يقدم (Stulz, 1988) دليلاً متناقضاً بأن المديرين المحصنين يفضلون مستويات أعلى من الرافعة المالية من أجل حماية الشركة من عمليات الاستحواذ أو لتضخيم قوتهم التصويتية.

وعلى الرغم من أن آليات التحصين الإداري تفرض قيوداً عديدة على حقوق المساهمين مثل قدرتهم على عزل وتعيين المديرين، إلا أنه يمكن لحقوق المساهمين أن تحقق التوازن في القوى بين المديرين والمساهمين عن طريق توافر آلية رقابية من حقوق المساهمين تمكنهم من إستبدال وتغيير المديرين وتحقيق إنضباط المديرين في

أداء أعمالهم بالإضافة إلى تعرضهم للمسائلة وتقييم قراراتهم (Collins and Henry, 2011)، أى أنه يمكن القول أن حقوق المساهمين القوية تحد من التحصين الإداري من خلال قدرتهم على استبدال الإدارة أو مجازاتهم، وكذلك مساءلة أعضاء مجلس الإدارة، وأيضاً القدرة على اتخاذ القرارات الرئيسية بالشركة، ولذلك تبنت العديد من الشركات قيوداً تقلل من حقوق المساهمين مما ينتج عنه إدارة أكثر تحصيماً (Bebchuk and Cohen, 2005)، حيث يرى المساهمين أن مخاطر التدفق النقدي تزداد مع ارتفاع مستوى التحصين الإداري فيطلبون معدل عائد أعلى في مثل تلك الشركات، مما يزيد من تكلفة رأس المال (Lambert et al., 2007; Merton, 1987).

كما وجد (Fahlenbrach, 2009) أن المديرين في الشركات ذات حقوق المساهمين الأضعف لديهم القدرة على الدخول في عمليات الاستحواذ المدمرة للقيمة وبناء الإمبراطورية (Masulis et al., 2007; Walters et al., 2007)، ولذلك السبب وبدافع القلق من حدوث آثار سلبية بسبب التحصين الإداري، اقترحت لجنة الأوراق المالية والبورصات في عام ٢٠٠٣ تغييرات في القواعد من شأنها أن تتيح للمساهمين قدرة أكبر في اختيار مجلس الإدارة (Securities and Exchange Commission, 2003).

بالإضافة إلى أن حقوق المساهمين القوية يمكن أن تقلل من تكاليف الوكالة، مما يقلل من التحصين الإداري وبالتالي التقليل من تكلفة رأس المال، حيث يشير (Lambert et al, 2007; Hail and Leuz, 2006) إلى أن أنظمة المحاسبة عالية الجودة وهياكل حقوق المساهمين الأقوى تعمل على تقليل مقدار سوء استخدام التدفقات النقدية للشركة من قبل مديري الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، كما يؤكد (Lombardo and Pagano's, 2002) أن زيادة الإفصاح وأنظمة حقوق المساهمين الأقوى يجب أن ترتبط بتكاليف مراقبة منخفضة وتكاليف أقل لرأس المال، وبالتالي يأخذ المستثمرون في الاعتبار أن زيادة عوامل التحصين الإداري

تعكس مخاطر الحوكمة، مما يدفعهم لطلب عائد أكبر مقابل استثماراتهم مما يرفع من تكلفة رأس المال، بالإضافة إلى ذلك يؤكد (Ji et al., 2018) أن زيادة مستوى التحصين الإداري يمكن المديرين من الوصول إلى التمويل بشكل أفضل مما يقلل من تكلفة رأس المال.

ومن خلال العرض السابق يتضح الدور الذي يمكن أن تلعبه آليات التحصين الإداري في التأثير على تكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض، وعلى الرغم من ذلك لم تلاقى تلك الدراسة الاهتمام الكافي وبالأخص في البيئة المصرية، وبالتالي يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل الآتي:

**ما هو تأثير آليات التحصين الإداري على تكلفة رأس المال في الشركات المساهمة المصرية؟**

## ٢. هدف البحث

من خلال العرض السابق لمشكلة البحث يتضح أن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو فحص أثر آليات التحصين الإداري على تكلفة رأس المال المقاسة من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

## ٣. أهمية البحث

تتمثل أهمية البحث الحالي في العديد من النواحي لعل أهمها:  
- تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل التي تؤثر على أداء ومستوى الشركات، كما يعتبر من المحددات الجوهرية التي تعتمد عليها الشركات في اتخاذ قراراتها الاستثمارية والتمويلية، لذلك من الأمور الهامة هو دراسة العوامل التي من الممكن أن تؤثر عليها بشكل كبير، ولعل من أهمها هو آليات التحصين الإداري.

- ضرورة الانتباه إلى آليات التحصين الإداري والمتمثلة في (الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول، مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والرافعة المالية) لما لها من دور كبير في التأثير على تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، خاصة في ظل قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع خاصة في البيئة المصرية.

- التعارض في النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة فيما يتعلق بآليات التحصين الإداري وتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض، مما يبرز أهمية ذلك البحث خاصة في البيئة المصرية.

#### ٤. تنظيم البحث

في ضوء العرض السابق لمشكلة البحث، وهدفه سوف يتم تقسيم البحث كما

يلي:

- القسم الأول: مفهوم التحصين الإداري وآلياته.
- القسم الثاني: ماهية تكلفة رأس المال وكيفية قياسها.
- القسم الثالث: العلاقة بين آليات التحصين الإداري وتكلفة رأس المال.
- القسم الرابع: الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.
- القسم الخامس: تصميم البحث.
- القسم السادس: تحليل النتائج.
- القسم السابع: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية.



## القسم الأول مفهوم التحصين الإداري وآلياته

### ١. مفهوم التحصين الإداري **Managerial Entrenchment**:

يمكن تعريف التحصين الإداري بأنه المدى الذي يفشل فيه المديرون في تحقيق الانضباط مع آليات حوكمة الشركات والرقابة (Berger et al., 1997)، حيث يمثل تحصين الإدارة استراتيجيات معينة يتبناها المديرون في الشركة لزيادة الدور الذي يلعبونه في إدارة الشركة وزيادة الفرصة لتعظيم رأس المال (Hachana and Jamila, 2008)، أى أنه يمكن القول بأن التحصين الإداري هو امتلاك المديرين لسلطة أكبر من سلطتهم وذلك مقارنةً مع أصحاب المصالح بالشركة (Rodrigues and Antonis, 2011)، وبالتالي اختيار السياسات الاستثمارية التي تحقق مصالحهم الذاتية بصرف النظر عن مصلحة المساهمين (Kumar and Rabinovitch, 2013).

### ٢. آليات التحصين الإداري **Managerial Entrenchment Mechanisms**:

في هذا الجزء سوف يتم تناول أهم آليات التحصين الإداري وتتمثل في (إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلال مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والرافعة المالية)، كما يلي:

### ١,٢. الازدواجية في دور المدير التنفيذي الأول **CEO Duality**:

عندما يشغل نفس الشخص منصب المدير التنفيذي الأول ومنصب رئيس مجلس إدارة شركة ما ينتج عن ذلك ازدواجية في دور المدير التنفيذي الأول، وهي واحدة من أكثر القضايا إثارة للجدل في مجال القيادة الإستراتيجية، حيث نجد أن انضمام أو فصل منصبى المدير التنفيذي الأول ورئيس مجلس الإدارة يحظى باهتمام كبير من قبل كل من الممارسين والأكاديميين ( Yang and Zhao, 2014; )

(Krause, 2017)، بالإضافة إلى أن الأزمة المالية العالمية قد أثارت موجة من المقترحات للقضاء على ازدواجية المدير التنفيذي الأول وتحقيق مجلس إدارة مستقل.

وتقدم كلا من نظريتي الوكالة والإشراف توضيح للعلاقة بين ازدواجية المدير التنفيذي الأول وأداء الشركة حيث تتنبأ نظرية الوكالة بأن الوكلاء يميلون للسلوك الانتهازي وينغمسون في تحقيق المنافع المفرطة لأنفسهم على حساب مصالح المساهمين (Fama and Jensen, 1983)، وبالتالي فإن ازدواجية المدير التنفيذي الأول غير مرغوب فيها من هذا المنظور، لأنها تمنح سلطة زائدة إلى مسئول تنفيذي واحد مما يضعف مراقبة مجلس الإدارة، ويعزز التحصين الإداري ويؤثر سلبًا على أداء الشركة (Krause et al, 2014; Dalton et al, 1998)، ويبدو هذا الرأي مدعومًا على نطاق واسع من قبل الممارسين ومجموعة متنامية من الباحثين الذين يدافعون عن فصل المدير التنفيذي الأول عن رئيس مجلس الإدارة بحجة أن ازدواجية المدير التنفيذي الأول تُضعف حوكمة الشركات (Krause et al, 2014; Lublin, 2009).

على العكس من نظرية الوكالة تؤكد نظرية الإشراف أن ازدواجية المدير التنفيذي الأول يمكن أن تكون مفيدة لأداء الشركة، لأنها تضمن قيادة متماسكة وتشير إلى استقرار الشركة، وتمنح الثقة في إدارة الشركة (Donaldson and Davis, 1991)، كما يمكن أن تنتج الخبرة والمعرفة من ازدواجية المدير التنفيذي الأول، جنبًا إلى جنب مع اتخاذ القرارات بشكل أسرع ومكافآت أكبر للمديرين التنفيذيين (He and Wang, 2009)، لذلك فإن أحد الآثار الأساسية لنظرية الإشراف هو أن ازدواجية المدير التنفيذي الأول تعزز أداء الشركة من خلال تقليل التكاليف وأوجه عدم الكفاءة التي يمكن أن تنجم عن فصل المنصبين (Brickley et al., 1997).

## ٢,٢. مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه CEO Tenure:

أشار (Hambrick and Mason, 1984) إلى أن مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه تمثل خاصية رئيسية يمكن ملاحظتها ويمكن من خلالها التنبؤ بتصرفات

وسلوكيات المديرين التنفيذيين خلال فترة وجودهم وخدمتهم في هذا المنصب من حيث القرارات التي يمكن أن يتخذوها والتي من شأنها التأثير على قيمة وثروة الشركة، وبالتالي فإن الفهم العميق لفترة عمل المدير التنفيذي الأول مهم لفهم أدوار وسلوكيات المديرين التنفيذيين بشكل عام (Hambrick and Fukutomi, 1991).

وتسمح الفترة الطويلة لبقاء المديرين التنفيذيين في منصبهم بتراكم خبرة كبيرة لديهم، وتوفير فرصة كبيرة لتحقيق التحصين الإداري، وذلك لأنه لديهم الوقت اللازم لإقامة علاقات مع مختلف الشركاء لتوطيد قوتهم التفاوضية، وتوسيع هيمنتهم وتشكيل شبكة علاقات داخلية وخارجية للشركة، وبالتالي تسمح لهم هذه الأقدمية بالتأثير في صنع القرار لصالحهم (Hermalin and Weisbach, 2003).

كما وجد (Hill and Phan, 1991) أن مكافأة المدير التنفيذي الأول تزداد مع زيادة الأقدمية الإدارية، وبالتالي مع طول فترة بقاء المديرين التنفيذيين في مناصبهم سيكون لديهم المزيد من القوة لتنظيم برامج التعويض الخاصة بهم من أجل تحسين مصالحهم الخاصة، وكذلك أظهر (Brookman and Thistle, 2009) أن فترة عمل المدير التنفيذي الأول مرتبطة ارتباطاً موجباً باحتجازهم لرأس المال وكذلك المكافآت الخاصة بهم، كما أكد أيضاً أن قيمة الشركة تتجه نحو الانخفاض عندما تزداد الأقدمية، علاوة على ذلك أن فترة عمل المدير التنفيذي الأطول قد لا تؤدي دائماً إلى نتائج إيجابية لأنها ستؤدي إلى زيادة التحصين الإداري بمرور الوقت مما يسمح لهم بتشكيل الائتلافات وتجميع السلطة، ونتيجة لذلك فإنهم يميلون إلى أن يكون لديهم سيطرة أكبر على آليات الرقابة الداخلية ومن ثم فمن الأرجح أن يسعوا وراء مصالحهم الخاصة بدلاً من مصالح المساهمين (Chen et al, 2012).

بمعنى أن الفترة الطويلة لعمل المدير التنفيذي الأول تتيح تشكيل تحالفات مع المساهمين الرئيسيين، لتجميع السلطة وإقامة علاقات مع شركاء مختلفين، وكذلك امتلاك المديرين المزيد من السيطرة على آليات الرقابة الداخلية، ومن ثم فليديهم

فرصة أكبر لتحقيق منافع ذاتية على حساب منفعة المساهمين (Brockman and Thistle, 2009; Chen et al., 2012; and Hermalin and Weisbach, 2003)، ويتم قياس مدة عمل المدير التنفيذي الأول بعدد السنوات التي شغل فيها هذا المنصب، حيث تم اعتماد هذا المقياس من خلال العديد من الدراسات السابقة (Hill and Phan, 1991; Berger et al., 1997; Rose and Shepard, 1997; and Barker and Mueller, 2002).

### ٢, ٣. استقلالية مجلس الإدارة Board Independence:

تعتبر الحوكمة الفعالة للشركات من أهم الآليات للتغلب على مشاكل الوكالة، فهي قادرة على زيادة كمية ونوعية الإفصاحات بالإضافة إلى تعزيز الإفصاح التطوعي (Gul and Leung, 2004)، ولقد أوضح (Fama, 1980) أن مجلس الإدارة هو جوهر آلية الحوكمة الداخلية التي تراقب الوكلاء، وتعد نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين من أهم خصائص مجلس الإدارة فهي تمثل أحد أهم العوامل التي تعكس استقلالية مجلس الإدارة حيث تعتبر آلية مراقبة موضوعية ومهنية، كذلك فهي آلية رقابة أكثر أماناً لإدارة عقود العمل، أى أن المعرفة المهنية للمديرين المستقلين تجعل قرارات مجلس الإدارة أكثر عملية وقدرة على منع تشويه التقارير المالية بشكل كبير (Amran and Kamarul, 2014).

ويحقق التكوين الصحيح لمجلس الإدارة المراقبة الفعالة، بمعنى أن يتكون مجلس الإدارة من العدد الصحيح من المديرين المستقلين غير التنفيذيين، فوفقاً لدراسة (Hillman and Dalziel, 2003) يكون مجلس الإدارة مستقلاً عندما تكون هناك نسبة كبيرة من المديرين المستقلين غير التنفيذيين، حيث يعتبر المدراء غير التنفيذيين أكثر فاعلية في مراقبة المديرين وحماية مصالح المساهمين وبالتالي تقليل مشكلة الوكالة (Craven and Wallace, 2001; Weisbach, 1988)، كما أن المديرين غير التنفيذيين يعززون من فعالية الرقابة الداخلية، حيث يشير (الدليل المصري لحوكمة الشركات) إلى ضرورة أن يكون المدراء غير التنفيذيين أشخاصاً يتمتعون

بالكفاءة والمصداقية ويتمتعون بالمهارات والخبرة اللازمة، علاوة على ذلك يجب أن يتكون ثلث أعضاء مجلس الإدارة على الأقل من أعضاء مجلس إدارة غير تنفيذيين مستقلين حتى يكون مجلس الإدارة فعالاً.

ويتم تحديد استقلالية مجلس الإدارة بعدد المديرين الخارجيين غير التنفيذيين العاملين في مجلس الإدارة، وكلما زاد عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين زاد الاستقلال الجماعي لمجلس الإدارة عن ضغوط الإدارة، أى أن هؤلاء المديرين ليس لديهم أية روابط مع الإدارة التنفيذية مما يعفيهم من تكاليف الوكالة والنزاعات، أى أن مؤشر قياس استقلالية المجلس هو أخذ النسبة المئوية للمديرين غير التنفيذيين في مجلس الإدارة إلى إجمالي أعضاء المجلس (Zhang and Yu, 2016)، وهذا يعني أنه كلما زادت قيمة النسبة المئوية زادت استقلالية المجلس.

#### ٢, ٤. الملكية الإدارية **Managerial Ownership**:

إن المستويات المرتفعة من الملكية الإدارية تقلل من مشاكل الوكالة إلى حد كبير بسبب التوافق الكامل بين مصالح المديرين والمساهمين، حيث قام (Turong, 2006) بفحص تأثير الملكية الإدارية على حل نزاعات الوكالة، وتوصل إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية واستخدام الأصول بشكل أكثر كفاءة، مما يترتب عليه انخفاض تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى ذلك فقد توصل العديد من الباحثين إلى أن الملكية الإدارية تزيد من التحصين الإداري للمديرين، حيث يستفيدوا من صلاحيات اتخاذ القرار في الاجتماعات العامة للمساهمين بالإضافة إلى التأثير على اتخاذ القرار من قبل أعضاء مجلس الإدارة، مما يسمح لهم بالتغلب على مختلف أصحاب المصلحة ولا سيما كبار المساهمين (Jensen and Warner, 1988; Hermalin and Weisbach, 1988; Mörck et al., 1988; McConnell and Servaes, 1990; and Rashid, 2015).

بالإضافة إلى ذلك فقد وجد (Han and Suk, 1998) أن تأثير التوافق بين مصالح المديرين والمساهمين يهيمن إذا كانت الملكية الإدارية أقل من ٤١,٨٪، بينما مع مستويات الملكية الإدارية التي تزيد عن ٤١,٨٪ يكون المديرين قادرين على التحكم في مجلس الإدارة، وبالتالي ستسود استراتيجية التحصين الخاصة بهم مما يزيد من تضارب الوكالة مع المساهمين، بمعنى آخر سيكون لدى المديرين القوة الكافية لمواصلة تحقيق أرباحهم الخاصة على حساب المساهمين، وأظهرت دراسة أخرى أجراها (Gelb, 2000) أن المستويات الأعلى من الملكية الإدارية هي فرصة كبيرة للمدير المحصن لتعظيم المنفعة الخاصة به على حساب ثروة المساهمين.

كما أوضح (Larcker and Tayan, 2011) أن الغرض من الملكية الإدارية عادةً هو توفير الحوافز التي تحفز المديرين التنفيذيين على تحسين أداء الشركة، ومع ذلك يمكن أن يكون أيضًا احتمالًا لتشجيع السلوكيات غير المرغوب فيها، ويحدث ذلك عندما يتطلع المدير إلى زيادة قيمة أسهمه باستخدام وسائل أخرى غير تحسين القرارات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية، حيث يكون من المحتمل استخدام إحدى الاستراتيجيات الأربع الآتية: (١) التلاعب بالنتائج المحاسبية لتضخيم سعر السهم، (٢) التلاعب في توقيت منح خيارات الأسهم لزيادة قيمتها الجوهرية، (٣) التعامل مع الإفصاح عن المعلومات العامة لتناسب تواريخ التخصيص الأكثر ملاءمة، (٤) استخدام المعلومات المميزة للحصول على ميزة في البيع أو لضمان تحقيق منافع شخصية.

## ٥,٢. الرافعة المالية Financial Leverage:

تمثل الرافعة المالية مقياس لنسبة دين الشركة إلى حقوق الملكية، ويمكن للشركة ذات الرافعة المالية المثلى أن تتمتع بمزايا عديدة مثل تعظيم العوائد مع استخدام حقوق ملكية أقل للمساهمين، بالإضافة إلى تحقيق مزايا ضريبية حيث أن مصروفات فوائد الديون معفاة من الضرائب، ومع ذلك فإن الشركة ذات المديونية العالية تتعرض أيضًا لخطر الإفلاس والإعسار في حالة عدم سداد الديون (Ji et al., 2018).

ويعتبر التمويل عن طريق الديون والتي تعبر عنها الرافعة المالية أحد آليات التحصين الإداري، حيث أوضح (Jensen, 1986) أن التمويل بالديون من الأمور التي تقلل من مشاكل الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة، حيث أن الاعتماد على الديون يفرض على الشركة التزامات معينة يلزم الوفاء بها وإلا تعرضت الشركة للإفلاس، وبالتالي عدم القدرة على الدخول في استثمارات غير مجدية مما يقلل من التكاليف الخاصة بالوكالة، أي أنه يمكن القول أنه كلما ارتفعت نسبة الدين تنخفض فرصة التحصين الإداري، وذلك بناءً على أنه مع ارتفاع نسبة المديونية تزداد اشتراطات وتعهدات المديونية وبالتالي فرض المزيد من اجراءات الرقابة على الشركة (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨).

### القسم الثاني

## ماهية تكلفة رأس المال وكيفية قياسها

### ١. ماهية تكلفة رأس المال

تعبر تكلفة رأس المال عن المبلغ الذي يتوقعه المستثمرون بعد أن يقدموا رأس المال المطلوب من قبل الشركة، وفي الغالب تتكون مصادر رأس المال في الشركة من المستثمرين الذين يشترون الأسهم وحملة السندات الذين يقدمون قروضاً للشركة، وبالتالي من المتوقع أن تحقق الشركات عوائد تضمن حصول كل من المستثمرين وحاملي الديون على عوائد متوقعة على استثماراتهم (Anderson et al., 2000).

وتستخدم تكاليف رأس المال في الشركة لتحديد مدى منفعة الاستثمار، وتقييم المخاطر المرتبطة به، وبالتالي يجب على المديرين دائماً البحث عن الاستثمارات التي تتجاوز تكاليف رأس المال، كما تحدد تكاليف رأس المال استراتيجيات الشركة وقدرة المنظمة على المنافسة في المستقبل، وقد تستخدم الشركات تكاليف رأس المال لاتخاذ قرارات الميزانية الرأسمالية لتقديم ميزة إستراتيجية للشركة على المدى القصير، كذلك تؤثر تكاليف رأس المال على معدل الخصم وهيكل رأس المال في الشركة، وأيضاً تحدد تكاليف رأس المال عمليات الشركة والتي بدورها تحدد الربحية (Scott, and Pascoe, 1984).

## ٢. قياس تكلفة رأس المال

وفيما يلي نعرض للنماذج المختلفة لقياس كلا من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض:

### ١, ٢. قياس تكلفة حقوق الملكية:

تعتبر تكلفة حقوق الملكية عن الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون على استثماراتهم كما أنها مقابل للمخاطر التي يتحملونها، وهناك العديد من النماذج التي تم استخدامها لقياس تكلفة حقوق الملكية وفيما يلي نعرض لأهم هذه النماذج:

## ١, ١, ٢. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية The Capital Asset Pricing Model:

يصف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) العلاقة بين المخاطرة والعائد المتوقع للأسهم، ويقسم المخاطرة إلى نوعين: النوع الأول وهو المخاطر المنتظمة والتي لا يمكن تجنبها عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية والنوع الثاني وهو المخاطر غير المنتظمة والتي يمكن تجنبها عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية، ويتم قياس درجة المخاطرة المنتظمة عن طريق معامل بيتا Beta Coficient، ولقد استخدم هذا النموذج في العديد من الدراسات لقياس تكلفة حقوق الملكية (Bertomeu, and Cheynel, 2016; Swee-Sim et al., 2010) وفقاً للمعادلة التالية:

$$ER_i = R_f + \beta_i (ER_m - R_f)$$

حيث أن:

معدل العائد المتوقع لأسهم الشركة i.	$ER_i$
معدل العائد الخالي من المخاطرة.	$R_f$
معامل بيتا للشركة i ويقاس المخاطرة المنتظمة.	$\beta_i$
العوائد السوقية المتوقعة للأسهم.	$ER_m$
علاوة المخاطرة.	$(ER_m - R_f)$



### ٢، ١، ٢. نموذج Fama–French ثلاثي العوامل:

يختلف هذا النموذج عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في أنه يحتوى على ثلاثة عوامل وهي: حجم الشركة، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والعائد السوقى، حيث يدعم هذا النموذج افتراض أن الشركات ذات رؤوس الأموال الصغيرة تفوق في أدائها الشركات ذات رؤوس الأموال الكبيرة، كما يعتبر هذا النموذج أداة جيدة لتقييم أداء إدارة الشركة، ومع ذلك يعاب على هذا النموذج أنه يعتمد على العوائد المحققة للاستثمار بينما عند حساب تكلفة رأس المال يجب أخذ العوائد المتوقعة للاستثمار في الاعتبار (Fama and French, 1993)، ويتم قياس هذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$R_t = R_f + \beta_1(R_m - R_f)_t + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t$$

حيث أن:

معدل العائد المتوقع على الأسهم فى الفترة t.	$R_t$
معدل العائد الخالي من المخاطرة.	$R_f$
العائد السوقى للفترة t.	$(R_m - R_f)$
حجم الشركة فى الفترة t.	$SMB_t$
نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية فى الفترة t.	$HML_t$

### ٣، ١، ٢. نموذج السعر إلى الربحية Price to Earnings ratio:

يجمع هذا النموذج بين سعر الإقبال للسهم وربحية السهم المتوقعة، وكلما ارتفع هذا المؤشر دل على انخفاض تكلفة حقوق الملكية، ويبنى على افتراضين أن ربحية الأسهم ذات الأجل الطويل مساوية للصفر، وأنه لا يوجد توزيعات سنوية للأرباح (مليجى، ٢٠١٧؛ سليم ومحمد، ٢٠٢١؛ Easton, 2004)، ويعاب على هذا النموذج اعتماده على توقعات المحللين الماليين مما يجعله عرضه للحكم والتقدير الشخصى، ويتم حساب تكلفة رأس المال المملوك من خلال المعادلة التالية:

$$rEPG = \sqrt{\frac{eps_{t+2} - eps_{t+1}}{pt}}$$

حيث أن:

$rEPG$	تكلفة حقوق الملكية.
$eps_{t+1}$	تنبؤات المحللين الماليين للعائد المتوقع للسهم في الفترة $t+1$ .
$eps_{t+2}$	تنبؤات المحللين الماليين للعائد المتوقع للسهم في الفترة $t+2$ .
$pt$	سعر إقبال السهم في الفترة $t$ .

#### ٢، ١، ٤. نموذج The Gordon growth:

يربط هذا النموذج بين سعر السهم والأرباح المتوقعة وكذلك معدل النمو في الأرباح المتوقعة، حيث يقدم ثلاثة توقعات للنمو: معدل نمو الأرباح في العام الأول والعام الثاني ومعدل نمو أرباح سنوي لمدة خمس سنوات، ويفترض هذا النموذج ثلاثة افتراضات وهي: (١) السعر يساوي القيمة الحالية لأرباح الأسهم المتوقعة، (٢) هناك توزيعات أرباح ثابتة فيما يتعلق بالأرباح، (٣) هناك معدل نمو أرباح دائم ثابت  $g_b$  (Gordon, and Halpern, 1974)، ويتمثل ذلك النموذج في الآتي:

$$P_0 = \frac{eps_1}{re} + \frac{eps_2 - eps_1}{re(re - g_b)}$$

حيث أن:

$p_0$	سعر السهم في نهاية الفترة المالية.
$eps_1$	تنبؤات المحللين الماليين عن ربحية السهم في نهاية الفترة المالية الأولى.
$eps_2$	تنبؤات المحللين الماليين عن ربحية السهم في نهاية الفترة المالية الثانية.
$re$	تكلفة رأس المال المملوك.
$g_b$	معدل نمو ثابت للأرباح (ويقاس من خلال المعدل السنوي للنمو الاقتصادي).

### ٢, ١, ٥. نموذج The Ohlson–Juettner Model:

تم تطوير النموذج السابق من قبل (Ohlson–and Juettner, 2003) كما

يلى:

$$P_0 = \frac{eps_1}{re} + \frac{(eps_2 - eps_1 - r_e(eps_1 - dps_1))}{re(re - g_b)}$$

حيث أن:

$dps_1$	توزيعات الأرباح المحسوبة على الأساس الفعلي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات في الفترة المالية الأولى.
---------	--

### ٢, ١, ٦. نموذج Gode and Mohanram, 2003:

كما تم تطوير نموذج (Ohlson–and Juettner) من قبل (Gode and Mohanram, 2003)، حيث يستخدم هذا النموذج لقياس تكلفة رأس المال المملوك، ويقوم على العلاقة بين السعر والأرباح المتوقعة، كما يعتمد على تنبؤات المحللين الماليين، حيث تحسب تكلفة رأس المال المملوك وفقا للمعادلة التالية:

$$re = A + \sqrt{A^2 + \frac{eps_1 + 1}{P_0}(g_2 - g_b)}$$

$$A = \frac{1}{2}(g_b + \frac{dps_1}{p_0})$$

$$g_2 = \frac{eps_2 - eps_1}{eps_1}$$

حيث أن:

$g_2$	معدل نمو الأرباح المتبقية في الأجل الطويل ويقاس من خلال معدل التضخم المتوقع أى يساوى معدل العائد الخالي من المخاطر (متوسط معدل العائد الخالي من المخاطر لأذون الخزانة لمدة ١٠ سنوات).
-------	---

### ٢, ١, ٧. نموذج Omran, and Pointon:

ويتم قياس تكلفة حقوق الملكية من خلال نموذج (Omran, and Pointon, 2004)، حيث يعتبر هذا النموذج مناسب بشكل كبير للتطبيق في الأسواق النامية (سليم ومحمد، ٢٠٢١)، ويتمثل هذا النموذج في الآتي:

$$K = 1/[P\text{Ratio} - (E - D)/E]$$

حيث أن:

$K$	تمثل تكلفة حقوق الملكية.
$P\text{Ratio}$	ضاعف ربحية السهم (نسبة سعر السهم الى ربحية السهم).
$E$	تعبر عن ربحية السهم (نصيب السهم من صافي الربح بعد الضرائب خلال الفترة المالية الحالية).
$D$	تعبر عن توزيعات الأرباح (نصيب السهم من الأرباح الموزعة في الفترة الحالية).

### ٢, ٢. قياس تكلفة الاقتراض:

ويتم قياس تكلفة الاقتراض من خلال النموذج التالي (مليجي، ٢٠١٧؛ (Aldamen and Duncan, 2012):

$$CO\_DE = K \times (1 - T)$$

حيث أن:

$CO\_DE$	يمثل تكلفة الاقتراض.
$K$	تكلفة رأس المال المقترض قبل الضريبة (ويتم حسابها من خلال الفائدة المدفوعة / متوسط القروض طويلة الأجل).
$T$	معدل الضريبة.

## ٣، ٢. طريقة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Weight Average Cost of Capital):

ووفقاً لهذه الطريقة يتم حساب تكلفة رأس المال عن طريق قياس تكلفة كل عنصر من عناصر رأس المال على حدة، ثم ترجيح التكلفة بنسبة كل عنصر في هيكل التمويل (مليجي، ٢٠١٧؛ سليم ومحمد، ٢٠٢١؛ مرقص، ٢٠٢٢ (Barely et al., 2014 وذلك كما يلي:

$$WACC = \left[ \frac{EQ}{V} \times CO_{EQ} \right] + \left[ \frac{DE}{V} \times CO_{DE} \right]$$

حيث أن:

يمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.	<b>WACC</b>
إجمالي حقوق الملكية.	<b>EQ</b>
إجمالي مكونات رأس المال (EQ + DE).	<b>V</b>
تكلفة حقوق الملكية.	<b>CO_EQ</b>
تكلفة الاقتراض.	<b>CO_DE</b>
نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي مكونات رأس المال.	<b>EQ/V</b>
نسبة الاقتراض إلى إجمالي مكونات رأس المال.	<b>EQ/V</b>

### القسم الثالث

#### العلاقة بين آليات التحصين الإداري وتكلفة رأس المال

في هذا القسم سوف يتم تناول العلاقة بين الآليات المختلفة للتحصين الإداري وتكلفة رأس المال كما يلي:

#### الازدواجية في دور المدير التنفيذي الأول:

في أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، أكدت موجة إفلاس الشركات الكبيرة مثل Enron, WorldCom عدم فعالية الأعضاء المسيطرين في

مجلس الإدارة عندما تم توحيد سلطتهم من قبل المدير التنفيذي الأول (Rose, 2005)، وبعد سلسلة الانهيارات هذه أثار الدور الرقابي لمجلس الإدارة نقاشاً واسعاً بين الباحثين والاقتصاديين، حيث تعتمد القدرة على الإدارة على سمات معينة مثل توزيع السلطة بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (Pearce and Zahra, 1991; Finkelstein and Hambrick, 1996).

ولا يوجد اتفاق بين الدراسات النظرية حول ما إذا كانت ازدواجية في دور المدير التنفيذي الأول قد تؤدي إلى أداء أفضل أم لا، حيث وجد بعض الباحثين أن هذا الإزدواج سيكون فعالاً لأن المدير التنفيذي الأول لديه معرفة أفضل ببيئة الأعمال التي يديرها (Ozkan and Florackis, 2004)، بينما يرى البعض الآخر أن هذا الموقف يشكل إساءة استخدام للسلطة لأن دور رئيس مجلس الإدارة هو مراقبة المدير التنفيذي الأول، مما يؤدي غالباً إلى زيادة نزاعات الوكالة (Fama and Jensen, 1983; Jensen, 1993; and Rashid, 2012)، وكذلك فإن دمج كلتا الوظيفتين يمثل قيلاً رئيسياً أمام استقلالية مجلس الإدارة ويقلل من احتمالية أداء مهامه بكفاءة (Bebchuk and al., 2002).

كما تؤثر ازدواجية المدير التنفيذي الأول بشكل مباشر على قرارات تمويل الشركة، فيرى (Fama and Jensen, 1983) أنه يجب الفصل بين عملية مراقبة القرار وإدارة القرار، حيث تشمل إدارة القرار تقديم الاقتراح الجديد وبدء أي مشروع، بينما تشمل مراقبة القرار متابعة القرار الذي تم اتخاذه في المستوى الأولي أثناء تنفيذه، وبهذه الطريقة فإن وجود الازدواجية يجعل المدير التنفيذي الأول يجمع بين مرحلتى ادارة ومراقبة القرار، مما يؤدي إلى ظهور قضايا الوكالة في نهاية المطاف، ومن ناحية أخرى يشير (Fosberg, 2004) إلى أنه في حالة عدم وجود ازدواجية لدى المدير التنفيذي الأول تستخدم الإدارة المستوى الأمثل للديون في هيكل رأس مالها ومستوى أعلى للرافعة المالية.

كما توصل (Anwar et al, 2019) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين كل من ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وتكلفة رأس المال، بينما توصل كل من (Nosheen and Sajjad, 2018; Hassan et al., 2018) إلى وجود علاقة عكسية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وتكلفة حقوق الملكية.

### مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه:

من أجل أن يقوم المدير التنفيذي الأول بأداء وظائفه بشكل أفضل فإنه يحتاج إلى معلومات ومهارات ومعرفة بالبيئة الدقيقة والكلية للشركة، وبالتالي كلما زادت الفترة التي يخدم فيها المدير التنفيذي الأول في الشركة، كلما أصبح لديه معرفة أكثر بأمر الشركة، ومديريها وموظفيها، ونقاط القوة والضعف بها، والبيئة الكلية التي تحيط بها، لذلك يؤثر المدير التنفيذي قصير الأجل على أداء الشركة بشكل سلبي، بينما يقوم المدير التنفيذي طويل الأجل بتجميع جميع المهارات لمنصبه وجمع المعرفة والمعلومات المتعلقة ببيئة الشركة (Simsek, 2007)، على العكس من ذلك أوضح (Hambrick and Gregory, 1991) بأن طول فترة عمل المدير التنفيذي الأول لها علاقة عكسية بأداء الشركة لأن المدير التنفيذي طويل الأجل يحاول تجنب مشاركة المعلومات التي تضر بمنفعته الشخصية مما يزيد من عدم تماثل المعلومات.

كما أشار (Hermalin and Weisbach, 1998) بأنه مع استمرار بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه فإن ذلك يقلل من استقلاليته عن مجلس الإدارة، كما توصل (Miller, 1998) أن طول فترة عمل المدير التنفيذي الأول تؤثر بشكل سلبي على ربحية الشركة لأنها تخلق جموداً قوياً ومشاكل حادة داخل الشركة، وكذلك وجد (Naseem et al., 2019) أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي الأول تؤدي إلى سلوك أكثر انتهازية مما يخفف من أداء الشركة مما يكون له أثر سلبي على قيمة الشركة.

كما تشير أيضاً الأدبيات السابقة (Gibbons and Holmstrom, 1982; Murphy 1992) إلى أنه في الفترة المبكرة من تولي المدير التنفيذي الأول لمنصبه

يكون كلا من مجلس الإدارة والسوق غير متأكدين من قدرته على القيام بوظائفه، وهذا بدوره يمارس ضغوطاً على المديرين التنفيذيين في فترة ولايتهم المبكرة في هذا المنصب، فمن المرجح أن ينخرطوا في سلوك مخاطرة عالية أكثر من أولئك الذين في سنواتهم الأخيرة في المنصب (Luo et al., 2014; Miller 1991)، وبالتالي فمن المتوقع أن الشركات التي لديها مديرون تنفيذيون في فترتهم المبكرة في مناصبهم من المحتمل أن تدفع تكلفة دين أعلى من تلك التي في فترتهم اللاحقة في المنصب، بسبب ميل المديرون التنفيذيون إلى الانخراط في أنشطة محفوفة بالمخاطر مثل التلاعب بالأرباح، والذي سيتم تسعيره بعد ذلك من قبل المساهمين والمقرضين.

ولذلك فمن المتوقع أن يطلب المقرضين علاوة مخاطرة في الفترة المبكرة لتولي المديرين التنفيذيين مناصبهم أكثر من فترة توليهم المنصب في وقت لاحق، ولذلك فإن المديرين التنفيذيين من المرجح أن يببالغوا في تقدير قدرتهم الإدارية في فترة ولايتهم المبكرة في المنصب لخداع السوق (أي المبالغة في خسائر الشركة ونفقاتها) وإلقاء اللوم على المديرين التنفيذيين السابقين، ثم المبالغة في تحقيق الأرباح في السنوات اللاحقة (Strong and Meyer 1987; Elliot and Shaw, 1988; DeAngelo, 1988; Fama 1980; Gibbons and Murphy 1992; Hermalin, 1999) بمعنى أن الفترة المبكرة لتولي المديرين التنفيذيين في المنصب مرتبطة بمخاطر أعلى (Hermalin, 1999; Weisbach 1998; Holmstrom, 1999)، وبالتالي يمكن التنبؤ بأن المقرضين سيطالبون بعلاوة مخاطر أعلى في فترة تولي المديرين التنفيذيين المبكرة مقارنة بفترة ولايتهم اللاحقة في المنصب مما يزيد من تكلفة رأس المال.

على العكس من ذلك توصل (Orens and Reheul, 2013) إلى إنه كلما ارتفعت فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه كلما ارتفع مستوى رأس المال المقترض، ويرجع ذلك إلى أنه مع طول فترة شغل المنصب يكتسب المدير التنفيذي الأول الثقة والجرأة لتحمل المزيد من الديون، بالإضافة إلى توافر المعرفة والمهارات



التي تمكنه من إدارة الديون بشكل جيد، هذا إلى جانب زيادة ثقة المقرضين في المدير التنفيذي صاحب فترة البقاء الأطول.

### استقلالية مجلس الإدارة:

ترتبط نظرية الوكالة بالصراع بين المديرين والمستثمرين الذين يرغبون في تعظيم أرباح كل منهم (Jensen and Meckling, 1976)، وتعتبر المراقبة الفعالة هي أحد الحلول لحل ذلك النزاع، حيث تمثل المراقبة الفعالة في إطار حوكمة الشركات حماية لمصالح المستثمرين، فهي بمثابة ضمان للمستثمرين بأن مجلس الإدارة يتمتع بأداء جيد ولديه القدرة على حماية استثماراتهم بالإضافة إلى ضمان المعاملة المتساوية مع المساهمين الآخرين، مما يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار ويكون المستثمرين على استعداد لخفض عائد الاستثمار المطلوب وبالتالي تكلفة منخفضة لرأس المال المملوك (Setiany et al., 2017).

وأيضاً تشير نظرية الوكالة إلى أن استقلالية مجلس الإدارة تعد أمراً محورياً لأنه من المتوقع أن توفر السيطرة على ميل المديرين للتصرف بشكل انتهازي، حيث يؤدي استقلال مجلس الإدارة إلى اتخاذ القرارات بشكل حيادي وأكثر موضوعية، كما يمثل مجلس الإدارة المستقل أداة للرقابة الداخلية لحوكمة الشركات (Li, et al, 2007)، ويؤكد (Fama, and Jensen, 1983) بأن استقلالية مجلس الإدارة يمكن أن تحسن من فعاليته في تنفيذ وظائفه الرئيسية.

كما يؤكد (Lombardo and Pagano, 2002) أن التنفيذ الأفضل لحوكمة الشركات سيؤدي إلى انخفاض في تكلفة رأس المال، وذلك لأن المستثمرين لن يكونوا بحاجة إلى دفع تكاليف إضافية لمراقبة الإدارة والتحقق من المعلومات الصادرة عنها، لذلك فإن تطبيق حوكمة الشركات من خلال إشراف مجلس الإدارة سيخفض تكلفة رأس المال، من خلال تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين مما يحد من التصرفات الانتهازية التي من الممكن أن تحدث من قبل المديرين، ويتفق

مع ذلك الرأي (Jensen and Meckling, 1976) حيث يؤكد على الدور الهام الذي يلعبه مجلس الإدارة المستقل وكذلك اللجان الأخرى المساعدة للمجلس في الإشراف على وظائف الإدارة وأعمالها.

وتؤكد الأدبيات السابقة على وجود علاقة عكسية بين الاستقلال وتكلفة رأس المال (Anwar et al., 2019; Nosheen and Sajjad, 2018; Ashbaugh et al., 2004; Hassan et al., 2018) ، بينما توصل كل من (Shah and Butt, 2009; Khemakhem and Naciri, 2013) إلى وجود علاقة طردية بين استقلالية مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، وعلى الجانب الآخر توصل (Anderson et al., 2004) إلى وجود علاقة عكسية بين استقلالية مجلس الإدارة وتكلفة الديون.

### الملكية الإدارية:

تفترض نظرية الوكالة أن هناك علاقة موجبة بين مصلحة المساهمين والمديرين التنفيذيين عند ارتفاع نسبة الملكية الإدارية، فوفقاً لمبدأ التكامل المشترك للمستفيدين (Joint Integration of Beneficiaries) يكون هناك اتفاق مشترك بين الحقوق والواجبات (Jensen and Meckling, 1976) ، وبالتالي يمكن أن يلعب هيكل الملكية الإدارية دوراً إيجابياً يفيد جميع أصحاب المصلحة، مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف الوكالة وانخفاض تكلفة حقوق الملكية (Ashbaugh, et al., 2004).

فقد توصل (McKnight, and Weir, 2009) إلى أن الملكية الإدارية الأعلى يجب أن تقلل من تكاليف الوكالة والسبب وراء ذلك أن الملكية الإدارية المرتفعة ستجعل مصالح مجلس الإدارة والمالكين في نفس الاتجاه، علاوة على أن مجلس الإدارة سيكون الضحية الأولى لاتخاذ أي قرارات سيئة أو عدم مراقبة المديرين الانتهازيين.

وتعتبر الملكية الإدارية من أهم آليات الرقابة على المديرين التنفيذيين في حوكمة الشركات، فيمكن أن يكون لملكية أعضاء مجلس الإدارة تأثير على التخفيف من مشكلة الوكالة وارتفاع قيمة الشركات، ويرجع ذلك إلى إدراك المستثمرين أن هذه الآلية يمكن أن تسهم في الحفاظ على ثروتهم وزيادة حصصهم (Morck et al., 1988).

على العكس من ذلك أظهرت دراسة (Eng and Mak, 2003) كيف أثر هيكل الملكية الإدارية على الإفصاح ووجدت أن ارتفاع الملكية الإدارية كان سبب زيادة الإفصاح في العديد من الجوانب المالية للشركة، وكذلك أشارت نتائج دراسة (Himmelberg et al., 2004) إلى أن الملكية الإدارية أدت إلى زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية وهذه المعلومات تزيد من المخاطر لأن فقدان السرية في بعض المعلومات المهمة بسبب الإفصاح المفرط أدى إلى زيادة التكلفة، أي أن الملكية الإدارية تجعل مصالح المديرين تتماشى مع مصالح المساهمين ما يؤدي إلى درجة أقل من مشاكل الوكالة وتكلفة أقل لرأس المال المملوك، فعند اتفاق المصالح قد يميل المدراء التنفيذيون إلى تبني استراتيجيات يمكن أن تقلل من المخاطر المحتملة للشركة (Wan, 2015).

وهناك العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين الملكية الإدارية وتكلفة رأس المال مثل دراسات (Ashbaugh et al., 2004; Shah and Butt, 2009; Huang et al., 2009, Pham et al., 2012; Wan, 2015; and AlHares, 2019) حيث وجدت جميعها علاقة سالبة بين الملكية الإدارية وتكلفة رأس المال، ويمكن تفسير هذه النتائج بأن الزيادة في الملكية الإدارية تؤدي إلى تقليل تكلفة رأس المال، حيث تدعم هذه النتائج وجهة النظر القائلة بأن الملكية الإدارية تلعب دوراً كبيراً في تخفيف مشكلة الوكالة (Huang et al., 2009)، على الجانب الآخر فقد وجدت دراسات أخرى ارتباط موجب بين الملكية الإدارية وتكلفة رأس المال (Arslan and Abidin, 2019; Dakhlaoui and Gana, 2020; Khan, 2016) حيث تقترح هذه الدراسات أن المستوى الأعلى للملكية الإدارية قد يؤدي إلى تفاقم مشاكل الوكالة، فملكية المديرين لنسبة كبيرة من أسهم الشركة قد تجعل الشركة أكثر عرضة للتواطؤ

بين المديرين التنفيذيين وإدارة الشركة ومصادرة قيمة الشركة على حساب أقلية المساهمين، وعلى الجانب الآخر توصلت دراسة (Zhu, 2014) إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وتكلفة رأس المال.

### الرافعة المالية:

وتُظهر النماذج الكلاسيكية لمشكلة الوكالة الخاصة بالتدفق النقدي الحر (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Hart and Moore, 1995) أن الاستخدام الأكبر للديون يقلل من تكاليف الوكالة، لأنه يمنع المديرين من السعي وراء الاستثمار غير الفعال، ومع ذلك نجد أن التحصين الإداري يفتح المجال للمديرين لتحقيق منافعهم الذاتية على حساب الملاك، فقد يفضلون ديوناً أقل لتقليل مخاطر الشركة لحماية أنفسهم (Fama, 1980; Amihud and Lev, 1981)، أو بسبب الخوف من ضغوط الأداء المرتبطة بالالتزامات (Jensen, 1986; Morellec, 2004)، حيث تشير نظرية التحصين الإداري إلى وجود علاقة سالبة بين التحصين الإداري والرافعة المالية وأنه كلما تحسن مستوى الحوكمة كلما ارتفعت الرافعة المالية.

وفي المقابل تشير بعض النظريات إلى أن مديري الشركات المحصنة قد يريدون نفوذاً أعلى وقد يكون لديهم وصول أفضل إلى تمويل الديون لأن منافعهم أكثر توافقاً مع منافع الدائنين، وفي هذا المجال هناك ثلاث اتجاهات رئيسية لدعم فرضية مواعمة الدائن creditor alignment hypothesis، الأول وهو أن تمويل الديون يساعد على إضعاف محاولات بناء الامبراطورية ويقلل من احتمالية محاولة الاستحواذ (Stulz, 1988)، والثاني كما أوضح (Lambrecht and Myers, 2008) أن الشركات التي تتمتع بحماية أقل للمستثمرين لديها وصول محدود إلى تمويل حقوق الملكية، وبالتالي تعتمد بشكل أكبر على تمويل الديون، والثالث يشير إلى أن المديرين الأقل توجهاً نحو الأسهم لديهم حوافز تتماشى بشكل طبيعي مع الدائنين وهذا يسمح بوصول أكبر إلى أسواق الديون (John and Litov, 2010)، وتتنبأ

فرضية مواعمة الدائنين بأن المديرين المحصنين سيختارون الرافعة المالية الأعلى وستنخفض الرافعة المالية مع تحسن الحوكمة.

أى إنه يمكن القول أن المديرين قد يتجنبون تمويل الأسهم لصالح تمويل الديون وذلك للحفاظ على حقوق التصويت ومن ثم تحقيق مزايا خاصة بالسيطرة على الشركات، وأيضاً يفترض (Lambrecht and Myers, 2008) أن النزاعات بين المساهمين والمديرين والتي تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة للأسهم تؤدي إلى تمويل أقل للأسهم وزيادة الاعتماد على تمويل الديون، وكذلك فإن المديرين المحصنين الذين يسعون وراء مشاريع آمنة و/أو يبنون إمبراطوريات لحماية وتنويع رأس مالهم البشري لديهم مصالح أكثر انسجاماً مع الدائنين من أصحاب الأسهم، مما يسمح بإمكانية أكبر للحصول على تمويل الديون، بالإضافة إلى أن الشركات ذات الإدارة السيئة تستخدم رافعة مالية أكبر من الشركات ذات الإدارة الرشيدة، حيث تنتبأ فرضية مواعمة الدائنين أن المديرين المحصنين يستفيدون من وصولهم الأفضل إلى تمويل الديون (John and Litov, 2010).

ويمثل المستوى الأمثل للرافعة المالية فى مستوى الدين الذي يزيد من قيمة الشركة، ويتطلب هذا المستوى الأمثل المفاضلة بين فوائد استخدام الديون والتكاليف المرتبطة بها، على سبيل المثال المفاضلة بين المزايا الضريبية للديون وتكاليف الإفلاس، أو المفاضلة بين الحد من مشاكل الوكالة والتدفق النقدي الحر وزيادة مشاكل نقص الاستثمار، وإذا كانت الفائدة على رأس مال الدين أقل من معدل أرباح الشركة، فإن الربح المتبقي سيزيد من أرباح المساهمين دون أي زيادة في استثماراتهم، وبالتالي قد تؤدي الزيادة في الربح إلى زيادة عائد السهم (EPS) وبالتالي سعر السوق للأسهم (Bhayani, 2009)، حيث أوضح (Modigliani and Miller, 1958) تناقص المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال مع زيادة الرافعة المالية بسبب استخدام تكلفة الديون بعد خصم الضرائب، كما قام (Barges, 1963) بدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وتكلفة رأس المال، وتوصل إلى وجود علاقة

معنوية بين تكلفة رأس المال وحجم الدين بصرف النظر عن المزايا الضريبية المحققة، وأيضاً توصل (George, 2003) إلى وجود علاقة معنوية بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال، بينما توصل (Bhayani, 2009) إلى عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال.

### القسم الرابع

#### الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

فى هذا القسم سوف يتم عرض أهم الدراسات السابقة التى تناولت العلاقة بين آليات التحسين الإدارى وتكلفة رأس المال سواء المملوك او المقترض، ثم اشتقاق فروض البحث كما يلى:

#### ١. عرض الدراسات السابقة

##### دراسة Collins, and Henry, 2011:

اختبرت هذه الدراسة أثر التحسين الإدارى على تكلفة رأس المال المملوك من خلال استخدام بيانات مؤشر (Bebchuk et al, 2009) للتحسين الإدارى للفترة من ١٩٨٩ - ٢٠٠٢، وكذلك تم استخدام نموذج (Ohlson and Juettner-Nauroth, 2005) لتقدير تكلفة رأس المال، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين التحسين الإدارى وتكلفة رأس المال المملوك، بمعنى إنه كلما ارتفع مستوى التحسين الإدارى تزداد معه تكلفة رأس مال المملوك والعكس صحيح.

##### دراسة Baratiyan, Mahdi, 2013:

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين التحسين الإدارى وتكلفة رأس المال المملوك، حيث تم ذلك من خلال اختبار العلاقة بين التحسين الإدارى والمخاطر المنتظمة ومعدل نمو المبيعات ونسبة ملكية المدير التنفيذى الأول وتكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٥ شركة خلال الفترة من ٢٠٠٦ - ٢٠١٠، وتشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين فترات التحسين الإدارى المختلفة وتكلفة رأس مال المملوك، بالإضافة

إلى وجود علاقة معنوية بين معدل نمو المبيعات ونسبة ملكية المدير التنفيذي الأول، بينما لا توجد علاقة بين المخاطرة المنتظمة وتكلفة رأس المال.

#### دراسة Ji et al., 2018:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير التنوع في الشركات (تعدد القطاعات) على العلاقة بين التحصين الإداري وهيكل رأس المال، وتم قياس التحصين الإداري من خلال (الملكية المؤسسية، و ملكية المدير التنفيذي الأول، ومستوى قوة المدير التنفيذي الأول)، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩٨-٢٠١٤، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحصين الإداري وهيكل رأس المال في الشركات المتنوعة (التي تضم عدة قطاعات)، بينما كانت هناك علاقة سالبة بين التحصين الإداري وهيكل رأس المال في الشركات المركزة (التي تضم قطاع واحد فقط)، كما توصلت هذه الدراسة إلى أن المديرين الذين لديهم تحصين إداري في الشركات المتنوعة يستفيدون من وصولهم إلى تمويل الديون بشكل أفضل ويستخدمون المزيد من النفوذ المالي، في حين يحدث العكس في الشركات المركزة.

#### دراسة Ali et al, 2019:

اهتمت هذه الدراسة باختبار تأثير حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال المملوك وذلك بالتطبيق على عينة من ١٨ شركة من قطاع الأسمنت في باكستان خلال الفترة من ٢٠١٢-٢٠١٧، حيث تم قياس تكلفة رأس المال من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، وتشير النتائج إلى أن العلاقة بين (تركز الملكية و حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) وتكلفة رأس المال غير معنوية، بينما ترتبط فترة بقاء المدير التنفيذي الأول سلبياً مع تكلفة رأس المال.

### دراسة Alhares, A., 2019:

اختبرت هذه الدراسة تأثير آليات حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بالتطبيق على ٣٤ دولة في الفترة من ٢٠١٠ - ٢٠١٧، حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين (مؤشر حوكمة الشركات والملكية الإدارية وتركز الملكية) وتكلفة رأس المال، كما توصلت إلى أنه كلما ازدادت المخاطر كلما ارتفعت تكلفة الاقتراض مما يزيد من تكلفة رأس المال، بينما ارتفاع التصنيف الائتماني للشركات يخفض من تكلفة رأس المال.

### دراسة Abu Alia 2021, :

سعت هذه الدراسة إلى التحقق من تأثير أنشطة حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق على ٤٤ شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من ٢٠١٥ - ٢٠١٩، حيث تم قياس حوكمة الشركات من خلال (استقلال مجلس الإدارة، حجم المجلس، نسبة الإناث بالمجلس، وجود لجنة المراجعة، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول نسبة ملكية مجلس الإدارة، وتركز الملكية)، وتشير النتائج إلى أن تركز الملكية المرتفع وكذلك وجود إناث في مجلس الإدارة تؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال، بينما لم يكن هناك ارتباط بين (استقلال مجلس الإدارة، حجم المجلس، وجود لجنة المراجعة) وبين تكلفة رأس المال.

### دراسة Anderson et al., 2004:

قامت هذه الدراسة بفحص أثر خصائص مجلس الإدارة ونزاهة التقارير المحاسبية على تكلفة الديون، وذلك بالتطبيق على ٥٠٠ شركة صناعية، ولقد توصلت النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين (حجم مجلس الإدارة واستقلالية المجلس) وتكلفة الديون، أما بالنسبة للعلاقة بين (حجم لجنة المراجعة واستقلالية المراجعة وعدد اجتماعات لجنة المراجعة) كمقياس لنزاهة التقارير المحاسبية وتكلفة الديون فكانت علاقة عكسية، بينما كانت العلاقة بين (نسبة وجود خبراء ماليين في لجنة المراجعة والملكية الإدارية) وتكلفة الديون علاقة غير معنوية.



### دراسة Hajjha, et al., 2013:

تمثل الغرض من هذه الدراسة في التحقق من العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والمتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، واستقلال مجلس الإدارة، وإزدواجية دور المدير التنفيذي الأول) باعتبارها من أهم آليات حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال المملوك في الشركات المدرجة في بورصة طهران، حيث تم اختيار ٨٦ شركة صناعية خلال الفترة من ٢٠٠٥-٢٠١١، وتظهر النتائج علاقة معنوية سالبة بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال المملوك، وعلاقة معنوية موجبة بين استقلال مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال المملوك، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وتكلفة رأس المال المملوك.

### دراسة عرفة ومجدي، ٢٠١٥:

اهتمت هذه الدراسة بالتحقق من العلاقة بين آليات الحوكمة (استقلال مجلس الإدارة، وحجم المجلس، وإزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، وجودة لجنة المراجعة) وأداء الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٤٠ شركة من الشركات المسجلة في البورصة السعودية عام ٢٠١٣، وتشير النتائج إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ذات دلالة معنوية بين كل من جودة لجان المراجعة واستقلال أعضاء مجلس الإدارة وبين كفاءة القيمة المضافة، في حين توجد علاقة ارتباط ذات دلالة غير معنوية بين كل من حجم مجلس الإدارة وإزدواجية دور المدير التنفيذي الأول وكفاءة القيمة المضافة (إجمالي القيمة المضافة، والقيمة المضافة من رأس المال العيني، والقيمة المضافة من رأس المال الفكري).

### دراسة Faysal et al., 2020:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل الملكية (الملكية المؤسسية والملكية الإدارية) على تكلفة حقوق الملكية في الأسواق الناشئة، وتم جمع البيانات من الشركات المدرجة في البورصة العراقية الإيرانية خلال الفترة من ٢٠١٢-٢٠١٧،

وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية وتكلفة حقوق الملكية، بينما كانت هناك علاقة سالبة بين الملكية الإدارية وتكلفة حقوق الملكية في السياقين الإيراني والعراقي، وهذا يعني أنه عند زيادة الملكية الإدارية سيتم تخفيض تكلفة حقوق الملكية، وهذه النتائج تدعم دور الملكية الإدارية لتعزيز الأداء عن طريق خفض تكلفة حقوق الملكية.

### دراسة Owusu, 2022:

ركزت هذه الدراسة على التحقق من العلاقة بين مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وتكلفة الديون، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة لندن للفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٨، وتوصلت النتائج إلى ارتفاع تكلفة الديون كلما انخفضت مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، كما اختبرت هذه الدراسة الدور المنظم لاستقلال مجلس الإدارة ودوره في تخفيض تكلفة الاقتراض، حيث وجدت أن استقلالية مجلس الإدارة هي آلية مراقبة فعالة في تقييد سلوك المخاطرة لدى المديرين التنفيذيين خاصة عندما تكون مدة بقاءهم في منصبهم قليلة مما يخفض من تكلفة الديون، وتفسير ذلك هو أن المدير التنفيذي في الفترة الأولى لتوليته منصبه يكون على استعداد لتحمل المخاطر في شكل مبالغات في الأرباح للتأثير بشكل إيجابي على أصحاب الديون، ويدرك أصحاب الدين ذلك ومن ثم فإنهم يطالبون بتكلفة أعلى للديون عندما يكون المدير التنفيذي جديداً ويبحث عن المخاطر.

### دراسة Kouki, and Moez, 2016:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر التحصين الإداري على تكاليف الوكالة لحقوق الملكية، وذلك بالتطبيق على ١٢٠ شركة فرنسية خلال الفترة من ٢٠٠٠-٢٠١٤، حيث تم استخدام ثلاثة مقاييس لتكاليف الوكالة لحقوق الملكية وهي (استخدام الأصول ومصاريف التشغيل والمصاريف الادارية)، وتشير نتائج هذه الدراسة إلى أن عمر المدير التنفيذي، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، والتناقض بين الملكية وحقوق التصويت هي المحددات ذات الصلة لتعارض الوكالة بين المساهمين والمديرين، كما

تشير النتائج أيضاً إلى أن مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه والملكية الإدارية تشكل آليات حوكمة داخلية للشركات الفرنسية.

### دراسة Steiawan, and Rana, 2020:

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من العلاقة بين لجنة المراجعة وهيكل رأس المال مع اختبار الأثر المنظم لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول على تلك العلاقة في شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا، وتم الحصول على البيانات من التقارير السنوية للشركات المنشورة في الفترة من ٢٠١٣-٢٠١٧، كما تم قياس هيكل رأس المال بنسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول، وأظهرت النتائج أن طول فترة عمل المدير التنفيذي الأول تضعف من تأثير لجان المراجعة على هيكل رأس المال، ويمكن أن تساعد نتائج هذه الدراسة الشركات على الانتباه إلى حوكمة الشركات ومدة عمل المدير التنفيذي الأول لأنها يمكن أن تؤثر على سياسة هيكل رأس مال الشركة.

### دراسة George, 2003:

في هذه الدراسة تم اختبار تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال في بورصة نيروبي، وذلك خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٠١، وتشير النتائج إلى وجود تأثير معنوي لكل من الرافعة المالية ومعدل النمو ونسبة توزيع الأرباح والسيولة على تكلفة رأس المال، كما يختلف تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال من شركة إلى أخرى، ففي بعض الشركات تنخفض تكلفة رأس المال مع الرافعة المالية بينما بالنسبة للشركات الأخرى تزداد تكلفة رأس المال، وقد يرجع ذلك إلى الاختلافات في عقود المديونية التي تمت كتابتها من قبل هذه الشركات.

### دراسة Clark, 2018:

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين الرافعة المالية والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، بالتطبيق على مجموعة من البنوك الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩٦-٢٠١٢، وتشير نتائج هذه الدراسة إلى وجود اختلافات كبيرة في هذه العلاقة بين البنوك

المختلفة، فمن المرجح أن يرتفع إجمالي تكاليف رأس المال في البنوك الصغيرة والمتوسطة مع زيادة الرافعة المالية على العكس من البنوك الكبيرة، وقد ترجع هذه النتائج إلى الاختلافات في قوة ونطاق الضمانات الحكومية وفي تكوين أصول وخصوم البنوك.

### دراسة 2009، Bhayani:

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرافعة المالية على تكلفة رأس المال والقيمة السوقية لمجموعة من الشركات الهندية العاملة في صناعة الأسمت، وقد تم قياس تكلفة رأس المال من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وتشير نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال، وكذلك عدم معنوية العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.

### بعد عرض الدراسات السابقة، تتمثل مساهمة البحث الحالي فيما يلي:

تنوعت الدراسات السابقة الى تناولت العلاقة بين آليات التحصين الإداري وتكلفة رأس المال، فبعضها تناول واحداً فقط من هذه الآليات وعلاقته بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض، وبعضها تناول مجموعة من هذه الآليات واختبر أثرها على تكلفة رأس المال، كما اختلفت هذه الدراسات في نتائجها حول مدى تأثير آليات التحصين الإداري على تكلفة رأس المال، فبعضها توصل إلى علاقة موجبة والأخرى توصل إلى علاقة عكسية وبعضها لم يجد علاقة معنوية بين آليات التحصين الإداري وتكلفة رأس المال، وبالنظر إلى البيئة العربية نجد ان هذا الموضوع لم يحظى بالاهتمام الكافي خاصة في البيئة المصرية مما يدعم هذا البحث.

### ٢. اشتقاق الفروض

من خلال العرض السابق يمكن اشتقاق فروض الدراسة كما يلي:

الفرض الأول: تؤثر الازدواجية في دور المدير التنفيذي الأول على تكلفة رأس المال.  
الفرض الثاني: تؤثر مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على تكلفة رأس المال.

الفرض الثالث: تؤثر استقلالية مجلس الإدارة على تكلفة رأس المال.  
الفرض الرابع: تؤثر الملكية الإدارية على تكلفة رأس المال.  
الفرض الخامس: تؤثر الرافعة المالية على تكلفة رأس المال.

### القسم الخامس تصميم البحث

في هذا الجزء من البحث سوف يتم عرض تصميم البحث من حيث مجتمع وعينة البحث، ونموذج البحث وكذلك عرض لمتغيرات البحث وكيفية قياسها، ومصادر الحصول على بيانات البحث، وذلك من خلال ما يلي:

#### ١. مجتمع وعينة البحث:

إن مجتمع البحث للدراسة الحالية يتمثل في مجموعة الشركات المساهمة المصرية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية والمأخوذة من عدة قطاعات اقتصادية، وقد استعانت الباحثة بعدد ٧٥ شركة من هذه الشركات غير المالية (مع عدم تضمن العينة على شركات تنتمي لقطاعات البنوك والخدمات المالية، حيث أن هذه الشركات لها طبيعة خاصة تختلف في السياسات المالية والتقارير المالية والمعايير المحاسبية واللوائح والقوانين المنظمة عن الشركات غير المالية)، وقد تم تطبيق هذه الدراسة على الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠١٨، وفيما يلي سوف نعرض لشركات العينة الخاصة بالبحث:

#### جدول رقم (١): التوزيع القطاعي لشركات البحث

م	القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	نسبة عدد الشركات في كل قطاع إلى شركات العينة
١	الأغذية والمشروبات	١٦	٦٤	٢١,٣%
٢	العقارات	١٢	٤٨	١٦%
٣	الموارد الأساسية	١٠	٤٠	١٣,٣٣%
٤	الرعاية الصحية والأدوية	٩	٣٦	١٢%
٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٥	٢٠	٦,٦٧%

٦	التشييد ومواد البناء	٥	٢٠	٦,٦٧%
٧	منسوجات	٥	٢٠	٦,٦٧%
٨	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٣	١٢	٤%
٩	تجارة وموزعون	٣	١٢	٤%
١٠	السياحة والترفيه	٣	١٢	٤%
١١	نقل وشحن	٢	٤	٢,٦٧%
١٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٢	٤	٢,٦٧%
	الإجمالي	٧٥	٣٠٠	١٠٠%

## ٢. نموذج البحث:

يتمثل نموذج البحث في نموذج انحدار خطي متعدد (Multiple Linear Regression Model)، والذي يعتمد على أن تكلفة رأس المال تمثل دالة في آليات التحصين الإداري والمتغيرات الضابطة كما يلي:

تكلفة رأس المال = دالة (آليات التحصين الإداري + المتغيرات الضابطة)

$$WACC_{it} = B_0 + B_1 CEODAU_{it} + B_2 CEOTENURE_{it} + B_3 BIND_{it} + B_4 MOWN_{it} + B_5 LEV_{it} + B_6 SIZE_{it} + B_7 PROF_{it} + B_8 BSIZE_{it} + B_9 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$WACC_{it}$
الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$CEODAU_{it}$
مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$CEOTENURE_{it}$
استقلالية مجلس الإدارة للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$BIND_{it}$
الملكية الإدارية للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$MOWN_{it}$
تشير إلى الرافعة المالية للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$LEV_{it}$
حجم الشركة للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$SIZE_{it}$
العائد على الأصول للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$PROF_{it}$
حجم مجلس الإدارة للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$BSIZE_{it}$
نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للشركة $t$ خلال الفترة $t$ .	$CFO_{it}$
ثابت الانحدار.	$\beta_0$
معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات المستقلة.	$\beta_1 - \beta_9$
الخطأ العشوائي (المتبقى الإحصائي من تقدير النموذج).	$\varepsilon_{it}$

وفيما يلي نعرض التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث (آليات التحصين الإداري وتكلفة رأس المال والمتغيرات الضابطة) التي يتضمنها النموذج، وذلك على النحو التالي:

### جدول رقم (٢): التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي	متغيرات البحث	
	الرمز	المتغير
المتغير التابع (تكلفة رأس المال)		
عبارة عن المتوسط المرجح لتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض مرجحة بأوزان نسبية لكل مصدر للشركة في الفترة $t$ .	$WACC_{it}$	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
المتغير المستقل (آليات التحصين الإداري)		
إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كان المدير التنفيذي الأول يشغل منصب رئيس مجلس الإدارة و(صفر) خلاف ذلك.	$CEODAU_{it}$	الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه للشركة منذ بداية تعيينه كرئيس تنفيذي للشركة وحتى نهاية الفترة $t$ .	$CEOTENURE_{it}$	مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه
استقلال مجلس الإدارة ويتم قياسه من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين على العدد الإجمالي لأعضاء مجلس الإدارة للشركة في الفترة $t$ .	$BIND_{it}$	استقلالية مجلس الإدارة
الملكية الإدارية وتقاس من خلال نسبة الأسهم المملوكة لأفراد الإدارة العليا للشركة في الفترة $t$ .	$MOWN_{it}$	الملكية الإدارية
تشير إلى الرافعة المالية المقاسة من خلال نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول للشركة في الفترة $t$ .	$LEV_{it}$	الرافعة المالية
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في الفترة $t$ .	$SIZE_{it}$	
العائد على الأصول ويمثل ربحية الشركة وتقاس من خلال النسبة بين ربح الشركة إلى إجمالي أصول الشركة في الفترة $t$ .	$PROF_{it}$	
حجم مجلس الإدارة، ويقاس من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة في الفترة $t$ .	$BSize_{it}$	
وتمثل مقدار التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مقسومة إلى القيمة الإجمالية لأصول الشركة في الفترة $t$ .	$CFO_{it}$	

### ٣. قياس متغيرات البحث:

#### ■ المتغير المستقل: آليات التحصين الإداري والمتمثلة في:

(الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول - مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه - استقلالية مجلس الإدارة - الملكية الإدارية - الرافعة المالية).

#### ■ المتغير التابع: تكلفة رأس المال:

ويتم قياسها من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (وتمثل تكلفة مصادر التمويل طويل الأجل من خلال حقوق الملكية والأموال المقترضة)، وذلك عن طريق قياس تكلفة كل عنصر من عناصر رأس المال على حدة، ثم ترجيح التكلفة بنسبة كل عنصر في هيكل التمويل (مليجي، ٢٠١٧؛ سليم ومحمد، ٢٠٢١؛ مرقص، ٢٠٢٢ Barely et al., 2014) وذلك كما يلي:

$$WACC = \left[ \frac{EQ}{V} \times CO\_EQ \right] + \left[ \frac{DE}{V} \times CO\_DE \right]$$

حيث أن:

$WACC$	يمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.
$EQ$	إجمالي حقوق الملكية.
$V$	إجمالي مكونات رأس المال ( $EQ + DE$ ).
$CO\_EQ$	تكلفة حقوق الملكية، ويتم قياس تكلفة حقوق الملكية من خلال نموذج (Omran, and Pointon, 2004)، حيث يعتبر هذا النموذج مناسب بشكل كبير للتطبيق في الأسواق النامية (سليم ومحمد، ٢٠٢١).
$CO\_DE$	تكلفة الاقتراض، ويتم قياسها من خلال قسمة مصروف الفائدة على متوسط القروض طويلة الأجل (مليجي، ٢٠١٧؛ فوزي، ٢٠٢٢؛ Aldamen and Duncan, 2012).
$EQ/V$	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي مكونات رأس المال.
$DE/V$	نسبة الاقتراض إلى إجمالي مكونات رأس المال.



### ■ المتغيرات الضابطة ومبررات اضافتها:

#### - حجم الشركة Size:

تشير بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية (سالبة) لحجم الشركة مع تكلفة رأس المال، حيث نجد أن الشركات الكبيرة الحجم يكون لديها مرونة أكبر في الوصول إلى مصادر التمويل، وذلك بسبب قوتها الاقتصادية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم (Embong et al., 2012).

#### - معدل العائد على الأصول ROA:

كلما ارتفع معدل العائد على الأصول تنخفض تكلفة رأس المال، حيث أن زيادة الربحية يدفع الشركة إلى استخدامها كمصدر للتمويل الداخلي عوضاً عن التمويل الخارجي وبالتالي تنخفض معه تكلفة رأس المال (Berger, et al., 1997).

#### - حجم مجلس الإدارة BSize:

من المتوقع وجود علاقة سالبة (عكسية) بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، ويرجع ذلك إلى أنه يمكن لمجلس الإدارة الكبير اتخاذ قرارات أفضل لإدارة الشركة وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال (Hajiha, et al., 2013).

#### - التدفقات النقدية التشغيلية CFO:

تعتبر التدفقات النقدية التشغيلية مصدر للتمويل الداخلي للشركة وبالتالي كلما ارتفع مستوى التدفقات النقدية التشغيلية تنخفض تكلفة رأس المال، أي أن العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال من المتوقع أن تكون علاقة عكسية (Guedhami and Pittman, 2008).

#### ٤. مصادر الحصول على البيانات الخاصة بالبحث:

تم الاستعانة بمصادر مختلفة للحصول على بيانات الدراسة وذلك على النحو التالي:

- شركة مصر لنشر المعلومات.

- موقع مباشر مصر.
- موقع البورصة المصرية.

## القسم السادس تحليل النتائج

### ١. الإحصاءات الوصفية للمتغيرات:

يعرض الجدول التالي الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع (تكلفة رأس المال) والمتغير المستقل (آليات التحصين الإداري) والمتغيرات الضابطة، والتي توضح طبيعة هذه المتغيرات والخصائص المميزة لكل منها، وذلك من خلال عرض الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير بالإضافة إلى المتوسط الحسابي كأحد مقاييس النزعة المركزية والانحراف المعياري كأحد مقاييس التشتت.

### جدول رقم (٣): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	عدد الشركات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
<b>المتغير التابع (تكلفة رأس المال)</b>					
تكلفة رأس المال	٧٥	٠,٠٠١٢٠	٠,٨٩٨٦٧	٠,١٤٣٥٤	٠,١٥٤٣٧
<b>المتغير المستقل (آليات التحصين الإداري)</b>					
الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول	٧٥	٠	١	٠,٦٧	٠,٤٧١
مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	٧٥	١	١٨	٦,١٣	٤,٨٠١
استقلالية مجلس الإدارة	٧٥	٠,١٤٢٨٦	٠,٩٣٣٣٣	٠,٦٤٨٤٧	٠,٢٠٢٢٧
الملكية الإدارية	٧٥	٠	٠,٨٨٨٨٣	٠,٢٩٧٥٠	٠,٢٩٩٤٠
الرافعة المالية	٧٥	٠,٠٠٢٣٤	٠,٩٩٠٠	٠,٣٦٦٣٣	٠,٢٤٢٦٩
<b>المتغيرات الضابطة</b>					
حجم الشركة	٧٥	١٧,٢٩٨٠٥	٢٤,٠١٤٩١	٢٠,١٥٨١٢	١,٤٠٨٠٨
العائد على الأصول	٧٥	٠,٠٠٠٢٤	٠,٦٦٦٠٤	٠,٠٨٧٦٠	٠,٠٨٧٩٥
حجم مجلس الإدارة	٧٥	٣	١٧	٧,٥٢	٢,٥٤٠
التدفقات النقدية التشغيلية	٧٥	-٠,٧١٧٩١	٠,٩٦٧١٠	٠,٠٨٦٨٠	٠,١٧٦٦٤

### ومن خلال دراسة الجدول السابق يتضح ما يلي:

• تشير الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع (تكلفة رأس المال) إلى وجود اختلاف بين الشركات في هذه التكلفة المقاسة من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بشقيها (تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض)، حيث بلغ الحد الأدنى لهذه التكلفة ٠,٠٠١٢٠، بينما بلغت أقصى قيمة لها ٠,٨٩٨٦٧، وذلك بمتوسط حسابي ٠,١٤٣٥٤ وانحراف معياري ٠,١٥٤٣٧.

• أما بالنسبة للإحصاءات الوصفية الخاصة بآليات التحصين الإداري فقد كانت كما يلي:  
- بلغ عدد المشاهدات للشركات التي تقوم بالفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول ٩٨ مشاهدة وهو ما يعادل نسبة ٣٢,٦٧%، وهى نسبة منخفضة فى ضوء ما نص عليه دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى ومشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة بضرورة الفصل بين المنصبين، حيث بلغ المتوسط الحسابى لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ٠,٦٧، بانحراف معياري مقداره ٠,٤٧١، مما يشير إلى أن ٦٧% من شركات عينة الدراسة بها ازدواجية فى دور المدير التنفيذي الأول أى الجمع بين المنصبين وبالتالي توفر الفرصة للسيطرة وبسط النفوذ على الشركة.

- أما بالنسبة لمدة بقاء المدير التنفيذي فقد تراوحت ما بين (١) إلى (١٨) عاماً بمدى كبير يبلغ ١٧ عام، كما بلغ المتوسط الحسابى لتلك الفترة ٦,١٣ وانحراف معياري مقداره ٤,٨٠١.

- وتتراوح نسبة استقلال مجلس الإدارة ما بين ٠,١٤٢٨٦ و ٠,٩٣٣٣٣ بمتوسط حسابى مقداره ٠,٦٤٨٤٧ (٦٤,٨٤%) مما يدل على التزام غالبية شركات العينة بتطبيق دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى والذى ينص على أن تكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من المديرين غير التنفيذيين.

- وأيضاً تشير الإحصاءات الوصفية إلى أن متغير الملكية الإدارية بلغ الحد الأدنى له صفر والحد الأقصى ٠,٨٨٨٨٣ أى أن نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة فى أسهم

الشركة تتراوح ما بين عدم وجود ملكية إلى ٨٨,٨٨% وبمتوسط حسابي بلغ ٢٣٩٤١,٠ وانحراف معياري مقداره ٢٩٩٤٠,٠.

- كما تتراوح قيمة الرافعة المالية ما بين (٠,٠٠٢٣٤ - ٠,٩٩٠٠) وبلغ المتوسط الحسابي ٣٦٦٣٣,٠ وانحراف معياري مقداره ٢٤٢٦٩,٠، أى أن متوسط نسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول في شركات العينة تعادل ٣٦,٦٣٣% مما يدل على ان تلك الشركات تميل إلى الاعتماد على التمويل عن طريق حقوق الملكية أكثر من التمويل عن طريق الديون.

● وكذلك تشير الاحصاءات الوصفية للمتغيرات الضابطة إلى ما يلي:

- أن حجم الشركة مقاساً من خلال اللوغريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة تتراوح قيمته ما بين (١٧,٢٩٨٠٥ إلى ٢٤,٠١٤٩١) ومتوسط مقداره ٢٠,١٥٨١٢ وانحراف معياري قيمته ١,٤٠٨٠٨.

- يتراوح معدل العائد على الأصول في شركات العينة ما بين (٠,٠٠٠٢٤ إلى ٠,٦٦٦٠٤)، كما بلغ المتوسط الحسابي له ٠,٠٨٧٦٠ وبلغ الانحراف المعياري له ٠,٠٨٧٩٥.

- بلغ الحد الأدنى لحجم مجلس الإدارة ٣ أعضاء بينما بلغ الحد الأقصى لأعضاء المجلس ١٧ عضواً، كما بلغ المتوسط الحسابي لذلك المتغير ٧,٥٢ وانحراف معياري مقداره ٢,٥٤٠.

- أما بالنسبة لمتغير التدفقات النقدية التشغيلية فقد بلغ الحد الأدنى له ٠,٧١٧٩١ - بينما بلغ الحد الأقصى له ٠,٩٦٧١٠ وذلك بمتوسط مقداره ٠,٠٨٦٨٠ وانحراف معياري يساوي ٠,١٧٦٦٤.

## ٢. تحليل الارتباط:

### جدول رقم (٤) مصفوفة الارتباط لبيرسون الخاصة بمتغيرات البحث

المتغيرات	WACC	CEO DAUL	CEO TENURE	BIND	MOWN	LEV	SIZE	PROF	BSIZE	CFO
WACC	١									
CEO DAUL	٠,٠٣٨-	١								
CEO TENURE	٠,١١١-	**٠,١٨٧	١							
BIND	٠,٠٤٨-	*٠,١٤٧-	٠,٠٦١	١						
MOWN	٠,٠٩٢-	٠,٠٤٩	٠,٠٣٥	٠,٠٣٩	١					
LEV	٠,٠٠٨-	*٠,١٣٤-	٠,٠٦١	٠,٠٤٩-	٠,٠٩٠	١				
SIZE	*٠,١٢٦-	*٠,١٣٨-	٠,٠٦٥	٠,٠٩٦	٠,٠٠٨	**٠,٣٠٤	١			
PROF	**٠,٣٧٧	**٠,٢٢١	٠,٠٧٦-	٠,٠٣٥-	٠,٠٥٧	**٠,٢٠٩-	٠,٠٢٧	١		
BSIZE	٠,٠٠٧-	٠,٠٢٢	**٠,٣١١	**٠,٢٢٩	٠,١١٢	٠,٠٠٤-	**٠,٣٢٨	**٠,١٦٨	١	
CFO	٠,٠١٥-	*٠,١٢٣	٠,٠٩٥-	٠,١٤٧-	٠,٠٣٥	**٠,١٤٩-	٠,٠٠١	**٠,٣٦٥	٠,٠٠١-	١

\*\*، \* الارتباط دال عند مستوى معنوية (١%)، (٥%) على الترتيب.

من خلال عرض نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون (مصفوفة الارتباطات الثنائية) Pearson Correlation Matrix لمتغيرات البحث يتضح طبيعة العلاقات بين متغيرات البحث وكذلك مدى قوة هذه العلاقات واتجاهها، حيث نجد أنه إذا لم يرتفع معامل الارتباط عن (٠,٨) فيشير ذلك إلى عدم وجود مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات (Gujarati, 2003)، وبالنظر إلى مصفوفة ارتباط بيرسون نلاحظ أن جميع معاملات الارتباط بين متغيرات البحث كانت أقل من (٠,٨)، فقد كانت أعلى قيمة لمعامل الارتباط بين التدفقات النقدية التشغيلية والعائد على الأصول حيث بلغت تلك القيمة (٠,٣٦٥)، مما يعنى خلو نموذج الدراسة من مشكلة الإزدواج الخطى.

### ومن خلال دراسة مصفوفة الارتباط يتضح ما يلي:

- وجود ارتباط سالب غير معنوي بين كلا من (الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول ومدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه واستقلالية مجلس الإدارة والملكية الإدارية والرافعة المالية) وبين المتغير التابع تكلفة رأس المال المقاسة من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وذلك عند مستوى معنوية ٥%.
- وجود ارتباط سالب معنوي بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال، بينما هناك ارتباط سالب غير معنوي بين (حجم مجلس الإدارة والتدفقات النقدية التشغيلية) وتكلفة رأس المال، أما بالنسبة لمعامل الارتباط بين معدل العائد على الأصول وتكلفة رأس المال تدل على وجود ارتباط موجب معنوي عند مستوى معنوية ١%، ٥%.

### ٣. تحليل الانحدار:

تم استخدام نموذج الانحدار الخطى المتعدد (Multiple Linear Regression Model) والذي يختبر العلاقة بين تكلفة رأس المال (المتغير التابع) والمتغيرات المستقلة (آليات التحصين الإداري) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول وحجم مجلس الإدارة والتدفقات النقدية التشغيلية)، وذلك للتعرف على مدى تأثير آليات التحصين الإداري على تكلفة رأس المال، وذلك من خلال تقدير معالم ذلك النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares "OLS")، وتعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق شيوعاً لأن المقدرات الناتجة عنها تتميز بأنها غير متحيزة وخطية كما أن لها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١).

وكذلك تم التأكد من عدم تعرض نموذج الدراسة للمشاكل التي يمكن أن يتعرض لها تحليل الانحدار الخطى المتعدد، فقد تم استخدام اختبار دربن واتسون-Durbin-Watson للتعرف على مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، حيث كانت قيمة هذا الاختبار تساوى (١,٧٧٥) وبالكشف عن هذه القيمة في جداول دربن واتسون يتبين خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي

بين الأخطاء، وأيضاً تم التأكد من عدم تعرض النموذج لمشكلة الازدواج الخطي (Multi-collnearity) من خلال قياس معامل تضخم التباين (" VIF " Variance Inflation Factor) حيث يعتبر الأمر مقبولاً مادام معامل (VIF) لم يتخطى ١٠ بالنسبة لأى متغير من متغيرات الدراسة، وتوضح النتائج أن درجة الازدواج الخطي بين متغيرات النماذج منخفضة وغير خطيرة، حيث كانت أقصى قيمة لمعاملات تضخم البيانات التي تم الحصول عليها من هذه النماذج ١,٣٧٧، بينما كانت أقل قيمة ١,٠٣٤، مما يشير إلى عدم تعرض نموذج الدراسة لمشكلة الازدواج الخطي، ويمكن عرض معاملات التضخم لمتغيرات الدراسة كما يلي:

#### جدول رقم (٥) معاملات التضخم للمتغيرات المفسرة

معامل التضخم	المتغيرات
١,١٦٦	الإزدواجية فى دور المدير التنفيذى الأول $CEODAU_{it}$
١,٢٠٠	مدة بقاء المدير التنفيذى الأول فى منصبه $CEOTENURE_{it}$
١,١١٤	استقلالية مجلس الإدارة $BIND_{it}$
١,٠٣٤	الملكية الإدارية $MOWN_{it}$
١,٢١٦	الرافعة المالية $LEV_{it}$
١,٢٨٥	حجم الشركة $SIZE_{it}$
١,٢٩٨	العائد على الأصول $PROF_{it}$
١,٣٧٧	حجم مجلس الإدارة $BSIZE_{it}$
١,١٩٨	التدفقات النقدية التشغيلية $CFO_{it}$

ويتضح مما سبق توافر الشروط اللازمة لتطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد بدون أى مشاكل قياسية من الممكن أن تؤثر على صحة النتائج، ويمكن عرض نتائج تحليل الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة باستخدام طريقة الإدخال Enter والتي توضح انحدار تكلفة رأس المال المقاسة من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال على آليات التحصين الإداري والمتغيرات الضابطة وذلك كما يلي:

جدول رقم (٦): نتائج تحليل إنحدار تكلفة رأس المال على آليات التحصين الإداري والمتغيرات الضابطة

المتغيرات	معاملات الانحدار $\beta$	قيمة $t$	الدلالة Sig
المقدار الثابت	٠,٥٤٢	٤,٣١٦	٠,٠٠٠
الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول $CEODAU_{it}$	-٠,٠٣٨	-٢,٠٥٧	**٠,٠٤١
مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه $CEOTENURE_{it}$	-٠,٠٠٢	-١,١٥٨	٠,٢٤٨
استقلالية مجلس الإدارة $BIND_{it}$	-٠,٠٣٥	-٠,٨٢٨	٠,٤٠٨
الملكية الإدارية $MOWN_{it}$	-٠,٠٥٩	-٢,١٢٣	**٠,٠٣٥
الرافعة المالية $LEV_{it}$	٠,٠٧٣	١,٩٩٠	**٠,٠٤٨
حجم الشركة $SIZE_{it}$	-٠,٠٢١	-٣,١٥٢	***٠,٠٠٢
العائد على الأصول $PROF_{it}$	٠,٧٧٧	٧,٣٩٦	***٠,٠٠٠
حجم مجلس الإدارة $BSIZE_{it}$	٠,٠٠٢	٠,٤٣٩	٠,٦٦١
التدفقات النقدية التشغيلية $CFO_{it}$	-٠,١٣٤	-٢,٦٧٢	***٠,٠٠٨
***دالة عند مستوى معنوية ١% حيث (Sig. < ٠,٠١)			
**دالة عند مستوى معنوية ٥% حيث (Sig. < ٠,٠٥)			
*دالة عند مستوى معنوية ١٠% حيث (Sig. < ٠,١٠)			
معامل التحديد ( $R^2$ ) = ٠,١٩٨	المعدلة ( $R^2$ ) = ٠,١٧٣		
قيمة F = ٧,٩٧٠	دلالة اختبار F = ***٠,٠٠٠		
قيمة اختبار Durbin-Watson = ١,٧٧٥			
عدد المشاهدات = ٣٠٠			

وبدراسة نتائج تحليل الانحدار نجد ما يلي:

- تشير نتائج اختبار F إلى معنوية نموذج إنحدار تكلفة رأس المال على آليات التحصين الإداري والمتغيرات الضابطة أي أن النموذج دال احصائياً بناءً على نتيجة اختبار F حيث بلغت قيمتها Sig. = 0.00 وذلك عند مستوى معنوية ٥%.
- بلغت قيمة معامل التحديد ٠,١٩٨ ويدل ذلك على أن المتغيرات المفسرة التي لها معنوية في نموذج الانحدار تفسر ما مقداره ١٩,٨% من إجمالي التغيرات التي تحدث في تكلفة رأس المال، مما يوضح أهمية آليات التحصين الإداري في التأثير على تكلفة رأس المال.



• توضيح نتيجة اختبار T ما يلي:

- وجود ارتباط سالب بين الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول ( $CEODAU_{it}$ ) وتكلفة رأس المال ( $WACC_{it}$ ) حيث كانت الدلالة الاحصائية لاختبار  $T$  Sig. = 0,041، أى أن العلاقة بين الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول وتكلفة رأس المال علاقة عكسية بمعنى أنه عندما يكون هناك فصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول تزداد تكلفة رأس المال، وتتفق هذه النتيجة مع نظرية الاشراف والتي تدعم فكرة أن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول تخفض من تكلفة رأس المال، ويتضح من ذلك قبول الفرض الأول للدراسة والذي ينص على: تؤثر الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول على تكلفة رأس المال.
- لا توجد علاقة معنوية بين مدة بقاء المدير التنفيذي الأول ( $CEOTENURE_{it}$ ) فى منصبه وتكلفة رأس المال حيث كانت الدلالة مدة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه على تكلفة رأس المال.
- لا توجد علاقة معنوية بين استقلالية مجلس الإدارة ( $BIND_{it}$ ) وتكلفة رأس المال حيث كانت الدلالة الاحصائية لاختبار  $T$  تبلغ Sig. = 0,408، وبالتالي يتم رفض الفرض الثالث للدراسة والذي ينص على: تؤثر استقلالية مجلس الإدارة على تكلفة رأس المال.
- وجود ارتباط سالب بين نسبة الملكية الإدارية ( $MOWN_{it}$ ) وتكلفة رأس المال حيث كانت الدلالة الاحصائية لاختبار  $T$  Sig. = 0,035، أى أنه كلما ارتفعت نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء الإدارة العليا أدى ذلك إلى انخفاض تكلفة رأس المال وبالتالي يتم قبول الفرض الرابع للدراسة والذي ينص على: تؤثر الملكية الإدارية على تكلفة رأس المال.
- وجود ارتباط موجب بين الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ ) وتكلفة رأس المال حيث كانت الدلالة الاحصائية لاختبار  $T$  Sig. = 0,048، أى أن العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال علاقة طردية بمعنى أنه كلما ارتفع التمويل عن طريق الديون تزداد تكلفة رأس المال، وبناءً على ذلك يتم قبول الفرض الخامس للدراسة والذي ينص على: تؤثر الرافعة المالية على تكلفة رأس المال.

- أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة فقد كانت العلاقة بين حجم الشركة  $SIZE_{it}$  وتكلفة رأس المال علاقة معنوية سالبة حيث كانت الدلالة الاحصائية لاختبار  $T$ . Sig. = 0,002، وأيضاً كانت العلاقة بين معدل العائد على الأصول  $PROF_{it}$  وتكلفة رأس المال علاقة معنوية موجبة حيث كانت الدلالة الاحصائية لاختبار  $T$ . Sig. = 0,000، أما بالنسبة للعلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية  $CFO_{it}$  وتكلفة رأس المال كانت علاقة معنوية سالبة حيث كانت الدلالة الاحصائية لاختبار  $T$ . Sig. = 0,008، وذلك على العكس من العلاقة بين حجم مجلس الإدارة  $BSize_{it}$  وتكلفة رأس المال فقد كانت غير معنوية وذلك عند مستوى معنوية 5%.

### جدول رقم (٧) نتائج اختبارات فروض البحث

نتيجة اختبار الفروض	العلاقة مع تكلفة رأس المال	المتغيرات	
قبول	سالبة	$CEODAU_{it}$	آليات التحصين الإداري
رفض	غير دالة احصائياً	مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه $CEOTENURE_{it}$	
رفض	غير دالة احصائياً	استقلالية مجلس الإدارة $BIND_{it}$	
قبول	سالبة	الملكية الإدارية $MOWN_{it}$	
قبول	موجبة	الرافعة المالية $LEV_{it}$	

## القسم السابع خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

### ١. خلاصة البحث:

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين آليات التحصين الإداري المتمثلة في (الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول، مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الرافعة المالية) وتكلفة رأس المال والمقاسة من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وهو عبارة عن المتوسط المرجح لتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض مع إدخال أربعة متغيرات ضابطة وهي (حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول وحجم مجلس الإدارة والتدفقات النقدية التشغيلية)، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وتم تطبيق الدراسة خلال الفترة من ٢٠١٥-٢٠١٨، ولقد توصلت تلك الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة سالبة (عكسية) بين الإزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول وتكلفة رأس المال، أى أنه عند الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول تنخفض تكلفة رأس المال.
- وجود علاقة سالبة (عكسية) بين الملكية الإدارية وتكلفة رأس المال، أى أنه كلما ارتفعت نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء الإدارة العليا أدى ذلك إلى انخفاض تكلفة رأس المال.
- وجود علاقة موجبة (طردية) بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال، فكلما ازدادت نسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول ازدادت تكلفة رأس المال.
- كانت العلاقة بين مدة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وتكلفة رأس المال غير معنوية، بمعنى أن فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه لا تؤثر على تكلفة رأس المال.

- عدم معنوية العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، أى أن نسبة الأعضاء غير التنفيذيين فى مجلس الإدارة لا تؤثر على تكلفة رأس المال.

ومن خلال عرض النتائج السابقة يتضح مدى أهمية آليات التحصين الإدارى محل الدراسة خاصة (الإزدواجية فى دور المدير التنفيذى الأول، الملكية الإدارية، الرافعة المالية) فى التأثير على تكلفة رأس المال.

## ٢. الدراسات المستقبلية:

من خلال العرض السابق للنتائج التى توصل إليها البحث الحالى يمكن عرض بعض المجالات التى تصلح للدراسات المستقبلية ومنها:

- اختبار أثر آليات التحصين الإدارى على كفاءة الاستثمار.
- اختبار أثر آليات التحصين الإدارى على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- اختبار أثر أثر آليات التحصين الإدارى على تكلفة رأس المال بالتطبيق على عينة من الشركات الخاصة بالقطاع المالى والتى لم يتم تناولها فى الدراسة الحالية نظراً لاختلاف طبيعتها عن الشركات غير المالية.
- ادخال متغير منظم للعلاقة بين آليات التحصين الإدارى وتكلفة رأس المال مثل إدارة الأرباح أو التحفظ المحاسبى أو جودة المراجعة.

## المراجع

### أولاً: مراجع باللغة العربية

- الدليل المصرى لحوكمة الشركات، الهيئة العامة للرقابة المالية، الإصدار الثالث، يوليو، ٢٠١٦.
- أبو سالم، سيد سالم محمد، ومحمد فؤاد علوان، ٢٠١٨، " تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة: نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني: ٤١٠-٤٦٨.
- سليم، أيمن عطوة عزازى، محمد، محمد محمود سليمان، ٢٠٢١، " قياس تأثير مدخل المراجعة المشتركة على العلاقة بين جودة الأرباح وتكلفة رأس المال-دراسة اختبارية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، قسم المحاسبة بكلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٥، العدد الثاني: ٣٤-١٠١.
- عبدالمنعم، ريم محمد محمود، ٢٠٢١، "العلاقة بين التحصين الإداري وجودة الأرباح" دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، العدد الثاني، ١-٧٥.
- عرفه، نصر طه حسن، ومجدى مليجى عبد الحكيم مليجى، ٢٠١٥، "أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال العيني والفكري دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة" *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية*، كلية التجارة جامعة بني سويف، العدد الأول.
- عفيفى، هلال عبدالفتاح، ٢٠١٧، " أثر التحصين الإداري وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول: ٣٣٩-٤٤٢.
- عنانى، محمد عبدالسميع، ٢٠١١، " التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام Windows SPSS"، الطبعة الثانية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

محمد، هشام سعيد إبراهيم، ٢٠٢٠، "تأثير العلاقة بين آليات التحصين الإداري والتحفيز المحاسبي على الأداء المالي للشركة دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المدرجة بسوق الأوراق المالية"، *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع: ١٤١-٢١٠*.

مرقص، فوزى عبدالباقي فوزى، ٢٠٢٢، "العلاقة بين التجنب الضريبي وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، العدد الثاني، ٣٤٧-٣٩٩*.

مليجي، مجدى مليجي عبدالحكيم، ٢٠١٧، "تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية"، *مجلة الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة، المجلد (٥٧)، العدد الرابع: ٧٠٢-٧٨١*.

### ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

Abu Alia, M., Ahmad H. I., Amneh, A., and Tasnim, D., 2021, "The Impact of Governance Activities on the Cost of Capital: Applied to Companies Listed on the Palestine Exchange", the Challenges of the Palestinian Economy in the Face of Political Pressure and the Repercussions of the Corona Crisis". The Third Conference of the Faculty of Economics and Social Science.

Aldamen, H., and Duncan, K., 2012, "Does Adopting Good Corporate Governance Impact the Cost of Intermediated and non-intermediate Dept", *Accounting and Finance*, 52(1):49-76.

Alhares, A., 2019, "Corporate governance and cost of capital in OECD countries", *International Journal of Ethics and Systems*, 35(4): 665-690.

- Ali, S.T., Yang, Z., Sarwar, Z. and Ali, F., 2019, "The impact of corporate governance on the cost of equity: Evidence from cement sector of Pakistan", *Asian Journal of Accounting Research*, 4(2): 293-314.
- Amihud, Y., and B. Lev, 1981, "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, 12: 605-617.
- Amran, N. A., and Kamarul B. A., 2014, "Board independence and accounting conservatism in Malaysian companies", International Conference on Accounting Studies, Kuala Lumpur, Malaysia.
- Anderson, R., Byers, S., and Groth, J., 2000, "The cost of capital for projects: Conceptual and practical issues", *Management Decision*, 38(6), 384–393.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. and Reeb, D.M., 2004, "Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt", *Journal of Accounting and Economics*, 37 (3): 315-342.
- Anwar, Z., Khan, M.K. and Danish, R.Q. (2019), "Corporate Governance and Cost of Equity: evidence from Asian Countries", *Journal of Political Studies*, Vol. 26 No. 1, pp. 207-230. 37: 315-342.
- Arslan, M. and Abidin, S., 2019, "Nexus between corporate governance practices and the cost of Capital in PSX listed firms", *Cogent Economics and Finance*, 7(1): 160-222.
- Ashbaugh, H., Collins, D., and Lafond, R., 2004, "Corporate governance, risk and cost of equity capital", University of Wisconsin — Madison, Working Paper, Madison.

- Bhayani, S. J., 2009, "Impact of financial leverage on cost of capital and valuation of firm: a study of Indian Cement Industry", *Paradigm*, 13(2): 43.
- Baratiyan, S., Mahdi, S., 2013, "The effect of management entrenchment on the equity capital in Iran", *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 7, (1): 19-26.
- Barges, A., 1963, "The Effect of Capital Structure on the Cost of Capital". Englewood Cliffs: N. J. PrenticeHall, Inc.
- Barker, V.L. and Mueller, G.C., 2002, "CEO characteristic and firm R&D spending", *Management Science*, 48 (1): 782-801.
- Battisti, E., Bollani, L., Miglietta, N. and Salvi, A., 2020, "The impact of leverage on the cost of capital and market value: Evidence from Shari'ah-compliant firms", *Management Research Review*, 43 (9): 1081-1096.
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M., and Walker, D.I., 2002, "Managerial power and Rent extraction in the design of executive compensation", *The University of Chicago Law Review*, 69, 751-846.
- Bebchuk, L., Cohen, A., 2005, "The costs of entrenched boards", *Journal of Financial Economics*, 78(2):409-33.
- Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A., 2009, "What matters in corporate governance?", *Review of Finance*, 22(2):783-827.



- Berger, P.G., Ofek, E. and Yermack, D., 1997, "Managerial entrenchment and capital structure decisions", *The Journal of Finance*, 4: 1411-1438.
- Bertomeu, J. and Cheynel, E., 2016, "Disclosure and The Cost of Capital: A Survey of The Theoretical Literature", *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*,52(2): 221-258.
- Brickley, J.A., Coles, J.L. and Jarrell, G., 1997, "Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board", *Journal of Corporate Finance*, 3: 189-220.
- Brookman, J., and Thistle, P.D., 2009, "CEO Tenure, the Risk of Termination and Firm Value", *Journal of Corporate Finance*, 15: 331-344.
- Chen, C.X., Lu, H., and Sougiannist, T., 2012, "The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs", *Contemporary Accounting Research*, 29(1): 252-282.
- Clark, B. J. and Jones, J. and Malmquist, D., 2018, "Leverage and the Cost of Capital for U.S. Banks", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2491278>.
- Collins, D., and Henry H., 2011, "Management entrenchment and the cost of equity capital", *Journal of Business Research*, 6'4(4):356-362.
- Cravens. K. S., and Wallace, W. A., 2001, "A framework for determining the influence of the corporate board of directors in accounting studies", *Corporate Governance*, 9, 2-24.

- Dakhlaoui, M. and Gana, M.R., 2020, "Ownership structure and cost of equity capital: Tunisian evidence", *International Journal of Business Governance and Ethics*, 14(1): 96-121.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E and Johnson, J.L., 1998, "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure and financial performance", *Strategic Management Journal*, 19: 269-90.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson, 1997, "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, 22 (1): 20-47.
- DeAngelo, L. E., 1988, "Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests", *Journal of Accounting and Economics*, 10(1): 3-36.
- Donaldson, L. and Davis, J., 1991, "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns", *Australian Journal of Management*, 16: pp.49-64.
- Easton, P. D., 2004, "PE, ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital", *The Accounting Review*, 79 (1): 73-95.
- Elliott, J. A., and Shaw, W. H., 1988, "Write-offs as accounting procedures to manage perceptions", *Journal of Accounting Research*, 26: 91-119.
- Embong, Z., Mohd-Saleh, N. and Sabri Hassan, M., 2012, "Firm size, disclosure and cost of equity capital", *Asian Review of Accounting*, Vol. 20 No. 2, pp. 119-139.

- Eng, L.L., and Mak, Y.T., 2003, "Corporate governance and voluntary disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (4): 325–345.
- Fama, E. F., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Fama, E.F., and Jensen, M.C., 1983, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26 (2):301-325.
- Fama, E. F., and French, K. R. 1993, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, 33: 3–56.
- Fahlenbrach, R., 2009, "Shareholder rights, boards, and CEO compensation". *Review of Finance*, 13(1): 81-113.
- Faysal, S.; Mahdi S.; and Mahdi M., 2020, "The impact of ownership structure on the cost of equity in emerging markets", *Management Research Review*, Emerald Group Publishing, 43(10): 1221-1239.
- Finkelstein, S., and Hambrick, D.C., 1990, "Top management team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion", *Administrative Science Quarterly*, 35: 484-503.
- Florackis, C. and Ozkan A., 2004, "Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms». Working Paper, University of York, UK.
- Fosberg, R.H., 2004, "Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effects", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 4, 31-38.

- Gelb, D., 2000, "Managerial Ownership and Accounting Disclosures: an Empirical Study ", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(2): 169-185.
- George, s., 2003, "The Relationship between Cost of Capital and Leverage for Companies Quoted on the Nairobi Stock Exchange", Master of Business Administration, University of Nairobi.
- Gibbons, R., and Murphy, K. J., 1992, "Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence", *Journal of Political Economy*, 100(3): 468-505.
- Gode, D. and Mohanram, P., 2003, "Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner model", *Review of accounting studies*, 8(4): 399-431.
- Gordon, M.J. and Halpern, P.J., 1974, "Cost of Capital for a Division of a Firm", *The Journal of Finance*, 29(4), pp.1153-1163.
- Gujarati, D., 2003,"Basic Econometrics",4th Edition, Mcgraw Hill, New York.
- Guedhami, O., and Pittman, J., 2008,"The Importance of IRS monitoring to Debt Pricing in Private Firms", *Journal of Financial Economics*, 90(1): 38-58.
- Gul, F.A., Leung, S., 2004, "Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures", *Journal of Accounting and Public Policy*, 23 (5): 351–379.

- Hachana, R., and Jamila, H., 2008, "Management Entrenchment and Performance: Case of Tunisian Firms", *Corporate Ownership and Control*, 5 (3): 418-427.
- Hail, L., and Leuz, C., 2006, "International differences in cost of capital: do legal institutions and securities regulation matter?", *Journal of Accounting Research*, 44(3):485–531.
- Hajiha, Z., Fereshteh, F. A., and Leila G. M., 2013, "Board Structure and the Cost of Debt Capital: Evidence of Iranian Firms", *World Applied Sciences Journal*, 26 (8): 1002-1010.
- Hambrick, C., and Mason, A., 1984, "Upper echelons-The organization as a reflection of its top managers", *Academy of Management Review*, 9(2): 193–206.
- Hambrick, C., and Fukutomi, S., 1991, "The seasons of a CEO's tenure", *Academy of Management Review*, 16(4): 719–742.
- Han, K.C. and Suk, D.Y., 1998, "The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence ", *Review of Financial Economics*, : 7, (2): 43-155.
- Hart, O., and J. Moore, 1995, "Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management", *American Economic Review* 85: 567-85.
- Hassan, S., Kayani, G.M. and Ayub, U., 2018, "Corporate Governance and Cost of Equity Capital using DCAPM", Abasyn University, *Journal of Social Sciences*, 11 (2): 335-351.

- He, J. Y., and Wang, H. C., 2009, “Innovative knowledge assets and economic performance: The asymmetric roles of incentives and monitoring”, *Academy of Management Journal*, 52: 919-938.
- Hermalin, B. E., and Weisbach, M. S., 1998, “Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO”. *The American Economic Review*, 88: 96-118.
- Hermalin, B.E., and Weisbach, M.S., 2003, “Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: Survey of the Economic Literature”, NBER Working Paper 8161.
- Hill, C.W.L., and Phan, P., 1991, “CEO tenure as a determinant of CEO pay”, *Academy of Management Journal*, 34 (3): 707–17.
- Hillman, A.J. and Dalziel, T., 2003, “Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives”, *Academy of Management Review*, 28, 383-396.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. and Love, I. 2004, “Investor protection, ownership, and the cost of Capital”, World Bank Policy Research Working Paper, (2834).
- Holmstrom, B., 1982, “Moral hazard in teams”, *The Bell Journal of Economics*, 13(2): 324-340.
- Holmstrom, B., 1999, “Managerial incentive problems: A dynamic perspective”, *The Review of Economic Studies*, 66(1), 169-182.
- Huang, H., Wang, Q. and Zhang, X., 2009, “The effect of CEO ownership and shareholder rights on cost of equity capital”, *Corporate*

- Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(3): 255-270.
- Jensen, M. C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economics Review*, 76: 323-329.
- Jensen, M. C., 1993, "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *The Journal of Finance*, 48(3): 831-880.
- Jensen, M., Meckling, W., 1976, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3:305-60.
- Jensen, M., and Warner, J., 1988, "The distribution of power among corporate managers", *Journal of Financial Economics*, 20: 3-24.
- Ji, Sh., and David, C. M. C., and Yilei, Z., 2018 "Managerial Entrenchment and Capital Structure: The Effect of Diversification" (December 8, 2018). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3297922>.
- John, K., and L. Litov, 2010, "Managerial entrenchment and capital structure: New evidence", *Journal of Empirical Legal Studies*, 7: 693-742.
- Khan, M.Y., 2016, "Corporate governance and cost of capital: evidence from Pakistani listed firms", Doctoral dissertation, University of Glasgow.
- Khemakhem, H. and Naciri, A., 2013, "Do board and audit committee characteristics affect firms' cost of equity capital", paper presented at the 36th EAA Annual Congress, Paris.

- Kouki, K., and Moez, D., 2016, "Does management entrenchment explain agency costs of equity: evidence from French firms", *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 12(3): 51-60.
- Krause, R., 2017, "Being the CEO's boss: An examination of board chair orientations", *Strategic Management Journal*, 38: 697-713.
- Krause, R., Semadeni, M. and Cannella, A.A., 2014, "CEO duality: A review and research agenda", *Journal of Management*, 40: 256-286.
- Kumar, P., and Rabinovitch, R., 2013, "CEO entrenchment and corporate hedging: Evidence from the oil and gas industry", *Journal of financial and quantitative analysis*, 48(3): 887-917.
- Lambrecht, B. M., and S. C. Myers, 2008, "Debt and managerial rents in a real options model of the firm", *Journal of Financial Economics*, 89: 209-231.
- Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R., 2007, "Accounting information, disclosure, and the cost of capital", *Journal of accounting research*, 45(2):385-420.
- Larcker, D., and Tayan, B., 2011, "Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences", Pearson Education, Inc.
- Li, D., Moshirian, F., Pham, P. K., and Zein, J., 2007, "When financial institutions are large shareholders: The role of macro corporate governance environments", *The Journal of Finance*, 61(6): 2975-3007.



- Lombardo, D., and Pagano, M., 2002, "Law and equity markets: a simple model", CSEF Working Paper No. 25, in Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity. Working paper. Oxford University.
- Lublin, J., 2009, "Chairman-CEO split gains allies", *Wall Street Journal*, March 30.
- Luo, X., Kanuri, V. K., and Andrews, M., 2014, "How does CEO tenure matter? The mediating role of firm-employee and firm-customer relationships", *Strategic Management Journal*, 35(4), 492-511.
- Masulis, R., Wong, C., Xie, F., 2007, "Corporate governance and acquirer returns", *journal of finance*, 62(4): 1851-89.
- McConnell, J., and Servaes, H., 1990, "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 27: 595- 612.
- McKnight, P. and Weir, C., 2009, "Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2): 139-158.
- Merton, RC., A., 1987, "Simple model of capital market equilibrium with incomplete information", *journal of finance*, 42:483-510.
- Miller, D., 1991, "Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment", *Management Science*, 37 (1): 34-52.

- Modigliani, F. and Miller, M.H., 1958, "The cost of capital, corporation finance and theory of investment", *The American Economic Review*, 48 (3): 261-297.
- Morellec, E., 2004, "Can managerial discretion explain observed leverage ratios?", *Review of Financial Studies*, 17: 257-294.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W., 1988, "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- Nosheen, S. and Sajjad, M.F., 2018, "Corporate Governance, Disclosure Quality, and Cost of Equity: evidence from Pakistan", *The Lahore Journal of Business*, 6 (2): 63-91.
- Ohlson, J. A., and Juettner, N., 2003, "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value", Working Paper, New York University.
- Omran, M., and Pointon, J., 2004, "The determinants of the cost of capital by industry within an emerging economy: evidence from Egypt", *International Journal of Business*, 9(3): 237-258.
- Orens, R., and Reheul, A. M., 2013, 'Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs?', *European Management Journal*, 31(6): 549–563.
- Owusu, A., Kwabi, F., Ezeani, E. and Owusu-Mensah, R., 2022, "CEO tenure and cost of debt", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Forthcoming.

- Pearce, J. A., I.I., and Zahra, S.A., 1991, "The relative power of board of directors: Association with corporate performance", *Strategic Management Journal*, 12(2), 135–153.
- Pham, P.K., Suchard, J.A. and Zein, J., 2012, "Corporate governance and the cost of capital: evidence from Australian companies", *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3): 84-93.
- Rashid, A., 2012, "CEO duality and agency cost: evidence from Bangladesh", *Journal of Management and Governance*, 17(4): 989-1008.
- Rashid., A., 2015, "Managerial Ownership and Agency Cost: Evidence from Bangladesh", *Journal of Business Ethics*, 1-13.
- Rodrigues, J. J. M., António, N. J. D. S, 2011, "Mangers entrenchment, power and corporate governance", *Euro Asia Journal of Management*, 21(40): 39-50.
- Rose, C., 2005, "Managerial ownership and firm performance in listed danish firms: in search of missing link", *European Management Journal*, 23(5): 542-553.
- Rose, N.L., and Sheppard, A., 1997, "Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability or Executive Entrenchment?", *The Rand Journal of Economics*, 28, 3: 489-513.
- Scott, J. T., and Pascoe, G., 1984, "Capital costs and profitability", *International Journal of Industrial Organization*, 2(3), 217–233.

- Securities and Exchange Commission. Staff report: review of the proxy process regarding the nomination and election of directors, 2003. <http://www.sec.gov/news/studies/proxyreport.pdf> (consulted in February 2010).
- Setiany, E., Djoko, S., Niki, L., and Sri H., 2017, "Board Independence, Voluntary Disclosure, and the Cost of Equity Capital", *Review of Integrative Business and Economics Research*, 6(4).
- Shah, S. and Butt, S., 2009, "The impact of corporate governance on the cost of equity: empirical evidence from Pakistani listed companies", *The Lahore Journal of Economics*, 14(1): 139-171.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1989, "Management entrenchment: The case of manager-specific investments", *Journal of financial economics*, 25(1): 123-139.
- Simsek, Z., 2007, "CEO tenure and organizational performance: an intervening model", *Strategic Management Journal*, 28 (6) 653-662.
- Steiawan, R., and Rana, A., 2020, "Audit Committee, CEO Tenure and Capital Structure", *Jurnal Ilmiah Ilmu Manajemen*, 10(2).
- Stulz, R. M., 1988, "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20: 25-54.
- Stulz, R. M., 1990, "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, 26: 3-27.

- Strong, J. S., and Meyer, J. R., 1987, "Asset writedowns: Managerial incentives and security returns", *The Journal of Finance*, 42(3): 643-661.
- Sun, Y., Yang, Y., and Bin L., 2012, "Board independence, internal information environment and voluntary disclosure of auditors' reports on internal control", *China Journal of Accounting Research*, 145-161.
- Swee-Sim, Foong and Kim-Leng, Goh, 2010, "Measuring the Cost of Equity of Emerging Market Firms: The Case of Malaysia", *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance (AAMJAF)*, Penerbit Universiti Sains Malaysia, 6(1): 25-46.
- Truong, T., 2006, "Corporate Boards, Ownership and Agency Costs: Evidence from Australia", *The Business Review*, Cambridge; summer, 5(2): 163- 167.
- Walters, B., Kroll, M., and Wright, P., 2007, "CEO tenure, boards of directors, and acquisition", *Journal of Business Research*, 60:331-8.
- Wan, P., 2015, "Corporate governance mechanisms and the cost of capital: evidence from Canadian firms", (Degree of Master of Science in Administration (Finance) at Concordia University Montreal, Quebec.
- Weisbach, M. S., 1988, "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, 20: 431-460.
- Yang, T. and Zhao, S., 2014., "CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment", *Journal of Banking and Finance*, 49: 534-552.

Zhang, J. Z. and Yu, Y., 2016, “Does board independence affect audit fees? Evidence from recent regulatory reforms”, *European Accounting Review*, 25(4), pp. 793-814.

Zhu, F., 2014, “Corporate governance and the cost of capital: an international study”, *International Review of Finance*, 14(3): 393-429.

Zwiebel, J., 1996, “Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment”, *American Economic Review*, 86: 1197-1215.