



أثر خصائص حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال (دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية)

إعداد

مصطفى محمد مهدي

المعيد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

mona012837@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السادس والأربعون - العدد الثاني أبريل 2024

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

ملخص البحث

استهدف البحث دراسة تأثير خصائص حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال للشركات المساهمة المصرية، خاصة في ظل ندرة الدراسات السابقة التي استهدفت دراسة هذه العلاقة داخل بيئة الأعمال المصرية. في سبيل تحقيق هذا الهدف، تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد باستخدام ستة متغيرات مستقلة تمثل خصائص حوكمة الشركات وهي: (حجم مجلس الإدارة، استقلالية أعضائه، نسبة تمثيل العنصر النسائي به، وعدد اجتماعات المجلس، حجم لجنة المراجعة الداخلية، وعدد اجتماعاتها)، ومتغير تابع متمثل في تكلفة رأس المال، بالإضافة لثمانية متغيرات رقابية تتمثل في (حجم الشركة، نسبة الرفع المالي، العائد على الأصول، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول Tobin's Q، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، نسبة الأصول الملموسة، وحجم مكتب المراجعة)، وتم إجراء الاختبارات الإحصائية بالاعتماد على بيانات عينة مكونة من (60) شركة مساهمة مصرية مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى ستة عشر قطاعا اقتصاديا غير ماليا بواقع (420) مشاهدة في الفترة بين عامي 2014م و 2020م. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين كلا من (استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وعدد اجتماعات لجنة المراجعة الداخلية) من ناحية، وتكلفة رأس المال من ناحية أخرى، وهو ما يعني أن ارتفاع كلا من نسبة تمثيل الأعضاء المستقلين داخل مجلس الإدارة، وعدد اجتماعات لجنة المراجعة الداخلية خلال العام يصاحبه انخفاضاً في تكلفة رأس المال. كما أظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة موجبة بين حجم لجنة المراجعة الداخلية وتكلفة رأس المال، وهو ما يعني أنه كلما انخفض حجم اللجنة كلما صاحب ذلك انخفاضاً في تكلفة رأس المال. في حين أظهرت النتائج عدم وجود تأثير معنوي لكل من (حجم مجلس الإدارة، نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل المجلس، وعدد اجتماعات مجلس الإدارة) على تكلفة رأس المال.

الكلمات الدالة: خصائص حوكمة الشركات، خصائص مجلس الإدارة، هيكل الملكية، تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، تكلفة الاقتراض.

أولاً: مقدمة ومشكلة البحث

أدى انفتاح الأسواق وكبر حجم منشآت الأعمال وظهور الشركات المساهمة ذات الأنشطة المتعددة والمعقدة إلى عدم قدرة المالك الفرد على إدارة أو تمويل هذا النوع من المنشآت بمفرده، الأمر الذي مهد لضرورة انفصال الملكية عن الإدارة والاستعانة بعدد من المديرين المتخصصين كوكلاء عن الملاك لإدارة أنشطة تلك المنشآت مقابل عائد يدفعه الملاك لهم.

ومن ناحية أخرى جاء في الفكر الاقتصادي أن الإنسان رشيد بفطرته، حيث يقول آدم سميث في إحدى كتاباته تحت عنوان " ثروة الأمم " عام 1776م بأنه " كونك تقوم بإدارة أموال الآخرين ... فليس من المتوقع أن تكون على نفس القدر من اليقظة والحرص في مراقبة وإدارة هذا المال كما لو كنت مالكة" (Nerantzidis et al., 2012). أي انه هناك دائماً احتمالية أن يتراخي المديرين في بذل العناية الكافية في إدارة أموال الغير. ويتفق في ذلك أيضاً (Jensen and Meckling, 1976; Nandelstadh and Rosenberg, 2003) حيث أشاروا إلى أن الانفصال بين الملكية والإدارة أدى إلى إمكانية وجود تعارض وتضارب في المصالح بين الإدارة والملاك من خلال سعي الإدارة لتحقيق مصالحها الشخصية حتى وإن كانت متعارضة مع مصالح الملاك. كما ترتب أيضاً على الفصل بين الملكية والإدارة وجود حالة من عدم التماثل في المعلومات بين كل من طرفي المعادلة (الملاك من ناحية والمديرين من ناحية أخرى)، وهو الأمر الذي يعتبر المصدر الأساسي للمشكلات التي تنشأ في علاقات الوكالة. وترجع مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بالأساس لعدم قدرة الأصيل (الملاك) على متابعة أداء الوكيل (الإدارة) بصورة مباشرة، وبالتالي قد يتمتع الوكيل بمعلومات خاصة لا يعلمها الأصيل بحكم موقعه وسلطاته، مما قد يجعل المديرين أنفسهم يُسيئون استخدام موجودات الشركة بما يصب في صالحهم ولو تعارض ذلك مع مصالح الملاك.

لذا سعت العديد من الدراسات لمحاولة التعرف على أهمية الدور الذي تلعبه حوكمة الشركات في العديد من النواحي الاقتصادية، الإدارية، والمحاسبية للحد من مخاطر ومشكلات الوكالة، وتخفيض التكاليف داخل الشركات كتكاليف الوكالة، وتكاليف الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لممارسة النشاط، بالإضافة إلى التخفيف من درجة التضارب في المصالح بين الإدارة والملاك. ومن بين تلك الدراسات من اهتم بمحاولة التعرف على تأثير الخصائص المميزة لحوكمة الشركات على التكاليف التي تتكبدها الشركات في مقابل تمويل نشاطاتها، أو ما يُعرف بتكلفة رأس المال.

وفيما يخص العلاقة بين حجم مجلس الإدارة كأحد أهم الخصائص التنفيذية لحوكمة الشركات كما أشار كلا من (Jensen, 1993; Reddy et al., 2008) وتكلفة رأس المال، فقد توصلت دراسة (Pham et al., 2012) إلى أن صغر حجم مجالس إدارات الشركات يمكنه أن يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال لتلك الشركات نظراً لسهولة التنسيق وتوزيع المهام فيما بين أعضاء المجلس وانخفاض حدة التعارض في الآراء مقارنةً بالمجالس كبيرة الحجم، مما يؤدي لسرعة في صناعة واتخاذ القرارات، ومن ثم تزداد فعالية الدور الرقابي والإشرافي للمجلس، ذلك الأمر الذي يؤدي لانخفاض المخاطر وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال. في حين يشير كلا من (Wan, 2016; Khan, 2015) إلى أن كبر حجم المجلس يصاحبه انخفاضا ملحوظا في تكلفة رأس المال للشركات، ومبررهم في ذلك هو أن المجالس الكبيرة تتمتع بموفور من القدرات والمهارات والخبرات المالية والفنية المطلوبة، ذلك الأمر الذي يرفع من فعالية الرقابة والمتابعة من جانب المجلس وبالتالي تزداد ثقة المستثمرين والمقرضين في قدرة المجلس على حماية وتأمين استثماراتهم ضد المخاطر المحتملة، مما يدفعهم لقبول معدلات عوائد منخفضة على رؤوس أموالهم المستثمرة داخل الشركات.

ومع زيادة الاهتمام بدور المرأة في شتى المجالات، فقد حظيت نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل مجلس الإدارة كأحد خصائص حوكمة الشركات على اهتمام العديد من الدراسات (Adams and Ferreira, 2009; Miller and Triana, 2009; Fields et al., 2012; Zhang et al., 2013; Usman et al., 2018; Pandey et al., 2020; Kamil and Appiah, 2021). حيث تشير تلك الدراسات إلى أن تمثيل العنصر النسائي داخل مجلس الإدارة قد يساعد المجلس على فهم بيئة الشركة ومن ثم تقييم وتلبية احتياجات ومتطلبات أصحاب المصالح بصورة أفضل، مبررين ذلك بأن السمات الأخلاقية والشخصية للمرأة والمتأثرة بالميل لتجنب المخاطر وعدم المغامرة في اتخاذ القرارات يمكنها أن تسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات وتخفيض المخاطر التي يمكن أن تعترض المستثمرين والمقرضين كمخاطر الإفلاس والتعثر المالي، ذلك الأمر الذي يسهم في تحسين صورة وسمعة الشركة لدى جميع الأطراف المتعاملة معها، بما في ذلك المستثمرين والمقرضين، ومن ثم تزداد ثقتهم في قدرة المجلس على حماية حقوقهم، مما يدفعهم لقبول عوائد أقل على رؤوس أموالهم نتيجة انخفاض المخاطر.

هذا وبالرغم من وجود دراسات إمبريقية تناولت العلاقة محل البحث في بيئات أجنبية، إلا أنه يلاحظ وجود ندرة في الدراسات التي تناولت هذه العلاقة داخل بيئة الأعمال العربية والمصرية على وجه الخصوص - في حدود علم الباحث - والتي قامت بدراسة واختبار طبيعة العلاقة بين خصائص حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال بشقيه (المملوك والمقترض)، وهو ما يضيف مزيداً من الأهمية للدراسة الحالية للوقوف على طبيعة العلاقة بين خصائص حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال في بيئة الأعمال المصرية.

وبناءً على ما تقدم يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل البحثي التالي:

(هل يوجد تأثير لخصائص حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال للشركات المساهمة المصرية؟)

ثانياً: هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في اختبار تأثير خصائص حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال للشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

ثالثاً: حدود البحث

يقتصر تطبيق البحث الحالي على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، والموزعة على (16) قطاعاً اقتصادياً مختلفاً في الفترة بين عامي 2014م و2020م، وذلك بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلى (4) قطاعات اقتصادية مختلفة.

رابعاً: خطة البحث

في ضوء مشكلة وهدف البحث تم تقسيم البحث إلى الأقسام التالية:

القسم الأول: الإطار النظري للبحث.

القسم الثاني: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.

القسم الثالث: تصميم البحث.

القسم الرابع: اختبار فروض البحث وتحليل النتائج.

مراجع البحث.

القسم الأول: الإطار النظري للبحث

أولاً: خصائص حوكمة الشركات

• حجم مجلس الإدارة

يشير (Lipton and Lorsch, 1992) إلى أن المجالس كبيرة الحجم تقل فيها المشاركة ويكون التآلف ضعيف بين أعضائها مقارنة بالمجالس صغيرة الحجم. وفي ذات السياق تشير دراسة (Sanda et al., 2005) إلى أن المجالس صغيرة الحجم تتمتع بالمرونة وسهولة التنسيق وتوزيع المهام بين الأعضاء، علاوة على السرعة في اتخاذ القرارات بعكس المجالس كبيرة الحجم التي يصاحبها انخفاضاً في أداء الشركة نظراً لصعوبة التوافق والتنسيق بين المدير التنفيذي الأول وأعضاء مجلس الإدارة، بالإضافة إلى زيادة احتمالية التراخي من جانب الأعضاء في القيام بدورهم الرقابي والإشرافي، حيث سيفترض كل عضو أن الأعضاء الآخرين (وهم كثر) سيقومون بالدور الرقابي اللازم دون الحاجة لقيامه بدوره المنوط به.

• استقلالية أعضاء مجلس الإدارة

يعتبر مجلس الإدارة هو المسئول مع الإدارة العليا عن القرارات الاستراتيجية المؤثرة داخل الشركة، ولا بد من أن يقوم المجلس بالإشراف على الإدارة العليا للتأكد من أنها تعمل لصالحهم (أبو ناعم، 1999). إلا أن المجلس يحتاج لتمكين حتى تتوفر لديه القدرة على المشاركة الفعالة في صناعة واتخاذ القرارات الاستراتيجية. ومن هنا بزغت فكرة تشكيل المجلس بأغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين (المستقلين) ضماناً لاستقلالية المجلس وزيادة سلطاته، وتمكيناً لهم من تقييم أداء الإدارة العليا ككل لمجابهة أي قصور (Fama and Jensen, 1983).

• عدد مرات اجتماع مجلس الإدارة

ينص دليل حوكمة الشركات المصري الصادر في أغسطس 2016 على ضرورة أن ينعقد مجلس الإدارة على الأقل مرة كل ثلاثة أشهر، فيتم من خلال تلك الاجتماعات اتخاذ العديد من القرارات الهامة والتي من شأنها التأثير على أداء الشركة بما يضمن الحفاظ على أصولها وتعظيم ثروة مساهميها (مركز المديرين المصري، 2016، ص. 18). وفي ذات السياق يشير كلا من (Anderson et al., 2004; Andres et al., 2005) إلى أنه كلما زاد عدد مرات اجتماع المجلس واللجان المنبثقة منه كلما اعتُبر ذلك مؤشراً على فعالية الدور

الرقابي والإشرافي للمجلس، مما يسهم في تخفيض تكاليف ومخاطر الوكالة التي يتعرض لها كلا من المستثمرين والمقرضين.

● نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل المجلس

يشير كل من (Fields et al., 2012; Usman et al., 2018; Pandey et al., 2020) لوجود علاقة عكسية بين نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل المجلس وتكلفة التمويل، حيث تشير تلك الدراسات إلى أن السمات الأخلاقية والشخصية للمرأة والمتأثرة بالميل لتجنب المخاطر وعدم المغامرة في اتخاذ القرارات يمكنها أن تسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات وتخفيض المخاطر التي يمكن أن تعترض المستثمرين والمقرضين كمخاطر الإفلاس والتعثر المالي، ذلك الأمر الذي يسهم في تحسين صورة الشركة لدى جميع الأطراف المتعاملة معها، بما في ذلك المستثمرين والمقرضين، ومن ثم تزداد ثقتهم في قدرة المجلس على حماية حقوقهم، مما يدفعهم لقبول عوائد أقل على رؤوس أموالهم.

● حجم لجنة المراجعة الداخلية

سعت دراسات عدة لمحاولة الوصول للحجم الأمثل للجنة المراجعة الداخلية، حيث يشير (Al-Najjar, 2011) لضرورة توافر العدد المناسب من الأعضاء داخل اللجنة بالشكل الذي يمكنهم من تبادل الأفكار والمعلومات من أجل تقديم التوصيات والمقترحات التي تساعد على زيادة قيمة الشركة وتعزز من أدائها. كما توصلت دراسة كلا من (عاشور، 2019؛ Felo et al., 2003) إلى وجود تأثير إيجابي للجان المراجعة كبيرة الحجم على جودة عملية المراجعة وجودة المعلومات المفصح عنها بالتقارير المالية مما يؤدي لرفع مستوى الشفافية.

● دورية اجتماعات لجنة المراجعة

على الرغم من عدم وجود اتفاق فيما بين الدراسات الأكاديمية على عدد معين لاجتماعات لجنة المراجعة خلال العام، إلا أنهم اتفقوا على ضرورة عقد اللجنة لعدد كافي من الاجتماعات على مدار العام بما يتناسب مع حجم الشركة وطبيعة نشاطها (Appuhami, 2018). كما توصي مكاتب المراجعة الكبرى (Price Water House, 1993) و (KPMG, 1999)، بالإضافة إلى مجلس التقارير المالية بالمملكة المتحدة (Financial Reporting Council, 2012) بضرورة اجتماع لجان المراجعة الداخلية لثلاث أو أربع مرات خلال العام على الأقل وذلك لتفعيل دورها الرقابي داخل الشركات.

ثانياً: مفهوم تكلفة رأس المال

عرفها كل من: (أبو علي وآخرون، 2009، ص. 435؛ السمارة، 2009، ص. 74؛ قلادي، 2011، ص. 32؛ كريمة، 2011، ص. 206؛ Ross؛ Lopes and Alencar, 2010; P. 464; et al., 2010, P. 444; Brealey, 2012, P. 216; Salteh et al., 2012, P. 29) بأنها: الحد الأدنى من العائد الذي يجب أن تحققه المنشأة من استثماراتها لكي تحافظ على قيمتها في السوق، فكل مصدر تمويلي تستخدمه المنشأة يكلفها أموالاً، ومن ثم يجب على الشركة أن تعمل في البداية على استرجاع هذه التكاليف.

بينما قام كل من (عمران، 2005، ص. 104؛ قربوع، 2016، ص. 30، Pierru, 2009, P. 65؛ Paramasivan and Subramanian, 2008, P. 1484) بتقديم تعريف إجرائي لتكلفة رأس المال والذي ينص على أن تكلفة رأس المال عبارة عن: المتوسط المرجح للعائد المتوقع على المحفظة، والتي تشمل على كل الأوراق المالية الحالية للشركة سواء كانت في شكل ديون أو في شكل أسهم أو خليط منهما، وبالتالي يتم تقدير تكلفة رأس المال كمزيج من تكلفة الاقتراض (معدل الفائدة)، وتكلفة حقوق الملكية (المعدل المتوقع للعائد المطلوب من جانب المستثمرين في الأسهم العادية).

القسم الثاني: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث

أولاً: الدراسات السابقة

سعت دراسة (Pham et al., 2012) لاختبار العلاقة بين خصائص حوكمة الشركات وكلا من تكلفة رأس المال وقيمة الشركة لعينة مكونة من (136) شركة مقيدة بالسوق الأسترالية للأوراق المالية، وذلك في الفترة من عام 1994م حتى عام 2003م. وتم قياس المتغير المستقل وهو خصائص حوكمة الشركات باستخدام المتغيرات التالية: (حجم مجلس الإدارة، استقلالية أعضاء المجلس، نسبة الملكية الداخلية، نسبة الملكية المؤسسية). بينما تم قياس المتغير التابع وهو تكلفة رأس المال عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC).

وقد توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع نسب الملكية الداخلية والمؤسسية بالإضافة إلى صغر حجم مجالس الإدارات وتمتعها بنسبة استقلالية مرتفعة يصاحبه انخفاضاً ملموساً في مستوى عدم تماثل المعلومات والمخاطر المصاحبة له، ذلك الأمر الذي يترتب عليه قبول المستثمرون بمعدلات عوائد منخفضة على رؤوس أموالهم المستثمرة داخل هذه الشركات.

ولعينة مكونة من (436) مشاهدة من الشركات المقيدة بسوق فرانكفورت للأوراق المالية، قامت دراسة (Tran, 2014) بدراسة واختبار العلاقة بين خصائص حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال، وذلك في الفترة من عام 2006م وحتى عام 2008م. وتم قياس المتغير المستقل وهو خصائص حوكمة الشركات باستخدام ثلاث أبعاد رئيسية هي: (جودة وشفافية المعلومات المالية، هيكل الملكية، مكافآت مجلس الإدارة). بينما تم قياس المتغير التابع وهو تكلفة رأس المال باستخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، وتم قياس تكلفة شقها المملوك باستخدام نموذج (Easton, 2004)، بينما تم قياس تكلفة الشق المقترض عن طريق نسبة إجمالي مصروفات العام الحالي إلى متوسط إجمالي الالتزامات خلال العام الحالي والعام التالي له.

وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تنتم بمستوى مرتفع من الشفافية والمكافآت الخاصة بمجلس الإدارة تحظى بتكلفة منخفضة على رأس المال المستثمر فيها.

أما دراسة (Zhu, 2014) فقد سعت لاختبار العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال لعينة مكونة من (11521) مشاهدة من الشركات المقيدة بالأسواق المالية لثلاث وعشرون دولة، وذلك في الفترة من عام 2003م وحتى عام 2005م. وتم قياس المتغير المستقل وهو ممارسات حوكمة الشركات باستخدام مؤشر حوكمة الشركات (Gov Score) والذي يتكون من 42 ممارسة لحوكمة الشركات تتعلق بخصائص مجلس الإدارة، هيكل ونسب الملكية، ودور المراجع الخارجي. بينما تم قياس تكلفة الشق المملوك من رأس المال (تكلفة حقوق الملكية) باستخدام نموذج (Ohlson and Juettner, 2005)، بينما تم قياس تكلفة الشق المقترض من رأس المال (تكلفة الاقتراض) عن طريق نسبة مصروف الفوائد المستحق عن العام على متوسط إجمالي الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل خلال العام. وانتهت الدراسة لارتباط ممارسات حوكمة الشركات الجيدة بتكلفة رأس مال منخفضة.

ولعينة مكونة من (121) شركة مقيدة بسوق تورنتو الكندي للأوراق المالية، استهدفت دراسة (Wan, 2015) دراسة واختبار أثر خصائص حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال، وذلك في الفترة من عام 2010م وحتى عام 2014م. وتم قياس المتغير المستقل وهو خصائص حوكمة الشركات باستخدام المتغيرات التالية: (حجم مجلس الإدارة، استقلالية أعضاء المجلس، الازدواجية، الملكية المؤسسية، الملكية الداخلية). وتم قياس تكلفة الشق المملوك من رأس المال (تكلفة حقوق الملاك) باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، بينما تم قياس تكلفة الشق

المقترض من رأس المال (تكلفة الاقتراض) عن طريق قسمة إجمالي الفوائد المستحقة عن الفترة على متوسط إجمالي الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل خلال نفس الفترة.

وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج كما يلي: وجود أثر معنوي سالب لكل من حجم مجلس الإدارة، الملكية الداخلية على تكلفة رأس المال. بينما يوجد أثر موجب لكل من الملكية المؤسسية، الازدواجية على تكلفة رأس المال. في حين لم تتوصل الدراسة لأي تأثير معنوي مرصود لاستقلالية أعضاء المجلس على تكلفة رأس المال.

في حين استهدفت دراسة (Arslan and Abidin, 2019) اختبار العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال لعينة مكونة من (120) شركة من الشركات المقيدة بسوق باكستان للأوراق المالية بإجمالي مشاهدات بلغ (840) مشاهدة، وذلك في الفترة من عام 2009 م وحتى عام 2015 م. وتم قياس المتغير المستقل وهو ممارسات حوكمة الشركات من خلال المتغيرات التالية: (حجم مجلس الإدارة، نسبة تمثيل العنصر النسائي، حجم مكتب المراجعة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، الملكية الحكومية، تركيز الملكية). وتم قياس المتغير التابع وهو تكلفة رأس المال من خلال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

وتوصلت الدراسة لوجود تأثير سالب لكل من (حجم مجلس الإدارة، نسبة تمثيل العنصر النسائي، حجم مكتب المراجعة، وتركيز الملكية) على تكلفة رأس المال. في حين توصلت لوجود تأثير موجب للملكية الحكومية على تكلفة رأس المال.

ثانياً: اشتقاق وتطوير فروض البحث

• حجم مجلس الإدارة:

أظهرت نتائج الدراسات والأدبيات السابقة تبايناً جلياً حول اتجاه العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

فمن ناحية، توصلت دراسة كل من: (Zahra and Pearce, 1989; Anderson et al., 2004; Wan, 2015; Khan, 2016) إلى وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة على تكلفة رأس المال والأداء بشكل عام، بما يعني أنه كلما زاد حجم مجلس الإدارة كلما صاحب تلك الزيادة انخفاضاً في تكلفة رأس المال وتحسناً في الأداء. فتشير تلك الدراسات إلى أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تنتم بتنوع الخبرات والقدرات وبالتالي تكون أكثر فعالية في الرقابة والمتابعة بما يرفع من مستوى الشفافية في الإفصاح، ويسهم

في الحد من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي، وتخفيض المخاطر التي تحيط ببيئة الاستثمار مما يسهم في تخفيض تكلفة الحصول على أموال جديدة من جانب تلك الشركات. ومن ناحية أخرى، أشارت دراسة كل من: (Jensen, 1993; Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998; Pham et al., 2012) إلى وجود تأثير إيجابي لمجالس الإدارة صغيرة الحجم على تكلفة رأس المال والأداء بشكل عام، بما يعني أنه كلما انخفض حجم مجلس الإدارة كلما صاحب هذا الانخفاض انخفاضاً في تكلفة رأس المال. فترى تلك الدراسات أن المجالس الصغيرة تتمتع بالمرونة، سهولة التنسيق وتوزيع المهام بين الأعضاء، والسرعة في اتخاذ القرارات على العكس من المجالس كبيرة الحجم. وبناء على ما تقدم، وفي ظل هذا التباين وغياب الإجماع بين الدراسات على اتجاه العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرضية الأولى للبحث في صيغة العدم وذلك على النحو التالي:

الفرضية الأولى: لا توجد علاقة بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

• استقلالية أعضاء مجلس الإدارة:

جاءت النتائج الاختبارية للعلاقة بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال متباينة وذلك كما يلي:

توصلت دراسة كل من (Reverte, 2009; Pham et al., 2012; Singhal, 2014; Rad, 2014) لوجود علاقة عكسية بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، حيث أشارت إلى أنه كلما زاد عدد الأعضاء المستقلين داخل مجلس الإدارة، كلما كان ذلك بمثابة مؤشر للأمان وانخفاض المخاطر بالنسبة للمستثمرين والمقرضين، وهو ما يترتب عليه انخفاض تكلفة رأس المال.

في حين توصلت دراسة كل من (Khemakhem and Naciri, 2013; Adam et al., 2015; Wan, 2015) لعدم وجود علاقة معنوية بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

وفي ضوء ما تقدم واستناداً لما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرضية الثانية للبحث وذلك على النحو التالي:

الفرضية الثانية: توجد علاقة سالبة بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

• نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل المجلس:

توصلت دراسة كل من (Fields et al., 2012; Usman et al., 2018; Pandey et al., 2020) لوجود علاقة عكسية بين نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل المجلس وتكلفة التمويل، حيث تشير تلك الدراسات إلى أن السمات الأخلاقية والشخصية للمرأة والمتأثرة بالميل لتجنب المخاطر وعدم المغامرة في اتخاذ القرارات يمكنها أن تسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات وتخفيض المخاطر التي يمكن أن تعترض المستثمرين والمقرضين كمخاطر الإفلاس والتعثر المالي، ذلك الأمر الذي يسهم في تحسين صورة وسمعة الشركة لدى جميع الأطراف المتعاملة معها، بما في ذلك المستثمرين والمقرضين، ومن ثم تزداد ثقتهم في قدرة المجلس على حماية حقوقهم، مما يدفعهم لقبول عوائد أقل على رؤوس أموالهم نتيجة انخفاض المخاطر.

في حين توصلت دراسة (Kamil and Appiah, 2021) لوجود علاقة طردية بين نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل مجلس الإدارة وتكلفة التمويل، حيث أرجعت الدراسة ذلك لفساد بيئة العمل داخل المجالس التي تحتوي على عنصر نسائي بداخلها، وذلك نتيجة لاستنزاف وقت وجهد أكبر في صناعة واتخاذ القرارات، بسبب التعارض واختلاف الرؤى بين الأعضاء مما ينعكس بالسلب على أداء مجلس الإدارة والشركة بوجه عام. وفي ظل هذا التباين في النتائج، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرضية الثالثة للدراسة في صيغة العدم، وذلك على النحو التالي:

الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة بين نسبة تمثيل العنصر النسائي وتكلفة رأس المال.

• عدد اجتماعات مجلس الإدارة:

في إطار النتائج الاختبارية للعلاقة بين دورية اجتماعات مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، توصلت دراسة كلا من (Zeghal and Gouiaa, 2009; Lorca et al., 2011; Hashim and Amrah, 2016; Appuhami, 2018) لوجود علاقة سالبة بين دورية اجتماعات المجلس وتكلفة رأس المال. حيث تم تبرير ذلك بأنه كلما ارتفع عدد مرات انعقاد المجلس خلال العام كان ذلك بمثابة مؤشر قوي على فعالية مجلس الإدارة وحرصه على القيام بدوره الرقابي والإشرافي بالشكل الذي يحد من مخاطر وتكاليف الوكالة، مما يعمل

على ارسال إشارات جيدة لكل من المستثمرين والمقرضين بالسوق على قدرة المجلس على حماية وتأمين أموالهم ضد المخاطر المحتملة مما يؤدي في النهاية لتخفيض تكلفة التمويل. وبناء على ما تقدم، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرضية الرابعة للدراسة، وذلك على النحو التالي:

الفرضية الرابعة: توجد علاقة سالبة بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

• حجم لجنة المراجعة:

تشير دراسة كل من (Anderson et al., 2004; Zeghal and Gouiaa, 2009; Dao et al., 2013; Appuhami, 2018) إلى أن الشركات ذات لجان المراجعة كبيرة الحجم تتمتع بانخفاض تكلفة التمويل لديها، وقد تم تبرير ذلك بأن لجان المراجعة كبيرة الحجم تتمتع بتوافر العديد من الخبرات والمهارات مقارنة باللجان صغيرة الحجم، ذلك الأمر الذي يوفر حماية ورقابة أعلى على العملية المالية والمحاسبية داخل الشركة مما يرفع من مستوى شفافية المعلومات ويحد من مستوى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة من ناحية والمساهمين الخارجيين والمستثمرين المرتقبين والمقرضين من ناحية أخرى، ومن ثم تنخفض تكلفة رأس المال بشقيها المملوك والمقترض. وبناء على ما تقدم، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرضية الخامسة للدراسة، وذلك على النحو التالي:

الفرضية الخامسة: توجد علاقة سالبة بين حجم لجنة المراجعة وتكلفة رأس المال.

• عدد اجتماعات لجنة المراجعة:

يشير (Karamanou and Vafeas, 2005) إلى أنه كلما زاد عدد اجتماعات لجنة المراجعة كلما كانت اللجنة أكثر قدرة على اكتشاف أوجه الخلاف والتعارض في الأمور المالية والمحاسبية فيما بين الإدارة والمراجع الخارجي. ويتفق في ذلك دراسة كل من (Gendron and Bedard, 2006; Botti et al., 2014) الذين أشاروا إلى أن زيادة عدد اجتماعات لجنة المراجعة يعد بمثابة المؤشر على فعالية وكفاءة لجنة المراجعة، كما يسهم في تحقيق العديد من الآثار الإيجابية والتي من أهمها انخفاض احتمال اعداد تقارير مالية محرفة، وزيادة مقدار الإفصاح الاختياري.

وتأسيساً على ما تقدم، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرضية السادسة من الدراسة على النحو التالي:

الفرضية السادسة: توجد علاقة سالبة بين عدد اجتماعات لجنة المراجعة وتكلفة رأس المال.

القسم الثالث: تصميم الدراسة الاختبارية

أولاً: توصيف وقياس متغيرات البحث

سوف يعتمد الباحث في اختبار فرضيات البحث على نموذج الانحدار، والذي يبني على أن تكلفة رأس المال تعد دالة في متغيرات خصائص حوكمة الشركات، والمتغيرات الضابطة أيضاً، وذلك من خلال العلاقة الدالة التالية:

تكلفة رأس المال = دالة في (متغيرات خصائص حوكمة الشركات، المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار على النحو التالي:

$$\begin{aligned} WACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 BIND_{it} + \beta_3 BMET_{it} + \beta_4 PFEMALE_{it} + \\ & \beta_5 ACSIZE_{it} + \beta_6 ACMET_{it} + \beta_7 AUDSIZE_{it-1} + \\ & \beta_8 INSTOWN_{it-1} + \beta_9 INSOWN_{it-1} + \beta_{10} SIZE_{it-1} + \beta_{11} LEV_{it-1} + \\ & \beta_{12} TOB_{it-1} + \beta_{13} ROA_{it-1} + \beta_{14} TANG_{it-1} + E \end{aligned}$$

وفيما يلي وصفاً لمتغيرات نموذج الانحدار، والتعريف الإجرائي لها:

(أ)- المتغير التابع: ويتمثل في تكلفة رأس المال، وسيتم قياسها من خلال المتوسط المرجح لتكلفة

رأس المال (Weighted average cost of capital (WACC)، ويتم حسابه من المعادلة

التالية (Velez-Pareja and Tham, 2002, P. 3):

$$WACC = Wd.Kd(1-T) + We.Ke$$

حيث:

Wd ← الوزن النسبي للديون = إجمالي الالتزامات بالقيمة الدفترية / (إجمالي الالتزامات بالقيمة الدفترية + إجمالي حقوق الملكية بالقيمة السوقية).

We ← الوزن النسبي لحقوق الملكية = إجمالي حقوق الملكية بالقيمة السوقية / (إجمالي الالتزامات بالقيمة الدفترية + إجمالي حقوق الملكية بالقيمة السوقية).

هذا ويتم حساب إجمالي حقوق الملكية بالقيمة السوقية كما يلي:

حقوق الملكية بالقيمة السوقية = إجمالي عدد الأسهم العادية القائمة في نهاية الفترة × سعر الإقفال (الإغلاق) في نهاية ذات الفترة.

Kd ← تكلفة الاقتراض، ويتم حسابها من المعادلة التالية:

تكلفة الاقتراض = (الفوائد المدينة الخاصة بالفترة) / (متوسط إجمالي الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل خلال الفترة) (Tran, 2014, P. 186; Gomes, 2014, P. 32; Hashim and Amrah, 2016, P. 324).

(1-T) ← (1-معدل الضريبة على الدخل)

Ke ← تكلفة حقوق الملكية، ويتم حسابها من خلال النموذج المقدم بدراسة (Omran and Pointon, 2004). ويمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية:

$$Ke = 1 / [PEratio - (e_0 - d_0)/e_0]$$

حيث:

E_0 : ربحية السهم في نهاية الفترة، وتساوي (صافي الربح بعد الضرائب مقسوما على إجمالي الأسهم العادية بنهاية الفترة).

D_0 : توزيعات الأرباح للسهم الواحد بنهاية الفترة، وتساوي (إجمالي التوزيعات النقدية المدفوعة بنهاية الفترة مقسومة على إجمالي الأسهم العادية القائمة بنهاية الفترة).

PERatio: معدل السعر إلى الربحية، ويساوي (سعر الإغلاق للسهم بنهاية الفترة مقسوما على ربحية السهم بنهاية نفس الفترة).

(ب)- المتغير المستقل: خصائص حوكمة الشركات

ويمكن توضيح التعريفات الإجرائية لمتغيرات خصائص حوكمة الشركات بالجدول التالي:

جدول (1): التعريفات الإجرائية لمتغيرات حوكمة الشركات

المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي
1- حجم مجلس الإدارة	BSIZE	عدد أعضاء مجلس الإدارة.
2- استقلالية مجلس الإدارة	BIND	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة (عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة).
3- دورية اجتماعات مجلس الإدارة	BMET	عدد مرات اجتماع مجلس الإدارة خلال العام.
4- نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل المجلس	PFEMAL E	نسبة عدد الأعضاء الإناث داخل المجلس إلى إجمالي عدد الأعضاء.
5- حجم لجنة المراجعة الداخلية	ACSIZE	عدد أعضاء لجنة المراجعة في نهاية العام.
6- دورية اجتماعات مجلس الإدارة	ACMET	عدد اجتماعات لجنة المراجعة خلال العام.

(ج)-المتغيرات الضابطة:

ويمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

جدول (2): التعريفات الإجرائية للمتغيرات الضابطة

المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي
1- حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.
2- الرفع المالي (نسبة المديونية)	LEV	إجمالي الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل، مقسوماً على إجمالي أصول الشركة في نهاية العام.
3- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول	TOB	مجموع كل من (حقوق الملكية بالقيمة السوقية+ إجمالي الالتزامات بالقيمة الدفترية) مقسوماً على (إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية) نهاية العام.
4- العائد على الأصول	ROA	صافي الربح بعد الضرائب مقسوماً على إجمالي أصول الشركة بالقيمة الدفترية نهاية العام.
5- نسبة الأصول الملموسة	TANG	إجمالي الأصول الثابتة بعد الإهلاك مقسوماً على إجمالي الأصول
6- حجم مكتب المراجعة	AUDSIZE	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان مكتب المراجعة ينتسب لأحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبرى، و(صفر) بخلاف ذلك.
7- الملكية المؤسسية	INSTOWN	نسبة ملكية الأسهم العادية التي تخص جميع المستثمرين الذين يمثلون هيئات ومؤسسات اعتبارية إلى إجمالي الأسهم العادية المتداولة في نهاية العام.
8- الملكية الإدارية	INSOWN	عدد الأسهم العادية المملوكة بواسطة أعضاء مجلس الإدارة مقسوماً على إجمالي عدد الأسهم العادية المتداولة في نهاية العام.

ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، والبالغ عددها (222) شركة مقيدة موزعة على (19) قطاعاً اقتصادياً مختلفاً. ويعتمد الباحث في إتمام الدراسة الحالية على اختيار عينة من تلك الشركات المقيدة، وعددها (60) شركة موزعة على (16) قطاعاً اقتصادياً مختلفاً بخلاف قطاع المؤسسات المالية، وبما يعادل (34%) من إجمالي عدد شركات مجتمع الدراسة الصالحة للاستخدام، والبالغ عددها (176) شركة في المتوسط، وذلك في الفترة من (2014) م إلى (2020) م.

القسم الرابع: اختبار فرضيات البحث وتحليل النتائج

أولاً: علاقات الارتباط الجزئي بين متغيرات الدراسة

هذا ويمكن للباحث توضيح علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة من خلال الجدول التالي:

جدول (4): مصفوفة الارتباط الجزئي بين المتغيرات

اجتماعات المجلس	استقلالية المجلس	حجم المجلس	نسبة الأصول الملموسة	ملكية مؤسسية	ملكية داخلية	تكلفة رأس المال	المتغير
						1	تكلفة رأس المال
					1	0.030-	ملكية داخلية
				1	0.686-	0.0956	ملكية مؤسسية
					***	*	
			1	0.1066	0.124-	0.037-	نسبة الأصول الملموسة
				**	**		
		1	0.0634	0.3097	0.13-	0.0401	حجم المجلس
				***	***		
	1	0.4749	0.000	0.0092	0.0282	0.22-	استقلالية المجلس
		***				***	
1	0.095-	0.2485	0.130-	0.3424	0.247-	0.2080	اجتماعات المجلس
	*	***	***	***	***	***	
0.041-	0.1743	0.1197	0.031-	0.0529	0.047-	0.0061	نسبة التمثيل النسائي
	***	**					
0.1879	0.1297	0.3197	0.1274	0.1678	0.023-	0.1027	حجم لجنة المراجعة
	***	***	***	***		**	
0.4497	0.0426-	0.1929	0.0073	0.3247	0.176-	0.222-	اجتماعات لجنة المراجعة
	***	***		***	***	***	
0.2833	0.053-	0.2735	0.084	0.2056	0.113-	0.2914	العائد على الأصول
	***	***	*	***	**	***	
0.1834	0.0130	0.1660	0.082-	0.2086	0.19-	0.04-	Tobin's Q
	***	***	*	***	***		
0.1665	0.114	0.1364-	0.177-	0.1087	0.0552	0.0472	الرافعة المالية
	***	**	***	**			
0.4176	0.0350	0.4206	0.1215	0.385	0.254-	0.0995	حجم الشركة
	***	***	**	***	***	**	
حجم الشركة	الرافعة المالية	Tobin's Q	العائد على الأصول	اجتماعات اللجنة	حجم لجنة المراجعة	نسبة التمثيل النسائي	المتغير
						1	نسبة التمثيل النسائي
					1	0.001-	حجم لجنة المراجعة
				1	0.1221	0.2803	اجتماعات اللجنة
					**	***	
			1	0.1783	0.2944	0.0926	العائد على الأصول
				***	***	*	
		1	0.444	0.026-	0.277	0.070-	Tobin's Q
			***		***		
	1	0.0389	0.187-	0.104-	0.197-	0.182-	الرافعة المالية
			***	**	***	***	
1	0.2933	0.2294	0.1255	0.2346	0.1753	0.052-	حجم الشركة
	***	***	**	***	***		

، *، و* تشير إلى الدلالة الإحصائية للارتباط عند مستوى معنوية 10%، 5%، و1% على الترتيب.

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

1- يوجد ارتباط طردي بين اجتماعات مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، وذلك عند مستوى معنوية (1%)، مما يعني أن زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة خلال العام يصاحبه ارتفاعاً في تكلفة رأس المال، ويمكن للباحث تبرير ذلك بأن ارتفاع عدد اجتماعات مجلس الإدارة خلال العام قد يكون بمثابة مؤشر على ارتفاع المخاطر والمشاكل داخل الشركة والتي تحتم على المجلس تكثيف اجتماعاته من أجل المساهمة في وضع الأدوات والإجراءات الوقائية التي تعمل على تأمين تدفق المعلومات والسيطرة على دقة وسلامة البيانات داخل الشركة وحمايتها من التلاعب ومن ثم يطالب المستثمرين والمقرضين بعوائد مرتفعة على أموالهم نتيجة لارتفاع تلك المخاوف.

2- أظهرت النتائج وجود ارتباط طردي بين حجم لجنة المراجعة وتكلفة رأس المال، وذلك عند مستوى معنوية (5%)، ويمكن تبرير ذلك بأن حجم اللجنة قد يصاحبه صعوبة في التنسيق وتوزيع المهام بين الأعضاء، مما يؤثر بالسلب على أداء اللجنة وبالتالي ينخفض مستوى الشفافية ويرتفع مستوى عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي لارتفاع تكلفة رأس المال.

3- أظهرت النتائج وجود ارتباط عكسي بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال عند مستوى معنوية (1%)، مما يعني أن زيادة عدد الأعضاء غير التنفيذيين (المستقلين) داخل مجلس الإدارة يصاحبه انخفاضاً في تكلفة رأس المال.

ثالثاً: نتائج تحليل الانحدار

جدول (5): نتائج تحليل الانحدار العام

معامل تضخم التباين (VIF)	اختبار معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. error)	معاملات الانحدار (β)	الإشارة المتوقعة	متغيرات النموذج المستقلة (المفسرة)
	قيمة (t)	مستوى دلالة sig				
	0.091	1.69	0.0506	0.0857	؟	ثابت الانحدار
2.54	0.589	0.54-	0.014	0.0076-	-	الملكية المؤسسية
2.18	0.621	0.49-	0.0185	0.0092-	-	الملكية الداخلية
1.19	0.619	0.50-	0.0137	0.0068-	-	نسبة الأصول الملموسة
2.07	0.448	0.76	0.0015	0.0011	؟	حجم المجلس
1.54	0.000	3.61-	0.021	0.0757-	-	استقلالية الأعضاء

1.79	0.581	0.55	0.0009	0.0005	-	اجتماعات المجلس
1.21	0.487	0.70-	0.0252	0.0175-	؟	نسبة التمثيل النسائي
1.35	0.052	1.95	0.0036	0.0071	-	حجم لجنة المراجعة
	*					
1.61	0.024	2.27	0.0014	0.0031-	-	اجتماعات لجنة المراجعة
	**					
1.21	0.117	1.57	0.0068	0.0106	-	حجم مكتب المراجعة
1.6	0.000	5.18	0.0687	0.3556	-	معدل العائد على الأصول

1.44	0.000	4.06-	0.0043	0.0173-	-	Tobin's Q

1.65	0.050	1.97	0.016	0.0314	+	الرافعة المالية
	**					
1.87	0.961	0.05-	0.0028	0.0001-	-	حجم الشركة
قيمة (F) المحسوبة = 8.12			عدد المشاهدات (N) = 420			
دلالة اختبار (F) = 0.000			معامل التحديد (R ²) = 0.2085			
			Robust Standard Error نعم			

***، **، * تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10%، 5%، و1% على الترتيب. "؟" تشير لعدم وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

رابعاً: مناقشة وتفسير النتائج في ضوء تحليل الانحدار

1_ حجم مجلس الإدارة:

أشارت نتائج البحث الحالي لعدم وجود علاقة معنوية بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال على مستوى شركات عينة البحث. فيرى الباحث أنه بالنظر إلى طريقة تشكيل مجالس إدارات الشركات المساهمة المصرية، والقواعد التصويتية لانتخاب أعضائها، والتي تعتمد على نسب توزيع رأس المال أكثر من مراعاتها لمدى توافر الخبرات والمهارات الفنية والتحليلية المناسبة والمطلوبة في كل عضو داخل مجلس الإدارة، ذلك الأمر الذي قد يجعل المستثمرين والمقرضين عند تقييمهم لمخاطر الاستثمار داخل الشركات لا يأخذون بعين الاعتبار حجم المجلس (كبيراً كان أم صغيراً) كمؤشر يمكن الاعتماد عليه في التيقن من مدى فعالية الدور الرقابي والحوكمي لتلك المجالس، وبناء عليه لن يكون لحجم المجلس أي تأثير ملموس على تكلفة رأس المال.

2_ استقلالية أعضاء مجلس الإدارة:

رصدت الدراسة الحالية وجود علاقة سالبة بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال. ويتضح من هذه النتيجة أن ارتفاع نسبة تمثيل الأعضاء غير التنفيذيين (المستقلين) داخل تشكيل مجالس إدارات الشركات يساعد على زيادة الدور الرقابي والإشرافي لتلك المجالس، ويرى الباحث أن تبرير ذلك أنه كلما ارتفعت هذه النسبة كلما كان ذلك بمثابة حائط صد يقطع الطريق على الإدارات التنفيذية، ويمنع أي احتمالات من جانبها للتواطؤ واستغلال السلطات، أو تغليب مصالحها الذاتية على مصالح المستثمرين وباقي الأطراف من أصحاب المصالح. ومن ثم يترتب على ذلك زيادة وتدعيم ثقة تلك الأطراف في

أداء مجالس الإدارات مما يجعلهم على استعداد لقبول معدلات عوائد أقل على أموالهم المستثمرة داخل تلك الشركات، مقارنة بالشركات التي تنخفض فيها تلك النسبة.

3_نسبة تمثيل العنصر النسائي:

أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة التمثيل النسائي وتكلفة رأس المال على مستوى عينة الدراسة. ويرى الباحث أن السبب وراء عدم وجود تأثير معنوي لنسبة التمثيل النسائي داخل مجلس الإدارة على تكلفة رأس المال هو حداثة اندماج العنصر النسائي في مجالس الإدارات بالأسواق الناشئة علاوة على انخفاض نسبة تمثيلهن بهذه المجالس والنتائج من انخفاض الوعي لدى الشركات بالأسواق الناشئة بما يمكن أن يحققه التمثيل المناسب للعنصر النسائي من مزايا عديدة مرتبطة بالسمات الشخصية للمرأة والقدرة على التأثير والإقناع. ذلك الأمر الذي يجعل من إسهام العنصر النسائي في صناعة وتوجيه القرارات داخل المجلس والتأثير عليها محدوداً، وذلك نظراً لاتخاذ القرارات بالأغلبية داخل مجالس الإدارات، وهو ما يتفهمه جيداً مستخدمي المعلومات وأصحاب المصالح بهذه البيانات الناشئة، ومنهم المستثمرين والمقرضين.

4_دورية اجتماعات مجلس الإدارة:

تشير نتائج الدراسة الحالية لعدم وجود تأثير معنوي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على تكلفة رأس المال على مستوى عينة الدراسة. وهو ما قد يعني عدم التعويل على عدد اجتماعات مجلس الإدارة من جانب المستثمرين والمقرضين ببيئة الأعمال المصرية في الحكم على مدى فعالية الدور الرقابي والإشرافي للمجلس.

5_حجم لجنة المراجعة الداخلية:

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين حجم لجنة المراجعة الداخلية وتكلفة رأس المال. وهو ما يشير إلى أنه كلما انخفض حجم اللجنة كلما صاحب ذلك انخفاضاً في تكلفة رأس المال، ويمكن للباحث تبرير ذلك بأنه كلما انخفض حجم اللجنة كلما كان هناك سهولة في التنسيق وتوزيع المهام بين الأعضاء، علاوة على انخفاض احتمالية التعارض في الآراء فيما بينهم. مما يترتب عليه سرعة وسلاسة عملية اتخاذ القرارات، ومن ثم تزداد فعالية الدور الرقابي للجنة المراجعة، مما يعمل على رفع مستوى شفافية المعلومات والحد من مستوى عدم التماثل المعلوماتي، ومن ثم تزداد ثقة كلا من المستثمرين والمقرضين فيما

يرد من معلومات بالتقارير، وبالتالي يكونوا على استعداد للقبول بمعدلات عوائد أقل على رؤوس أموالهم.

6. دورية اجتماعات لجنة المراجعة:

أشارت نتائج الدراسة لوجود علاقة سالبة بين عدد اجتماعات لجنة المراجعة الداخلية وتكلفة رأس المال. وهو ما يشير إلى أن زيادة عدد اجتماعات لجنة المراجعة خلال العام يصاحبه تأثير إيجابي على تكلفة رأس المال متمثلاً في خفضها، ويمكن تبرير ذلك بأن زيادة عدد اجتماعات اللجنة يرسل إشارة إيجابية للأطراف المتعاملة على مدى حرص لجنة المراجعة على أن تكون مطلعة وبقظة وأكثر كفاءة ودراية بكافة الأمور المتعلقة بالشركة، مما يزيد من ثقة الممولين في أداء مجلس الإدارة وقدرته على حماية وتأمين استثماراتهم من المخاطر المحتملة، ومن ثم يكونوا على استعداد للقبول بمعدلات عوائد أقل على رؤوس أموالهم الممنوحة للشركات، وذلك مقارنة بالشركات التي ينخفض فيها عدد اجتماعات لجنة المراجعة.

خامساً: الخلاصة ودراسات مستقبلية

1- الخلاصة

أدى كبر حجم الشركات والتوسع الاقتصادي إلى ظهور ما يعرف بالشركات المساهمة ذات الأنشطة والأفرع المتعددة، ورؤوس الأموال الضخمة، ومن ثم فقد أصبح من الصعب على الملاك إدارة هذا النوع من الشركات بمفردهم. ذلك الأمر الذي مهد لضرورة انفصال الملكية عن الإدارة والاستعانة بعدد من المديرين المتخصصين ممن يتوافر لديهم الخبرات والمهارات الفنية والتحليلية اللازمة لإدارة أنشطة هذا النوع من منشآت الأعمال. ولتأطير تلك العلاقة الناشئة بين الإدارة والملاك، فقد تم وضع ما يعرف بـ (نظرية الوكالة) بهدف تحديد طبيعة العلاقة بين كلا الطرفين (الوكيل، والأصيل). فكانت علاقة الوكالة هذه بمثابة الحل الأمثل للملاك والذي مكنهم من إدارة وحداتهم متعددة الفروع والأنشطة في ظل ذلك التوسع الاقتصادي بالأسواق. إلا أن هذا الحل لم يخل من عديد المشكلات، إذ ترتب على هذا الانفصال بين الملكية والإدارة وصاحبه عدد من المخاطر تعرف بـ (مخاطر الوكالة).

مما دفع إلى زيادة الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات من جانب العديد من الدراسات السابقة ومدى تأثيرها في خفض المخاطر والتكاليف داخل منشآت الأعمال مثل (تكاليف الوكالة، وتكاليف الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لممارسة النشاط).

ومن بين تلك الدراسات من صب تركيزه على التحقق من مدى وجود تأثير محتمل لخصائص حوكمة الشركات على عناصر التكاليف داخل الشركات، وتحديدًا تكلفة رأس المال باعتبارها أحد أهم عناصر التكاليف داخل منشآت الأعمال. وذلك نظراً لما يتمتع به هذا النوع من التكاليف بأهمية بالغة لدى كل من المستثمرين (الحاليين والمرقبين)، المقرضين، ومديري الشركات على حدٍ سواء، فتعد تكلفة رأس المال أحد أهم البيانات التي يحتاج إليها المستثمرين لمساعدتهم في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب سواء بالاستمرار في الاستثمار داخل الشركات، أو الانسحاب الجزئي أو الكلي منها (بالنسبة للمستثمر الحالي)، أو الدخول في استثمارات جديدة بالشركات، أو الإحجام عن الاستثمار فيها (بالنسبة للمستثمر المرتقب). وفي ظل عدم تناول هذه النقطة البحثية بالدراسة والاختبار في بيئة الأعمال المصرية من قبل في حدود علم الباحث، قام الباحث باختيار ستة خصائص لحوكمة الشركات تتمثل في: (حجم مجلس الإدارة، استقلالية أعضاء المجلس، نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل المجلس، دورية اجتماعات مجلس الإدارة، حجم لجنة المراجعة الداخلية، دورية اجتماعات لجنة المراجعة الداخلية).

ومن ثم قام الباحث باختبار تأثير الخصائص الستة على تكلفة رأس المال باستخدام الانحدار الخطي، مع الأخذ في الاعتبار تأثير عدد من المتغيرات الضابطة، وذلك لعينة عشوائية من الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية مكونة من (60) شركة موزعة على (16) قطاع بواقع (420) مشاهدة، وذلك في الفترة من (2014) م إلى (2020) م.

وقد أشارت نتائج الدراسة الحالية لوجود تأثير سالب لكل من (استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، وعدد اجتماعات لجنة المراجعة الداخلية) على تكلفة رأس المال بشركات عينة الدراسة. كما توصلت الدراسة أيضاً لوجود تأثير موجب لحجم لجنة المراجعة الداخلية على تكلفة رأس المال، في حين أخفقت الدراسة في رصد أي تأثير معنوي على تكلفة رأس المال لكل من (حجم مجلس الإدارة، نسبة تمثيل العنصر النسائي داخل المجلس، ودورية اجتماعات مجلس الإدارة).

2- دراسات مستقبلية

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث أو دراسات مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلي:

- استخدام مقاييس أخرى لقياس تكلفة حقوق الملكية مثل: نموذج (Easton, 2004)، والذي يتلاءم استخدامه مع أسواق الدول الناشئة كمصر. وكذلك استخدام مقاييس إجرائية أخرى لقياس المتغيرات المستقلة الأساسية محل الدراسة.
- إجراء ذات الدراسة على القطاع المالي، وذلك لبحث مدى صمود النتائج في ظل تغيير التعريفات الإجرائية، وبحث مدى اختلاف النتائج بالمقارنة بنتائج الدراسة الحالية.
- دراسة أثر معدل التضخم على العلاقة بين خصائص حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال، وذلك باعتباره متغير منظم قد يكون له تأثير على نتائج العلاقة الأساسية بالبيئة المصرية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أبو علي، سوزي، الدبعي، مأمون، أبو نصار، محمد. (2011). "أثر جودة الأرباح المحاسبية في تكلفة حقوق الملكية طبقاً لمعايير الإبلاغ المالي الدولية"، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، المجلد السابع، العدد الأول.
- حسن، أحمد محمد شاكر. (2010). "دراسة اختبارية للعلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء، بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- حسن، أحمد محمد شاكر. (2015). "أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين مستوى تطبيق الحوكمة ودقة تشتت تنبؤات المحللين الماليين للأرباح والتدفقات النقدية: دراسة تجريبية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- قربوع، راضية. (2016). "محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المديرية الجهوية للمنطقة الصناعية Dirk-سكيدة"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر.
- مركز المديرين المصري، وزارة الاستثمار. (2016). "دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية"، متاح على:

http://www.eiod.org/ConferencesDetails_AR.aspx?ID=57

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

1. Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of accounting and economics**, 37(3), 315-342.
2. Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. *Emory, University of Iowa*. Retrieved on January, 26, 2006.

3. Bozec, Y., & Bozec, R. (2010). Corporate governance quality and the cost of capital. *International Journal of Corporate Governance*, 2(3-4), 217-236.
4. Bradley, M., & Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83-107.
5. 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.
6. Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), 35-54.
7. Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, 18(3), 25-46.
8. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
9. Gomes, M. J. T. (2014). The impact of Corporate Governance on the Cost of Debt: Evidence from Portuguese Listed Companies. *Available at: <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/77296/2/33432.pdf>*.
10. Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of accounting research*, 44(3), 485-531.
11. Hashim, H. A., & Amrah, M. (2016). Corporate governance mechanisms and cost of debt: Evidence of family and non-family firms in Oman. *Managerial Auditing Journal*.
12. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

13. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
14. Khan, M. Y. (2016). *Corporate governance and cost of capital: Evidence from Pakistani listed firms*. (Doctoral dissertation, University of Glasgow).
15. Khemakhem, H., & Naciri, A. (2013). Do board and audit committee characteristics affect firms' cost of equity capital? **In 36th EAA Annual Congress, Paris.**
16. Nandelstadh, A. V., & Rosenberg, M. (2003). Corporate governance mechanisms and firm performance: Evidence from Finland. *Available at: https://www.researchgate.net/publication/5093152_Corporate_Governance_Mechanisms_and_Firm_Performance_Evidence_from_Finland*.
17. Nerantzidis, M., Filios, J., & Lazarides, T. G. (2012). The puzzle of corporate governance definition (s): A content analysis. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 8(2), 13-23.

Abstract

This study aimed to investigate the impact of corporate governance characteristics on cost of capital of Egyptian listed companies, especially in light of the scarcity of previous studies that have been subjected to study this relation in the Egyptian environment. To achieve this goal, this study relied on multiple regression using six independent variables representing the characteristics of corporate governance, which are as follows: (Board size, Board independency, Percentage of female gender representation, Board meetings, Audit committee size, and Audit committee meetings), and cost of capital as a dependent variable, in addition to eight control variables, which are as follows: (Firm size, Leverage, Return on assets, Tobin's Q, Institutional ownership, Managerial ownership, Tangible assets, and Audit firm size). Then, statistical tests were performed based on data from a sample consisting of 60 listed non-financial Egyptian companies belong to 16 economic sectors, with 420 firm-year observations, between 2014 and 2020. The results showed that there is a negative and significant relation between (Board independency, and Audit committee meetings) and cost of capital, which means that the higher the percentage of non-executive members, and the higher the number of audit committee meetings, the lower the cost of capital. While there is a positive and significant relation between Audit committee size and cost of capital, which means that lower Audit committee size leads to lower cost of capital. While there is no significant effect for (Board size, Percentage of female gender representation, and Board meetings) on cost of capital.

Keywords: Corporate Governance characteristics, Board characteristics, Ownership structure, cost of capital, Cost of equity, and Cost of dept.