

جودة الحاكمة المؤسسية واثرها في ادارة راس

المال العامل

بحث تطبيقي في عينة من الشركات الصناعية المدرجة

في بورصة عمان للاوراق المالية

الاستاذ المساعد الدكتور ارشد فؤاد مجيد ابراهيم

الكلية التقنية الادارية - بغداد



## المستخلص

استهدف البحث فحص مؤشرات جودة الحاكمية المؤسسية وفقاً لرؤية الباحثين ودورها في ضبط فاعلية القرارات المالية بشكل عام والقرارات المتعلقة بإدارة رأس المال العامل بشكل خاص وفي الشركات عينة البحث. وتم اعتماد الملكية المؤسسية كمؤشر لجودة الحاكمية الداخلية وبيان أثرها في إدارة رأس المال العامل وفي إطار متغيرات تفاعلية تضمنت ملكية أعضاء مجلس الإدارة وملكية كبار المساهمين، تم اعتماد فرضية رئيسية تتعلق بأثر جودة الحاكمية الداخلية بصافي رأس المال العامل وتضمنت فرضيتين فرعيتين الأولى خصت بأثر الملكية المؤسسية بوصفها مؤشراً للجودة في إدارة رأس المال العامل والثانية أثر الملكية المؤسسية في إدارة رأس المال العامل في إطار المتغيرات التفاعلية. نتائج اختبار الفرضيتين الفرعيتين الدالة للفرضية الرئيسية أشارت إلى معنوية التأثير لجودة الحاكمية المؤسسية في إدارة رأس المال العامل وأن قوة التأثير زادت مع المتغيرات التفاعلية المتمثلة بملكية أعضاء مجلس الإدارة وملكية كبار المساهمين.

الكلمات الدالة:- جودة الحاكمية المؤسسية، الملكية المؤسسية، ملكية أعضاء مجلس الإدارة، ملكية كبار المساهمين، صافي رأس المال العامل.

## ABSTRACT

**Corporate Governance Quality and its Impact on Working Capital Management**

The Research target to examination the Corporate Governance Quality Indicators, accordance to Researchers Viewpoint, with its role to check the financial decisions Effectiveness, in general, and especially the working Capital Management decision.

The Research used the institutional equity as a quality indicator and its impact on working capital management, through main hypothesis which is include two sub hypothesis after enter two interactive indicators (Block Stockholders, and Board of Directors equity) with the quality indicator. Testing hypothesis Result explore the significant impact of governance quality without or with interactive indicators.

Keyword: - Corporate Governance Quality, Institutional Equity, Block Stockholders, Board of Directors Equity, Net Working Capital.

## المقدمة

يشير مصطلح الحوكمة على أنه الإطار الذي من خلاله يتم تنظيم الأعمال والعلاقات بين إدارة الشركة والمساهمين من جهة وذوي المصالح المشتركة من جهة أخرى. فالحوكمة مدخلا للالتزام بمعايير السلوك الأخلاقي والمهني من قبل الإدارة لضمان تنظيم موارد الشركة بشكل يضمن سمعة الشركة والحفاظ على قيمتها السوقية. لذلك فإن نجاح حوكمة الشركة يتعلق بوضع القواعد الرقابية وضرورة تطبيقها، وهذا الأمر يعتمد على دور الكثير من الأطراف من داخل الشركة (المساهمون ومجلس الإدارة وأعضاء مجلس الإدارة التنفيذية) ومن خارج الشركة (القوانين السارية والجهات الرقابية التي تنظم بيئة الأعمال وأسواقها المالية). إن الهدف الرئيسي من تطبيق آليات فاعلة لحوكمة الشركات هو لتحقيق الامتثال وحماية ثروة المساهمين وذوي المصالح المشتركة، ولبلوغ هذا الهدف فإن تطبيقات جودة الحاكمية المؤسسية سوف تساهم في تركيز اهتمامات مجلس الإدارة على تطوير استراتيجية الشركة وضمان العلاقة المؤثرة مع ذوي المصالح المشتركة. وعلى الرغم من ذلك فإن العديد من المحاولات التي جرت لم توضح

بشكل مطلق طبيعة العلاقة بين جودة الحاكمية المؤسساتية وطبيعة القرارات ذات الصلة بإدارة الشركة ومواردها بشكل عام، والقرارات المالية بشكل خاص لاسيما تلك المتعلقة بإدارة رأس المال العامل. وعلى هذا الاساس برزت الحاجة الى الربط المنطقي بين جودة الحاكمية المؤسساتية وإدارة رأس المال العامل مبينا اهمية هذا الربط في الاسواق الناشئة بشكل عام وبورصة عمان للاوراق المالية بشكل خاص.

### مشكلة البحث واهميته

تكمن مشكلة الدراسة في بعدين، الأول يتعلق بتعدد المؤشرات الدالة لجودة الحاكمية المؤسساتية والتحديات التي تواجهها في تحقيق التوافق بين الاطراف كافة سواء من داخل الشركة وخارجها. اما البعد الثاني فيتعلق بطبيعة التفاعل بين مؤشرات جودة الحاكمية المؤسساتية الداخلية للشركة واثرها بالقرارات المتعلقة بإدارة رأس المال العامل كونه أحد أهم المواضيع التي تستحوذ على معظم وقت المدير المالي من أجل تحديد العناصر الأساسية لرأس المال العامل وتحديد المستوى المناسب منه في اطار الموازنة بين الربحية والسيولة. وبناء على ذلك فان اهمية البحث تنحصر في الربط المنطقي بين جودة الحاكمية المؤسساتية وإدارة رأس المال العامل، كون هذا الربط يحتل قدر كبير من الأهمية للشركة نظرا لما توفره من أمان ضد تدهور سيولتها. وعبر الاجابة على الاسئلة الاتية:-

- أ. ماهية المؤشرات الدالة لجودة الحاكمية المؤسساتية في الشركات المساهمة.
- ب. ماهو اثر جودة الحاكمية المؤسساتية ممثلة بالملكية المؤسساتية بإدارة رأس المال العامل.
- ج. ماهو دور المتغيرات النفاغلية المتمثلة بملكية كبار المساهمين، وملكية اعضاء مجلس الادارة في تعزيز دور الملكية المؤسسية لتحقيق جودة الحاكمية المؤسساتية الداخلية في الشركات المساهمة.

### اهداف البحث

- أ. التعرف على الاطرها المعرفي لمؤشرات جودة الحاكمية المؤسساتية الخارجية والداخلية خاصة.
- ب. الكشف عن طبيعة اثر جودة الحاكمية المؤسساتية الداخلية في ادارة رأس المال العامل.

### فرضية البحث

اعتمد البحث فرضية رئيسة مفادها

(لايوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية لجودة الحاكمية المؤسساتية الداخلية في ادارة رأس المال العامل).

ويتفرع منها الفرضيات الاتية:-

- أ. لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية للملكية المؤسسية (مؤشر الجودة) في صافي رأس المال العامل.
- ب. لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية للملكية المؤسسية (مؤشر الجودة) في صافي رأس المال العامل في اطار المتغيرات النفاغلية (ملكية اعضاء مجلس الادارة وملكية كبار المساهمين).

## مجتمع البحث وعينته

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وعددها (93) شركة حسب الإحصائية المعلنة من قبل بورصة عمان للأوراق المالية لعام ٢٠١٣. وتم سحب عينة عمدية مؤلفة من ٢٥ شركة صناعية مساهمة شكلت نسبة ٢٧% من مجتمع البحث. شروط العينة تجسدت في توافر المستثمر المؤسسي المالك لاسهم الشركة ضمن مجلس الادارة بوصفه مؤشرا لجودة الحاكمية المؤسساتية للشركة (Regalli & Soana, 2012, 5).

ان مبررات اعتماد سوق راس المال الاردني كمجتمع للبحث وعينته هو لتوافر البيانات والمعلومات المتعلقة بمتغيرات البحث وخلال المدة المبحوثة (٢٠٠٣-٢٠١٢)، ولكون السوق قطع شوطا كبيرا في ارساء معالم الحاكمية المؤسساتية عبر التشريعات والتعليمات التي تفرضها هيئة الاوراق المالية الاردنية.

اساليب جمع البيانات والمعلومات والطرق الاحصائية المستخدمة

بهدف إغناء الجوانب المعرفية للبحث تم الاعتماد على الكتب والدوريات والرسائل الجامعية والأبحاث والمقالات العربية والاجنبية، كما تم الاعتماد في جمع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات البحث على التقارير المالية السنوية التي تصدر عن الشركات الممثلة لعينة البحث و هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان وللمدة (٢٠٠٣-٢٠١٢)، والمنشورة على الموقع الإلكتروني لهما لغرض حساب متغيرات البحث.

ولغرض اختبار فرضية البحث تم استخدام البسيط لانحدار المتعدد ضمن برنامج (Eviews)، وهو برنامج متخصص بالتحليل الإحصائي والاقتصاد القياسي والتنبؤ، وقد استخدم في العديد من الدراسات المالية الحديثة، التي اعتمدت نموذج تحليل (Panel Data)، والذي يتضمن كلاً من بعدي الزمن (Time Series Data) والبيانات المقطعية (Cross-Section Data). ولأن هذا النموذج يعمل على خفض الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، بالإضافة إلى الحد من التحيز المحتمل الناتج عن التقدير، الذي يعزى إلى الارتباط بين أي اثر فردي غير مشاهد. كما انه يأخذ في الاعتبار تفاوت الشركات من حيث الخصائص والعوامل المؤثرة في كل شركة (Gujarati, 2003, 636-637).

## التعريفات الاجرائية لمتغيرات البحث وطرق قياسها

## أ- المتغير المستقل

- جودة الحاكمية المؤسساتية الداخلية:- لاغراض البحث يقصد بجودة الحاكمية المؤسساتية الداخلية تلك الادوات المستخدمة في ضبط قرارات ادارة راس المال العامل. وتعد نسبة الملكية المؤسسية في هيكل الملكية (Institutional Ownership InO) مؤشرا للتعبير عن جودة الحاكمية. وهي تمثل نسبة ما يمتلكه المؤسسات الأخرى من اجمالي أسهم الشركات عينة البحث. ومبررات اعتماد الملكية المؤسسية كمؤشر للجودة يعود الى ان المستثمر المؤسسي يمتلك حصة كبيرة من الاسهم تمكنه من فرض رقابة فعالة على تصرفات الادارة لضمان تحقيق مصالح المساهمين (Regalli & Soana, 2012, 5).

**ب- المتغيرات التفاعلية**

تم اعتماد المتغيرات الاتية كمتغيرات تفاعلية والتي لها دور للمشاركة في اتخاذ القرارات لاسيما المتعلقة بإدارة راس المال العامل، وكونها جزء مهم من هيكل الملكية وتزيد من قوة اليات الحاكمة المؤسساتية في الشركات المساهمة (Ashbaugh et. al., 2006):-

- ملكية اعضاء مجلس الادارة (Board Members Ownership BMO): وتمثل عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الصناعية، وتم التعبير عنها بنسبة مئوية من المجموع الكلي للأسهم المصدرة. وقد تم استبعاد أسهم أعضاء مجلس الإدارة الذين يمثلون كبار المساهمين في الشركة وذلك تجنباً لتكرار احتساب ملكيتهم للأسهم مرتين ولمنع التداخل بين المتغيرات.
- ملكية كبار المساهمين (Block Shareholders Ownership BSO): كبار المساهمين هم الذين يملكون 5 % فأكثر من أسهم الشركة حسب التعريف المتبع في بورصة عمان للأوراق المالية، ووفقاً إلى تعليمات الإفصاح الخاضعة إلى رقابة هيئة الأوراق المالية لسنة ١٩٩٨ الصادرة بموجب قانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧. وتم حسابها بمجموع نسب ملكية المساهمين الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم الشركة.

**ج- المتغير التابع**

- نسبة صافي راس المال العامل (Net Working Capital Ratio NWO) يعد صافي راس المال العامل مؤشراً للموارد المملوكة والدين والمستخدمه للاستثمار بالموجودات المتداولة. ولاغراض البحث تم التعبير عن ادارة راس المال العامل بالاتي (Gitman & Zutter, 2012، 616):  
نسبة صافي رأس المال العامل = (الموجودات المتداولة - المطلوبات المتداولة) / إجمالي الموجودات... (١)

**الدراسات السابقة**

بعد الاطلاع على العديد من الدراسات العربية وغير العربية لم يجد الباحث دراسة متطابقة مع الدراسة الحالية سوى في مجال التقدير بمتغيرات الدراسة المتعلقة بالحاكمة المؤسساتية أو راس المال العامل. وعلى هذا الاساس تم الاستفادة من هذه الدراسات لغرض حصر مفاهيم كل من الحاكمة المؤسساتية ومؤشرات جودتها والمفاهيم المتعلقة بإدارة راس المال العامل ومن هذه الدراسات:-  
الدراسات العربية

**دراسة (النيف، ٢٠٠٥) بعنوان "تطوير نموذج للتنبؤ بمستوى الاستثمار المطلوب في رأس المال العامل"**  
هدفت الدراسة إلى تطوير نموذج للتنبؤ بمستوى الاستثمار المطلوب في رأس المال العامل ككل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وتطوير نماذج فرعية لكل لكل مكون من مكوناته الرئيسية، وذلك من خلال تحليل المتغيرات التي تؤثر على القرارات المتعلقة بالاستثمار فيها، وقد استخدم الباحث كلاً من عمر الشركة، ربحيتها، نسبة الرفع المالي، ونسبة نمو المبيعات وطول فترة التحويل النقدي كمتغيرات مستقلة ورأس المال العامل ومكوناته الرئيسية كمتغير تابع. وطبقت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وعددها (29) شركة خلال الفترة (2003-1994)، وقد توصلت الدراسة الى ان المتغيرات التي تؤثر في تحديد مستوى الاستثمار في رأس المال العامل هي: ربحية الشركة، نسبة نمو المبيعات، عمر الشركة، نسبة الرفع المالي، طول دورة التحويل النقدي.

**دراسة (سمحان، 2006) بعنوان "الموازنة بين السيولة والربحية"،**

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين السيولة والربحية، وكذلك اختبار العلاقة ما بين الحجم والربحية في قطاعي الصناعة والخدمات في بورصة عمان للأوراق المالية وللفترة من (2004-1999). وتوصلت الدراسة الى هنالك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين مقاييس السيولة، ممثلة في نسبة التداول، ونسبة السيولة السريعة، ودورة التحويل النقدي مع مقاييس الربحية ممثلة في هامش صافي الربح، وصافي الدخل من العمليات إلى إجمالي الموجودات. المنشآت كبيرة الحجم ربحيتها أعلى من المنشآت صغيرة الحجم.

**دراسة صالح (٢٠٠٦) بعنوان "بناء محافظ رأس المال الفكري من الأنماط المعرفية ومدى ملائمتها لحاكمية الشركات"**

هدفت الدراسة إلى توصيف محفظة رأس المال الفكري الملائمة لكل شركة من الشركات الصناعية العراقية والبالغه (٦) شركات وعلى عينة مكونه من (٩٠) عضو مجلس ادارة ومدير مفوض. من خلال فحص اليات اختيار اعضاء مجلس الادارة والمدراء التنفيذيين، ومدى موائمة هذه الاليات لاستراتيجية الحاكمية. صممت الدراسة الاستبانة بالاستناد الى مجموعة من المقاييس العالمية ، وتكونت من (١١٦) فقرة موزعة على اربعة موضوعات هي المعلومات التعريفية ، ورأس المال الفكري ، والانماط المعرفية ، والاليات الاستراتيجية للحاكمية. وتوصلت الدراسة الى توافر رأس مال فكري في الشركات المبحوثة، إلا أن رصيده محدود جداً بسبب عدم وجود منهجية لاختيار أعضاء مجلس الإدارة والمديرين المفوضين تتضمن اختبارات ومقابلات وفحص السير الذاتية كما تبين وجود ضعف في استثمار (المعرفة الضمنية) في الشركات المبحوثة ناجم عن عدم توافر وسائل لانتزاع هذه المعرفة من رأس مال العقل البشري لا سيما (عصف الأفكار، الحوارات الشبكية والجولات التدريبية). هذا بالإضافة الى النقص الواضح في بناء ثقافة الحوكمة نتيجة لمحدودية اطلاع اعضاء مجلس الادارة على الانظمة والتعليمات الناظمة للانشطة والفعاليات.

**دراسة ( الجعيدي، 2007)، بعنوان " مستوى الحاكمية المؤسسية وأثره في أداء الشركات"**

هدفت الدراسة إلى تكييف وتطبيق نموذج لقياس الحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال عام ٢٠٠٥، وتصنيفها بناء على ذلك إلى ثلاثة مستويات من الحاكمية المؤسسية وهي؛ العالي، والمتوسط، والضعيف، تم قياس العلاقة ما بين الأداء المؤسسي للشركات الناجحة وطبيعة تطبيق الحاكمية المؤسسية فيها من خلال عينة مكونة من 106 شركات. وقد توصلت الدراسة إلى ان الحاكمية المؤسسية تؤثر ويقوة في كل من هامش صافي الربح ومعدل العائد التشغيلي على الموجودات في الشركات ككل. وأن الحاكمية المؤسسية تؤثر بقوة بربحية السهم الواحد (EPS) في قطاع الصناعة وخاصة ضمن المستوى العالي من الحاكمية المؤسسية.

## دراسة العبيدي (٢٠٠٨) بعنوان "دور التحكم المؤسسي في تخفيض ممارسات المحاسبة الإبداعية وتحقيق التوافق بين مصالح اطراف الوكالة"

هدفت الدراسة الى اظهار دور التحكم المؤسسي في الحد من استغلال المحاسبين للمرونة في الاختيار من بين الطرق والإجراءات المحاسبية لمعالجة الأحداث المالية التي تتم في الوحدات الاقتصادية وعدم إظهار المعلومات التي تحتويها القوائم المالية بشكل عادل وجودة عالية، ومن ثم تأثيرها في قرارات الجهات التي تستعمل المعلومات المحاسبية وعبر دراسة تحليلية للتقارير المعدة من قبل المدققين والتي شخصت الممارسات غير المنطقية في المعالجات المحاسبية نتيجة لتدخل المدراء واعضاء مجالس الادارة من خلال نسبة ملكيتهم في أسهم الوحدات الاقتصادية عينة الدراسة. توصلت الدراسة الى اهم الاستنتاجات الآتية:-

- تعتمد الوحدات الاقتصادية عينة الدراسة على مجموعة من القوانين والتعليمات والأنظمة في تنظيم عملية إعداد القوائم المالية، تتضمن في موادها وفقراتها جزءا من مبادئ التحكم المؤسسي، ، ووجود العديد من الثغرات التي أتاحت الفرصة أمام الإدارة لتحقيق مصالحها الذاتية دون مصالح الأطراف الأخرى.
- عدم استعمال مقاييس الأداء فضلا عن عدم تضمين تقارير الإدارة على معلومات حول نسب تنفيذ الخطة السنوية للأداء، مما افقد التقارير الفائدة من استعمالها، وإنها مجرد تقارير روتينية ليس لها أي مدلول أو مؤشر عن أداء الوحدات الاقتصادية.
- تعد مسالة توزيع الصلاحيات الثغرة التي يتسرب من خلالها التلاعب بالحسابات ، إذ أن تركيز المسؤولية المفرط وحصر الصلاحيات الإدارية بيد شخص واحد، تعد أهم نقاط الضعف في الوحدات الاقتصادية عينة الدراسة.

## دراسة (صبري، 2010) بعنوان "اثر رأس المال العامل وخصائص الشركة على ربحيتها وقيمتها السوقية"

هدفت الدراسة إلى بحث العلاقة ما بين رأس المال العامل وربحية الشركة من جهة، ورأس المال العامل وقيمة الشركة من جهة أخرى، وتحديد أوجه الاختلاف فيما بين الشركات التي لديها دورة تحويل نقدي مرتفعة والشركات التي لديها دورة تحويل نقدي منخفضة من حيث الربحية والقيمة، إضافة إلى تطوير مؤشر لدورة التحويل النقدي لمساعدة مديري الشركات والمستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد طبقت الدراسة على (41) شركة صناعية في الأردن خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٠٧). وأظهرت نتائج الدراسة أن متوسط دورة التحويل النقدي يساوي 209 أيام، وإن رأس المال العامل يشكل 51% من مجموع الموجودات، كما أظهرت وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لدورة التحويل النقدي، مع الربحية، أما بالنسبة لفترة الذمم المدينة فقد كان تأثيرها عكسيا وذا معنوية إحصائية، فيما أظهرت النتائج تأثيرا ايجابيا ذا دلالة إحصائية لحجم الشركة ونمو مبيعاتها على الربحية. أما بالنسبة لعلاقة دورة التحويل النقدي وفترة الذمم المدينة بقيمة الشركة، فقد أظهرت النتائج وجود تأثير عكسي ذي دلالة إحصائية على قيمة الشركة، ووجود فروقات معنوية وذو دلالة إحصائية فيما بين الشركات التي لديها دورة تحويل نقدي مرتفعة والشركات التي لديها دورة تحويل نقدي منخفضة من حيث ربحية الشركة وقيمتها.



دراسة (التميمي والقيسي، ٢٠١٣) بعنوان اثر الادوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة.

هدف الدراسة تمحور في اختبار اثر ادوات حوكمة الشركة الداخلية في ادارة رأس المال العامل وانعكاس كل منهما على اداء عينة مكونة من ٢٧ شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية. ولهذا الغرض تم صياغة اربع فرضيات رئيسية ، الاولى اشارت نتائجها الى وجود أثر معنوي لكل من ملكية كبار المساهمين وحجم مجلس الإدارة على صافي رأس المال العامل، وارتباطهما بعلاقة طردية والثانية اوضحت وجود اثر معنوي لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة، وارتباطهما بعلاقة عكسية في حين الثالثة بينت وجود أثر معنوي لكل من ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة وحجم مجلس الإدارة على القيمة الاقتصادية المضافة. اما الرابعة كشفت عن وجود اثر معنوي للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل.

#### الدراسات غير العربية

دراسة (Afza and Nazir, 2007) بعنوان

#### "Is It Better to Be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital?"

هدفت الدراسة لاختبار العلاقة ما بين سياسات رأس المال العامل المغامرة والمتحفظة مع الربحية والمخاطرة، على عينة مكونة من 208 شركات مساهمة عامة مدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2005). وتم قياس السياسة الاستثمارية باستخدام نسبة الموجودات المتداولة إلى مجموع الموجودات، أما السياسة التمويلية فقد تم قياسها من خلال نسبة المطلوبات المتداولة إلى مجموع الموجودات، وقياس الربحية تم استخدام العائد على الربحية والعائد على الموجودات، وقيمة المنشأة تم قياسها بنسبة Tobin's Q. لقد أظهرت نتائج الدراسة بان هناك علاقة عكسية بين سياسات رأس المال العامل والربحية، وعلاقة عكسية بين درجة المغامرة في السياسة الاستثمارية والإرباح (المقاسه بالعائد على الموجودات)، وكما أشارت النتائج إلى وجود علاقة عكسية ما بين درجة السياسة المغامرة في التمويل والأرباح، وان العلاقة عكسية ما بين مقاييس المخاطرة (الانحراف المعياري للمبيعات، الانحراف المعياري للعائد على الموجودات، الانحراف المعياري لنسبة Tobin's Q) وسياسات رأس المال العامل الاستثمارية والتمويلية.

دراسة (Silveira et. Al., 2009) بعنوان

#### Evolution and Determinations of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil

استهدفت الدراسة تحليل التنبئي الطوعي لافضل التطبيقات الخاصة بحاكمية الشركات بين الشركات المدرجة في سوق البرازيل للاوراق المالية وللفترة بين ١٩٩٨-٢٠٠٤. كما بحثت الدراسة بالمحددات المحتملة لجودة الحاكمية المؤسساتية على مستوى الشركات عينة الدراسة على افتراض ان البيئة التعاقدية للشركات متماثلة ولكن لازال هناك اختلاف على مستوى جودة الحاكمية.

وقد استخدمت الدراسة مؤشر (Corporate Governance Index CGI) الذي قدمه Leal & Corvalhal عام ٢٠٠٧ لقياس جودة تطبيقات الحوكمة المؤسسية وبناءا على اربعة مجالات تمثلت بتطبيقات الافصاح وهيكل مجلس الادارة وعملياته واخلاقيات العمل وتضارب المصالح وحقوق حملة الاسهم بالتصويت. وتوصلت الدراسة الى ان هناك تحسن في جودة الحوكمة في الشركات عينة الدراسة وان قيمة مؤشر الجودة CGI زاد من ٤,١٦ نقطة عام ١٩٩٨ الى متوسط الدرجة ٥ في عام ٢٠٠٤ ومع ذلك ان هذا التحسن غير مرضي نظرا الى التحسن ير المتجانس في جودة الحوكمة بسبب التبني الطوعي للمبادئ العامة للحوكمة.

دراسة (Sen & Oruc, 2009) بعنوان

### “Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets in ISE”

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مستويات كفاءة إدارة رأس المال العامل والعائد على إجمالي الأصول (ROA)، للشركات المدرجة في سوق اسطنبول للأوراق المالية، وعددها ٤٩ شركة إنتاجية، خلال الفترة (1993-2007)، وقد تم استخدام نموذجين الأول ويشمل كل من دورة التحويل النقدي، صافي رأس المال العامل، نسبة السيولة كنسبة من إجمالي الأصول كمتغيرات مستقلة، بينما استخدم العائد على إجمالي الموجودات كمتغير تابع، واستخدم في النموذج الثاني كل من عدد أيام الحسابات الدائنة، عدد أيام المخزون، عدد أيام الحسابات المدينة لتحديد الدورة الزمنية الفعالة. ومن أهم نتائج الدراسة ارتباط كل المتغيرات المستقلة مع العائد على إجمالي الموجودات في النموذجين بعلاقة عكسية وذات دلالة إحصائية.

دراسة (Ramly et al., 2010) بعنوان

### "Critical Review of Literature on Corporate Governance and the Cost of Capital: The Value Creation Perspective"

هدفت الدراسة إلى إلقاء نظرة نقدية على الدراسات التي تناولت موضوع حوكمة الشركة وكلفة رأس المال من منظور توليد القيمة، من خلال استعراض مجموعة من الدراسات التي تناولت قياس أثر أدوات الحوكمة (على سبيل المثال تركيبة وحجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، حقوق التصويت للمساهمين، تعويضات المديرين التنفيذيين) على قيمة الشركة باستخدام المقاييس السوقية والمحاسبية.

وتوصلت الدراسة إلى إن الشركات التي تكون قادرة على جمع الأموال ذات التكلفة المنخفضة قادرة على توليد القيمة للمساهمين، كما بينت الدراسة بان أدوات الحوكمة الداخلية والخارجية قادرة على تخفيض كلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، وقد أوصت الدراسة بإجراء المزيد من الأبحاث حول اثر أدوات حوكمة الشركة على كلفة رأس المال في الأسواق الناشئة وخاصة شرق آسيا، وكذلك العلاقة بين إدارة الأرباح وكلفة رأس المال وخاصة في الدول التي تكون فيها السيطرة على الشركة من قبل العائلات.

دراسة (Abdul Raheman et al., 2010) بعنوان

### “Working Capital Management and Corporate performance of Manufacturing Sector in Pakistan”

سعت الدراسة إلى اختبار أثر إدارة رأس المال العامل على أداء الشركة لعينة من الشركات الباكستانية، وعددها ٢٠٤ شركات صناعية مدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٧)، وقد تم قياس أداء الشركة من خلال صافي الربح التشغيلي كمتغير تابع، في حين تم قياس إدارة رأس المال العامل من خلال مجموعة من المتغيرات المستقلة وهي: متوسط فترة التحصيل، معدل دوران المخزون، متوسط فترة السداد، دورة التحويل النقدية، نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول، نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول، نسبة الرفع المالي، المبيعات، نمو المبيعات ونسبة السيولة، وقد استخدمت الدراسة نموذج التأثيرات الثابتة لإجراء التحليل الإحصائي. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة، إن إدارة رأس المال العامل تؤثر بشكل كبير على ربحية الشركات وتلعب دورا هاما في توليد القيمة للمساهمين، إذ إن دورة التحويل النقدي وصافي الدورة التشغيلية لهما تأثير عكسي على صافي الربح التشغيلي، كما إن معدل دوران المخزون يرتبط بعلاقة عكسية مع صافي الربح التشغيلي، بينما يرتبط متوسط فترة السداد بعلاقة طردية مع الربحية، وقد أشارت النتائج أيضا إلى إن درجة الاستثمار المرتفع في رأس المال العامل (السياسة المتحفظة) تشير إلى انخفاض في صافي الربح التشغيلي وان استخدام السياسة المتحفظة في تمويل الأصول المتداولة يرتبط بانخفاض في صافي الربح التشغيلي.

دراسة (Bukahri et al., 2011) بعنوان

### “Corporate Governance Practices and Their Impact on Firms Capital Structure and Performance, Case of Pakistani Textile Sector”

هدفت الدراسة إلى البحث في العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وهيكل رأس المال من جانب، ومن جانب آخر العلاقة بين الحوكمة المؤسسية والأداء لشركات قطاع المنسوجات في باكستان. وقد مثلت العينة (١٠٠) شركة صناعية مدرجة في كل من سوق كراتشي وسوق لاهور للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠٠٩)، واستخدمت الدراسة تحليل الانحدار لتحديد العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وهيكل رأس المال والأداء للشركات. تم قياس الحوكمة المؤسسية من خلال ١٤ أداة حوكمة داخلية، بينما تم قياس هيكل رأس المال من خلال نسبة المديونية، والأداء من خلال العائد على الموجودات. من أهم نتائج الدراسة وجود علاقة معنوية بين الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة وهيكل رأس المال، إذ ارتبط كل من حجم المجلس وتركيبه مجلس الإدارة والفصل بين منصب الرئيس التنفيذي ومنصب رئيس مجلس الإدارة ومهارات أعضاء المجلس بعلاقة طردية معنوية مع هيكل رأس المال. كما تؤثر أدوات الحوكمة الداخلية مجتمعة على الأداء بشكل إيجابي، بينما تؤثر على هيكل رأس المال باتجاه عكسي.

## دراسة (Regalli &amp; Soana, 2012) بعنوان

**Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies**

تناولت الدراسة العلاقة بين جودة الحاكمية المؤسساتية للشركة وكلفة حق الملكية عبر فرضيتين رئيسية الأولى ان جودة الحاكمية المؤسساتية الخارجية والمقاسة بمؤشر GIM ترتبط بعلاقة عكسية بكلفة راس المال، والثانية ان جودة الحاكمية المؤسساتية الداخلية والمقاسة بنسبة الاسهم المملوكة من قبل المستثمر المؤسسي ترتبط بعلاقة عكسية بكلفة راس المال. وبعد اختبار الفرضيتين على عينة مكونة من ١٢٢ شركة مالية مدرجة في البورصة الامريكية وجدت الدراسة صحة اثبات الفرضيات وان جودة الحاكمية لها اثر على كلفة راس المال ون هذا الاثر يزداد كلما زادت نسبة ملكية المستثمر المؤسسي لاسهم الشركة.

## ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

نتائج الدراسات السابقة تمحورت حول دراسة اثر الحاكمية المؤسساتية واو جودتها باداء الشركة وهيكل وكلفة راس المال. في حين الدراسات حول ادارة راس المال العامل تركزت على أثر عناصر رأس المال العامل على ربحية الشركة. ولذلك تم الاستفادة من هذه الدراسات لغرض التبصر بطبيعة متغيرات البحث الحالي واغناء الجانب المعرفي والاستعانة بمتغيرات بعض الدراسات السابقة لتعزيز اهمية جودة الحاكمية المؤسساتية. لذا ما يميز البحث الحالي هو الاجابة على فيما إذا كانت جودة الحاكمية المؤسساتية للشركة فعالة في إدارة رأس المال العامل وبالشكل الذي يضمن المنافع المتحققة من ضبط سلوكيات الادارة نحو مصالح المساهمين. وتجدر الاشارة هنا الى ان البحث الحالي قد اعتمد مؤشر الملكية المؤسساتية لاسهم الشركة كمقياس لجودة الحاكمية الداخلية واستنادا الى دراسة (Regalli & Soana, 2012). الان البحث الحالي يختلف عن دراسة (التميمي والقيسي ٢٠١٣) في كون الاخيرة اعتمدت حجم مجلس الادارة واحدا من ادوات الحوكمة الداخلية للشركة.

## الاطار المعرفي لجودة الحاكمية المؤسساتية

## ١- مفهوم الحاكمية المؤسساتية

يعد تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD، 2004) من أشمل التعريفات التي تناولت مفهوم حوكمة الشركة، إذ عرفت على أنها: "النظام الذي تستخدمه الشركة في عملية الإشراف والرقابة على عملياتها، والذي يتم من خلاله توزيع الحقوق والمسؤوليات على مختلف الأطراف في الشركة، بما في ذلك مجلس الإدارة والمديرين وحملة الأسهم وأصحاب المصالح الأخرى، كما أنها تحدد القواعد والإجراءات الخاصة باتخاذ القرارات التي تتعلق بالشركة. فهي اذن وسيلة للتحفيز على الكفاءة الإدارية من خلال استخدام أدوات واليات معينة للحوافز (Mathiesen, 2002). اي ان مفهوم الحاكمية ينصرف الى ابعاد من مجرد مجموعة العلاقات وتقسيم الصلاحيات بين من يملك ومن يدير راس المال الى فضاء ارحب يتعلق ببيئة العمل العامة من تشريعات ومؤسسات واجراءات وسياسات ( الربيعي وراضي، ٢٠١١، ٢٥). كما يمكن النظر إلى حوكمة الشركة على أنها نظام ومنهج وتعليمات وقواعد، ومن خلالها يتم إدارة الشركة والرقابة عليها، وتحديد الأهداف والعمل على مراقبة تحقيقها بما ينسجم مع قيم الشركة، والتأكيد على مقابلة احتياجات أصحاب المصالح من المعلومات وتحسين

علاقات الشركة مع مساهميها (Cattrysse, 2005,3). هذا بالإضافة الى تحقيق الاتي (البشير ٢٠٠٣) (الهيني ٢٠٠٥):-

- تحسين كفاءة استخدام موجودات (أصول) الشركة وتخفيض كلفة رأس المال وجذب الاستثمارات المنتجة للأداء الاقتصادي لتعزيز القدرات التنافسية للشركة في الأمد الطويل
- تحسين إدارة الشركة من خلال مساعدة مديري ومجلس إدارة الشركة على تطوير إستراتيجية الشركة، وضمان اتخاذ القرارات عبر آليات الشفافية في المعاملات وإجراءات المراجعة والمحاسبة المالية.
- بناء نظام كفؤ وواضح للمكافآت والحوافز في الشركة.
- وضع معايير تتسم بالشفافية في التعامل مع المستثمرين والمقرضين.
- بناء أنظمة مبكرة لمنع حدوث الأزمات المالية.

## ٢- مؤشرات جودة الحاكمية المؤسسية وفقاً لرؤية الباحثين

طبقاً لما تقدم من مفاهيم للحاكمية المؤسسية، فقد بدأت الدعوات حول العالم بضرورة تقوية وتحسين أنظمة الحوكمة في الشركات المساهمة لحماية حقوق المساهمين وذوي المصالح المشتركة، وضبط تجاوزات المديرين وإعادة الثقة إلى أسواق المال (Eun & Resnick, 2009,79)، ومن بين هذه الدعوات توجه الكتاب والباحثين لإيجاد مؤشرات دالة لجودة الحاكمية داخلية وخارجية، الغرض منها هو تقييم مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركات بشكل عام. ومن بين المؤشرات المستخدمة لهذا الغرض:-

أ- مؤشر (GIM Index) الذي قدم من قبل (Gompers, Ishii, and Metrick, 2003) ويستخدم هذا المؤشر لقياس جودة الحاكمية المؤسسية بالنسبة للشركات ذات الملكية المتعددة، وعلى وجه التحديد الشركات العاملة في الاسواق الامريكية. يحسب المؤشر على اساس نقطة لكل عنصر ضمن المؤشر لغرض التمييز بين الحوكمة الرشيدة وغير الرشيدة. فالشركات التي تجمع ٥ نقاط او اقل توفر حوكمة رشيدة وتوفر حماية افضل لحملة الاسهم، اما الشركات التي لا توفر حوكمة رشيدة فهي الشركات التي تجمع ١٤ نقطة فاكتر حيث للادارة دور اكبر في التصرفات والقرارات. وقسم المؤشر الى خمس مجالات اساسية وهي:-

- المهلة Delay وهي مقياس لمنع الاستيلاء العدائي على الشركة.
- التصويت Voting وهي شروط تتعلق بحقوق حملة الاسهم بالانتخاب او تعديل القوانين والنظام الداخلي للشركة.
- الحماية Protection مياس للتأكد من المسؤولية الوظيفية للمدراء ونظم تعويضات نهاية الخدمة.
- الحالة State وهي تتعلق بمجموعة القوانين والتشريعات التنظيمية المقررة من قبل حكومة الولاية.
- اخرى Other تتعلق بحماية الادارة

ب- نموذج (Ashbaugh et al) اعتمد النموذج في قياس جودة الحاكمية المؤسسية على اربعة مجالات وعلى وفق الاتي (Ashbaugh, Collins, and LaFond, 2004)

- جودة المعلومات المالية كونها تقلل من حالات اللاتماثل بالمعلومات بين الشركة وحملة الاسهم، وتم قياس الجودة بتوقيت الارباح المحاسبية والقيمة الملاءمة والمستحقات الاختيارية. فكلما كان هناك جودة بالاخصح والشفافية كلما قل تعرض المستثمر الى مخاطر المعلومات.
- هيكل الملكية بالتركيز على ملكية كبار المساهمين والمستثمر المؤسسي، وتشير الادبيات بهذا الخصوص على ان كلاهما يمتلكون دافعية الرقابة على الادارة والتاثير عليها من خلال حقوق التصويت. فهم يلعبون دورا رئيسا في الحد من السلوك النفعي للادارة مما يساعد في التخفيف من مشكلة الوكالة وكلفتها وزيادة فاعلية القرارات الادارية والمالية. اما ملكية اعضاء مجلس الادارة فتشير الادبيات الى ان زيادة نسبة هذه الملكية سوف يعزز من جودة الحاكمية المؤسسية. ومبرر ذلك ان مصالح اعضاء مجلس الادارة الذين يمتلكون اسهم الشركة سوف تتوافق مع مصالح حملة الاسهم وبالتالي سوف تخفف من مخاطر السلوك غير الاخلاقي للادارة. (وسوف يتم التركيز على هذا المجال لاغراض البحث)
- حقوق حملة الاسهم بالتصويت يساعد على ممارسة الرقابة الفاعلة على الادارة من خلال نقض القرارات التي لاتحقق منافع تجاه قيمة الشركة.
- هيكل مجلس الادارة أذ ان الاعتقاد السائد بان مجلس الادارة هو الاكثر فاعلية في رقابة المدراء، وتلعب استقلالية المجلس واعضائه المستقلين دورا مهما في ضبط سلوكيات المدراء ومنع السلوك النفعي الذي يؤدي الى منافع خاصة بالادارة كما ان استقلالية المجلس يزيد من جودة المعلومات المالية. وبالتالي انعكاس لمستوى جودة الحاكمية المؤسسية للشركة.

ج- مؤشر (Corporate Governance Index CGI) قدم هذا المؤشر من قبل Leal & Corvalhal عام ٢٠٠٧ لقياس جودة تطبيقات الحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة. تضمن النموذج اربعة ابعاد يحتوي كل بعد على ستة اسئلة وبذلك المؤشر يتضمن ٢٤ سؤال ثنائي الاجابة (نعم ، كلا) ويتراوح سلم النموذج من صفر للتطبيقات الاسوء للحاكمية الى ٢٤ نقطة للتطبيقات الافضل للحاكمية. اما الابعاد الاربعة المعتمدة في التحقق من جودة الحاكمية المؤسسية فهي على وفق الاتي (Silveira et al., 2009):-

- الافصاح Disclosure ويتضمن ستة اسئلة تعكس مدى التزام الشركة بتطبيقات الافصاح عن المعلومات ومدى ملائمتها للمعايير المحاسبية الدولية.
- تركيبة مجلس الادارة وعملياته Board Composition & Functioning ايضا يتكون من ستة اسئلة محتواها يتعلق بمدى استقلالية المجلس وحجمه والعمليات التي يمارسها داخل الشركة.
- اخلاقيات العمل وتضارب المصالح Ethics & Conflicts of Interest ومحتوى الاسئلة الستة يتعلق باليات التعامل مع العقود والاتفاقيات ومدى توافقها مع مصالح المساهمين.
- حقوق حملة الاسهم Stockholder Rights ومحتوى الاسئلة الستة يتعلق بقواعد حقوق حملة الاسهم وعمليات التصويت واليات الرقابه والمتابعة من قبل حملة الاسهم.

### ب- ادارة رأس المال العامل (Working Capital Management)

تعد إدارة رأس المال العامل من الموضوعات المهمة في الادارة المالية للشركات المساهمة نظرا لدوره في تحديد ربحية الشركة ومخاطرها ومن ثم الناتج في قيمتها السوقية (Abdul Raheman et al., 2010). لذا فإن الادارة الكفوءة لرأس المال العامل تعتبر جزءا أساسيا من إستراتيجية الشركة، كونه يتعلق بتحقيق مستوى مثاليا من الموجودات المتداولة التي تساهم في تعظيم قيمة الشركة (Afza & Nazir, 2007). وعليه يقع مفهوم إدارة رأس المال العامل في الشركات المساهمة في أربعة مجالات مهمة وهي (الميداني، ٢٠٠٤، ٢٠١-٢٠٢):

- تحديد مستوى الاستثمار بالأصول المتداولة (Current Assets) مقارنة مع الأصول الثابتة، اي تحديد نسبة الاستثمارات القصيرة الأجل إلى الاستثمارات الرأسمالية الطويلة الأجل.
- تحديد حجم الاستثمار المناسب في كل عنصر من عناصر الأصول المتداولة (مستوى النقدية الأمتل، سياسة الائتمان التجاري، تحديد حجم المخزون الأمتل).
- تحديد مستوى التمويل من مصادر التمويل قصيرة الأجل مقارنة مع مصادر التمويل الطويلة الأجل.
- تحديد مزيج مصادر التمويل القصير الأجل ومقداره من الائتمان التجاري (Trade Credit).

ان هدف إدارة رأس المال العامل وفقا لما تقدم هو الموازنة بين قرارات الاستثمار والتمويل وبالطريقة التي تؤدي إلى تحقيق المبادلة بين الربحية والسيولة، كعوامل نجاح تصب في تعظيم ثروة المساهمين. لذلك تبرز أهمية رأس المال العامل من خلال ربطه بقرارات تعظيم ثروة المساهمين. فالشركة التي تتبع سياسة معينة في إدارة رأس المال العامل ستؤثر حتما في الكلفة والربحية والمخاطرة، وهذه السياسة إما أن تخفض الكلفة والمخاطرة وزيادة الربحية، وبالتالي تزيد من قيمة الشركة، أو إنها تعمل على ارتفاع الكلفة ووزيادة المخاطرة وتخفيض الربحية، وبالتالي تخفيض قيمة الشركة (Abdul Raheman, et al., 2010). فالمخاطرة في اطار مفهوم ادارة رأس المال العامل هي مخاطرة السيولة التي تتأثر بسياسات الاستثمار والمخاطرة المالية التي تتأثر بسياسات التمويل. أما الربحية فتتضمن العائد على الاستثمار الذي يتأثر بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل والعائد على حق الملكية الذي يتأثر بسياسات تمويل رأس المال العامل، وبدوره يؤثر على ثروة المساهمين وينعكس بالنتيجة على قيمة الشركة السوقية. وتجدر الإشارة هنا الى ان الأدبيات المعرفية في التمويل استعرضت تناولت سياسات ادارة راس المال العامل وصنفتها الى السياسة المغامرة والمتحفظة والمعتدلة وشخصت ظروف كل واحدة منها واثارها على اداء الشركة (Brigham & Ehrhardt, 2011, 643) (Gitman& Zutter,2012,606).

### ج- العلاقة النظرية بين جودة الحاكمية المؤسسية الداخلية وإدارة راس المال العامل

تستحوذ إدارة رأس المال العامل على معظم وقت الادارة بشكل عام والمدير المالي بشكل خاص لأجل تحديد المستوى المناسب من العناصر الأساسية لمكونات الموجودات المتداولة ولتخفيض مخاطر الشركة وتحسين أدائها الكلي (Lamberson, 1995). وعلى هذا الاساس تدعو الضرورة الى حوكمة السياسات المعتمدة في ادارة راس المال العامل وضمان جودتها وصولا الى عناصر نجاح الموازنة بين السيولة والربحية بوصفهما جوهر القرارات المتعلقة بمستوى صافي راس المال العامل الذي تحتفظ به الشركة لاغراض تشغيلية. ان التأثير السلوكي للحوكمة

والدور الرقابي الذي يمارسه كبار المساهمون والملكية المؤسسية على أعضاء الإدارة العليا التنفيذية والإشرافية، لا سيما في إدارة رأس المال العامل في الشركات الصناعية، يتمحور في وضع الخطط ورسم سياسات رأس المال العامل، من أجل المحافظة على بقاء الشركة واستمرارها، وصولاً إلى أداء يرضي المساهمين (من خلال تحقيق الربح) والأطراف الأخرى المرتبطة مصالحها مع مصالح الشركة. وبما إن إدارة رأس المال العامل في الشركة تبنى على سياسات استثمارية وتمويلية تعكس نوعية الإدارة وسلوكها، فإن الحفاظ على جودة الحاكمية المؤسسية وفق مؤشرات قابلة للقياس والتحقق ستعمل على تطبيق توجهات مجلس الإدارة نحو إدارة فاعلة لرأس المال العامل. كما إن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة سيمارس بجانب كبار المساهمين والمستثمر المؤسسي، دوراً مهماً في توجيه الإدارة التنفيذية نحو سياسات معينة في إدارة رأس المال العامل. وتجدر الإشارة هنا إلى أن تحقق الدور الرقابي لكل من كبار المساهمين والملكية المؤسسية وملكية أعضاء مجلس الإدارة سيولد التأثير على قرارات مجلس الإدارة، والذي بدوره سيضغط على أعضاء الإدارة التنفيذية نحو تطبيق تطلعات ورغبات المساهمين الآخرين، من جانب، ويحد من مشكلة الوكالة واللاتماثل في المعلومات وتخفيض كلف الرقابة والمتابعة من جانب آخر. ولذلك فإن جودة حوكمة سياسات رأس المال العامل لها دوراً إيجابياً لتقليل السلوكيات النفعية للإدارة وضمان تعظيم ثروة المساهمين وتحقيق اهتمامات ذوي المصالح المشتركة.

إن تناول البحث صافي رأس المال العامل كمؤشر دال على إدارته، بوصفه من قرارات الاستثمار قصيرة الأجل، ويتم تنفيذها من خلال سياسات استثمارية وتمويلية معينة تعتمد الإدارة التنفيذية في الشركة، وفقاً لتوجهات مجلس الإدارة لتحقيق أرباح تتعكس على ثروة المساهمين في الأجل الطويل. هذه السياسات تمثل إما سياسات استثمارية مغامرة تعمل على تخفيض الاستثمار في الأصول المتداولة من خلال التمويل قصير الأجل، أو من خلال سياسات استثمارية متحفظة تعمل على زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة، من خلال الاعتماد بشكل كبير على التمويل طويل الأجل، ويحكم هذه السياسات رغبة الإدارة في تحقيق الموازنة بين السيولة والربحية، والتي تعبر عن مدى ميل الإدارة نحو تقبل المخاطر العالية أو تجنبها.

### الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة واختبار التوزيع الطبيعي

يعرض الجدول رقم (١) الوسط الحسابي، وأكبر قيمة وأقل قيمة، والانحراف المعياري لكل من؛ ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين، والملكية المؤسسية، وصافي رأس المال العامل، واختبار التوزيع الطبيعي لهذه المتغيرات (Normality Test). وأظهرت نتائج اختبار (Kolmogorov-Smirnov)، إن البيانات موزعة توزيعاً طبيعياً، لأن قيمة P- Value أكبر من ٥%. ويتضح من الجدول رقم (١) إن متوسط ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة قد بلغ 9.27%، ونظراً لاستثناء أعضاء مجلس الإدارة الذين يمثلون كبار المساهمين في الشركة ويملكون ٥% أو أكثر من أسهمها، يلاحظ بأن متوسط نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركة منخفضة. وقد بلغت أعلى قيمة له 53.91% من أسهم الشركة، بينما بلغت أقل قيمة له 0.10% من أسهم الشركة، وانحراف معياري ٦,٩٩%. أما متوسط نسبة ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة فقد بلغ ٤٤,٥٨%، في حين بلغت أعلى قيمة لها ٨١,٢٠% من أسهم الشركة، بينما بلغت أقل قيمة لها ٠,٠٠% (أي



عدم وجود أي مساهم يملك ٥% أو أكثر من أسهم الشركة)، وبانحراف معياري مقداره ٢٠,٦٣ % . كما يشير الجدول إلى إن متوسط الملكية المؤسسية (مؤشر الجودة) في الشركات عينة البحث قد بلغ ٦٢,٣ % ، وبانحراف معياري مقداره ١٤,٧١ % . أما متوسط نسبة صافي رأس المال العامل من إجمالي الموجودات فقد بلغ ٣٤,٨% ، وأعلى قيمة له ٨٥,٤ %، وأقل قيمة -١٥,٨%، وبانحراف معياري مقداره ٢١,٥٧ % . ويلاحظ إن متوسط نسبة صافي رأس المال العامل في الشركات عينة البحث موجب، وبشكل نسبة لا باس بها من إجمالي الموجودات، وهذا يعني إن الشركات قيد البحث والتحليل تستخدم بعض مصادر التمويل طويلة الأجل للاستثمار برأس المال العامل، لضمان عنصر توافر السيولة، ولتكون أكثر تحفظاً في توجيهها عند إدارة موجوداتها المتداولة.

### الجدول (١)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث المستقلة والتابعة واختبار التوزيع الطبيعي للبيانات

NWC %	InO %	BSO %	BMO %	Variable Statistical Measure
34.8	62.3	40.9	9.27	Mean
85.4	100.00	81.20	53.91	Maximum Value
-15.8	38.50	0.00	.10	Minimum Value
21.57	14.71	20.63	6.99	Standard Deviation
1.850	0.586	1.080	1.409	Kolmogorov- Simirnov
0.068	0.882	0.194	0.090	Probability

### الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة

يعرض الجدول رقم (٢) نتائج اختبار (Variance Inflation Factor VIF) لتحديد مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، وقد جاءت نتائج الاختبار عدم وجود مشكلة ارتباط متعدد بين هذه المتغيرات، إذ إن جميع قيم VIF أقل من (١٠).

### جدول رقم (٢)

نتائج اختبار الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة للبحث

VIF	Independent Variable
1.154	BMO
1.241	BSO
1.216	In O

### اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي المتعلق بفرضية البحث

يعرض الجدول رقم (٣) نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي وفقاً لاختبار هاوسمان (Hausman Test). ومنه يتضح إن القيمة الإحصائية لاختبار كاي تربيع  $X^2$  (٩,٤٣) أكبر من القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار كاي تربيع  $X^2$  والبالغة (0.012) وهي أقل من ٥%، وعليه يرفض التأثير العشوائي ويقبل التأثير الثابت لاختبار فرضية البحث.

## جدول رقم (٣)

## نتائج اختبار التأثير الثابت والتأثير العشوائي لفرضية البحث الرئيسية

٩,٤٣	Statistical Value ( $X^2$ )
0.02	Probability Value ( $X^2$ )
Fixed Effect	Result

## مصفوفة ارتباط (Pearson) لمتغيرات البحث المستقلة

يبين الجدول رقم (٤) نتائج معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة (ملكية اعضاء مجلس الادارة وملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة ، والملكية المؤسسية) ومنه يتضح ان معاملات الارتباط متباينة من حيث القوة، إذ بلغت اقواها بين ملكية كبار المساهمين والملكية المؤسسية لاسهم الشركة وبالعلاقة عكسية لتشير بشكل اولي انه في حال غياب الملكية المؤسسية في هيكل الملكية فان جودة الحاكمية المؤسساتية تميل كفتها نحو القوة التصويتية لكبار المساهمين في الشركة على حساب ملكية اعضاء مجلس الادارة، كون قراراتهم في اعداد سياسة راس المال العامل يجب ان تتوافق مع جميع صغار المساهمين في الشركة لضمان المصالح العامة والمتعلقة بحماية الثروة. وما عدا ذلك فان حضور المستثمر المؤسسي في هيكل الملكية انما هو عنصر فاعل في توجيه القرارات المالية بشكل يضمن مصالح جميع الاطراف ذات العلاقة بالشركة. اي ان قوة التأثير بالقرارات المتعلقة بادارة راس المال العامل تميل ليكون الدور الاكبر للملكية المؤسسية والعاملة في الادارة. وبشكل عام ان الارتباطات المنخفضة بين متغيرات البحث المستقلة تشير بشكل اولي الى امكانية الاستمرار في اختبار فرضية البحث وصلاحيه هذه المتغيرات للاختبار.

## الجدول (٤)

## مصفوفة ارتباط (Pearson) بين المتغيرات المستقلة للبحث

In O	BSO	BMO	Variables
0.353	-0.335	1	BMO
-0.473	1	-.335	BSO
1	-0.473	0.353	InO

## تحليل نتائج اختبار فرضية البحث الرئيسية والفرعية لها

## ١- تحليل نتائج اختبار الفرضية الفرعية الاولى

يعرض الجدول رقم (٥) نتائج اختبار الانحدار البسيط المتعلق بالفرضية الفرعية الاولى الصفرية من الفرضية الرئيسية. ومنه يتضح رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية العدمية ، ومفادها يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية للملكية المؤسسية في صافي رأس المال العامل في الشركات عينة البحث، وعند مستوى دلالة ٥%، إذ بلغت قيمة T المحسوبة (3.700) وهي أكبر من قيمة T الجدولية (1.96) لتشير إلى وجود علاقة طردية بين الملكية المؤسسية وصافي رأس المال العامل، ، وان هذه العلاقة لها اثر معنوي ذات قوة تفسيرية مرتفعة للتباين في الحاصل صافي رأس المال العامل، إذ بلغت قيمة معامل التحديد  $R^2$  (61.7%). والنتيجة تؤثر إلى الدور الرئيس

الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في التأثير على القرارات المتعلقة بإدارة رأس المال العامل وتحديد سياساته الاستثمارية والتمويلية. اي تحديد سلوك الادارة نحو المخاطر المترتبة على الشركة.

### جدول رقم (5)

نتائج اختبار الانحدار البسيط لأثر الملكية المؤسسية في صافي رأس المال العامل ولعينة البحث

Probability(P- Value)	T-Test	B	Variable
0.0003	3.700	0.3648	In O
(R <sup>2</sup> ): 61.70 %			

٢- تحليل نتائج اختبار فرضية البحث الفرعية الثانية في اطار المتغيرات التفاعلية

يعرض الجدول رقم (٦) نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد بفرضية البحث، ومنه يتضح ان قيمة (Durbin-Waston) قد أشارت إلى عدم وجود ارتباط ذاتي (Autocorrelation) بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار، وقد بلغت قيمتها (١,٢٣)، وهي ضمن الحدود المقبولة لهذا الاختبار. وعليه وبناءً على ذلك فإن نتائج اختبار F تشير إلى رفض فرضية البحث وقبول الفرضية البديلة لها، ومفادها يوجد أثر ذو دلالة احصائية معنوية للملكية المؤسسية في صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية وفي اطار المتغيرات التفاعلية والمتمثلة بكل من ملكية اعضاء مجلس الادارة وملكية كبار المساهمين، لأن قيمة F المحسوبة تساوي (19.859)، وهي معنوية عند مستوى دلالة ٥%، وان أثر كل من الملكية المؤسسية، وملكية كبار المساهمين، وملكية اعضاء مجلس الادارة لها قوة تفسيرية بلغت ٧٠ % من التغير الذي حصل في صافي رأس المال العامل.

ويلاحظ من الجدول ان ملكية اعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة ترتبط مع صافي راس المال العامل بعلاقة

عكسية وهي دالة إحصائياً عند مستوى دلالة ٥%، إذ بلغت قيمة T المحسوبة (-1.711) وقيمة احتمالية P

(٠,٠٣). في حين ارتبطت ملكية كبار المساهمين مع صافي راس المال العامل بعلاقة طردية وهي معنوية ودالة

إحصائياً عند ٥ %، إذ بلغت قيمة T المحسوبة (1.741) وقيمة P (٠,٠٤).

اما الملكية المؤسسية (مؤشر لجودة الحاكمية في الشركات عينة البحث) فقد ارتبطت مع صافي راس المال

العامل بعلاقة طردية وهي دالة إحصائياً عند مستوى دلالة ٥%، إذ بلغت قيمة T المحسوبة (7.676) وقيمة P

(٠,٠٠٠). وتجدر الإشارة هنا الى ان الارتباط بين الملكية المؤسسية كان سالبا مع ملكية كبار المساهمين وطرديا

مع ملكية اعضاء مجلس الادارة (انظر الجدول رقم ٢) الا ان تداخل تأثير المتغيرات التفاعلية مع الملكية

المؤسسية غيرت من طبيعة العلاقة بينهما وبين صافي راس المال العامل. ومبرر ذلك يعود الى ضرورة تنسيق

التوجهات والقرارات بين مكونات هيكل الملكية بما ينسجم وتوحيد الجهود نحو الادارة الكفوءة لراس المال العامل

لتحقيق الموازنة بين الربحية والسيولة. وفي واقع الحال ان معدل التغير والتاثير الاكبر في ادارة راس المال العامل

يعود بالدرجة الاساس الى الملكية المؤسسية اذا احتلت اعلى معامل بيتا وبلغ (٠,٤٨) لتؤشر هذه النتيجة حقيقة

الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في توجيه قرارات ادارة راس المال العامل بما ينسجم واهداف الموازنة بين

الربحية والسيولة وبشكل يضمن حقوق حملة الاسهم من صغار المستثمرين في الحفاظ على الثروة. وما يعزز ذلك ارتفاع القوة التفسيرية للمتغير من ٦١,٧% الى ٧٠% عندما تفاعلت متغيرات ملكية اعضاء مجلس الادارة وكبار المساهمين مع الملكية المؤسسية في التأثير على صافي رأس المال العامل.

### جدول رقم (٦)

نتائج اختبار أثر الملكية المؤسسية في صافي رأس المال العامل في اطار المتغيرات التفاعلية

Probability(P- Value)	T-Test	B	Variables
0.03	-1.711	-0.106	BMO
0.04	1.741	٠.088	BSO
0.00	7.676	0.48	In O
Adjusted (R <sup>2</sup> ) : 67%		(R <sup>2</sup> ) : 70%	
1.23:(DW) Test			
Probability(F)		Calculated Value	Test (F)
0.0000		19.859	

### الخلاصة الاستنتاجية والتوصيات

(١) لوحظ من تحليل الاحصاء الوصفي لمتغيرات البحث ان متوسط نسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الموجودات في الشركات الصناعية عينة الدراسة ٣٤,٨%، وهي تشير إلى ان اغلب شركات العينة تتجه نحو الاحتفاظ بصافي موجب لتحقيق ضمان عنصر السيولة وهامش الأمان لتجنب العسر الفني المتعلق بتغطية مطلوباتها المتداولة. ومثل هذا التوجه يدل على ان الشركات تتبنى السياسة الاستثمارية المتحفظة (Conservative Policy)، نتيجة لزيادة الاستثمار في الموجودات المتداولة، والتي يتم تمويلها من خلال التمويل الطويل الأجل، على الرغم من ان هناك تباين مرتفع بين الشركات عينة الدراسة في اعتمادها للسياسات الاستثمارية نتيجة لقيمة الانحراف المعياري لنسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الموجودات والذي بلغ ٢١,٥٧% (انظر الجدول ١).

(٢) ان الاثر المعنوي لمتغيرات البحث المستقلة والتفاعلية وقوتها التفسيرية للتباين الحاصل بصافي راس المال العامل تؤثر مدى أهمية هيكل الحوكمة الداخلية في تحديد توجهات الإدارة بشأن ادارة رأس المال العامل، وتعتبر عن سلوك كبار المساهمين والملكية المؤسسية ودرجة ميولهم نحو تحمل المخاطر، ولهم دور كبير ومهم في تحديد السياسات الاستثمارية والتمويلية في إدارة الموجودات المتداولة ضمن هدف الموازنة بين السيولة والربحية، والتي ستعكس على ربحية الشركة ومن ثم أدائها.

(٣) ان نتائج اختبار فرضية البحث اكدت حقيقة توجه الشركات عينة البحث نحو تبني السياسة المتحفظة لادارة راس المال العامل، نتيجة لتوجهات المستثمر المؤسسي (الملكية المؤسسية) نحو تحقيق هامش امان من السيولة من خلال التأثير على قرارات مجلس الادارة بضبط اليات الاستثمار براس المال العامل ويؤيد هذا الاتجاه كبار المساهمين. وعليه فان وجود الملكية المؤسسية يزيد من فاعلية الحوكمة على الادارة التنفيذية بشأن عنصر الموازنة بين الربحية والسيولة وفقا لسياسات الاستثمار والتمويل في الموجودات المتداولة وبالتالي ضمان عنصر الجودة لتطبيقات الحاكمية المؤسسية.

(٤) وبناء على ما تقدم فان البحث يوصي بضرورة تحقيق الشراكة بين مكونات هيكل الملكية وتفعيل اليات جيدة للحوكمة تحت اشراف الملكية المؤسسية والغرض منها منع ظهور تخنقات إدارية من شأنها أن تؤثر على قاعدة القرارات الإدارية من جانب، وتوسيع قاعدة القرارات بشكل عام وتلك المتعلقة برأس المال العامل بشكل خاص من جانب آخر. مما يضيفي الفاعلية على تطبيقات الحوكمة الداخلية للشركة وتوسيع قاعدتها لضمان جودتها.

## المراجع

## المراجع العربية

- الجعدي، عمر (2007) *مستوى الحاکمية المؤسسية وأثره في أداء الشركات*، دراسة تطبيقية لنموذج Credit Lyonnais Securities Asia على الشركات المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: عمان، الأردن.
- التميمي، ارشد فؤاد، القيسي، احمد فارس (٢٠١٣) *أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة*، *مجلة العلوم الاقتصادية والادارية*، المجلد ١٩ العدد ٧٣، ص ص ١٦٦-١٨٢.
- الربيعي، حاكم و راضي، حمد عبد الحسين (٢٠١١) *حوكمة البنوك واثرها في الاداء والمخاطرة* ، ط١، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
- سمحان، عبد الحكيم (2006) *الموازنة ما بين السيولة والربحية*، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية في قطاعي الصناعة والخدمات، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية: عمان، الأردن.
- صالح، احمد علي (٢٠٠٦) *بناء محافظ رأس المال الفكري من الانماط المعرفية ومدى ملائمتها لحاکمية الشركات*، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
- صبري، تامر بهجت (2010) *اثر رأس المال العامل وخصائص الشركة على ربحيتها وقيمتها السوقية*، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: عمان، الأردن.
- العبيدي، صبيحة برزان (٢٠٠٨) *دور التحكم المؤسسي في تخفيض ممارسات المحاسبة الابداعية وتحقيق التوافق بين مصالح اطراف الوكالة*، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد
- الميداني، محمد أمين عزت، (٢٠٠٤) *الإدارة التمويلية في الشركات*. مكتبة العبيكان. الرياض ، السعودية.
- الهيني، إيمان احمد (٢٠٠٥) *تطوير نظام للحاکمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة الأردنية لتعزيز استقلالية مدقق الحسابات القانوني*، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا: عمان، الأردن.
- النيف، خالد لافي (2005) *تطوير نموذج للتنبؤ بمستوى الاستثمار المطلوب في رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية*، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية: عمان، الأردن.

## المراجع غير العربية

- Abdul Raheman, Afza, T. And Abdul Qayyum, B. M. (2010). Working capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. ***International Journal of Finance and Economics***, 47, 153-163.
- Abuzar, M. E. (2004). Liquidity – Profitability Tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. ***International Journal of Commerce and Management***, Vol. 14 (2), 48-61.
- Afza, T and Nazir, M. S., (2007) is it Better to Be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital? ***Proceeding of Singapore Economic Review (SERC)***. editorialexpress.com/cgi-bin/conference/.
- Ashbaugh, Skaif, Collins, D. W., and Lafon, R, (2004) Corporate Governance and the Cost of Equity Capital, Working Paper, University of Wisconsin.
- Ashbaugh, Skaife, Collins, D. W. & laFon, R. (2006). The Effect of Corporate governance on Firm Credit Rating. ***Journal of Accounting and Economics***, 42, Pp203-243.
- Brigham, Eugene F. & Ehrhardt, Michael C. (2011) ***Financial Management: Theory and Practice***, South-Western Cengage Learning, USA.
- Bukahri, K. S., Awan, H. M. & Ansari, R. M. (2011). ***Corporate Governance Practices and Their Impact on Firms capital Structure and Performance***; Case of Pakistani Textile Sector, Institute of management Sciences, Bahauddin Zakariya University, [khurambukhari.files.wordpress.com/2011/02/10.pdf](http://khurambukhari.files.wordpress.com/2011/02/10.pdf).
- Cattrysse, J. (2005). ***Reflection on Corporate Governance and the Role of the Internal Auditor***. Unpublished master dissertation, Roularta Media Group. Avialable At: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Eun, C. S. And Resnick B. G. (2009) .International ***Financial Management***, McGraw-Hill Companies, Inc., 1221, New York.
- Gitman, Lawrence J. and Zutter, Chad J., (2012) ***Principles of Managerial Finance***, prentice Hal, U.S.A.
- Gompers, P. A., Ishii, J, L., & Metrick, A. (2003) Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 107-15, [http\dx.doi.org](http://dx.doi.org).
- Gujarati, D.N. (2003). ***Basic Econometrics***. 4<sup>th</sup> ed., New York, McGraw Hill.
- Lamberson, M. (1995). Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity. ***Mid-American Journal of Business*** 10(2), 45-50.
- Mathiesen, H. (2002). ***Managerial Ownership and Financial Performance***. Unpublished doctoral dissertation, Copenhagen Business School, Department of International Economics and management.
- OECD) *Organization for Economic Co-operation and Development*, (1999 & 2004). “OECD Principles of Corporate Governance. Available: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

- 
- Ramly, Z. and Abdul Rashid, H. M. (2010). Critical Review of Literature on Corporate Governance and the Cost of Capital: The Value Creation Perspective. *African Journal of Business Management*, 4(11), 2198-2204.
  - Regalli, Massion, and Soana, Maria-Gaia, Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Company (2012) International Journal of Business Administration, Vol. 3, No. 2, March, www.sciedu.ca/ijba.
  - Sen, M. And Orus, E. (2009). Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets. *International Journal of Business and Management*, 4(10), 109-114.
  - Silveira, Alexander Di, Leal, Richard, & Carvalhal, Andre (2009) Evolution and Determination of firm-level Corporate Governance Quality in Brazil, R.Adm Sao Paulo, VOL. 44, No. 3, pp173-189.