

# أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

د. احمد فارس القيسي  
استاذ التمويل المساعد  
جامعة العلوم الإسلامية العالمية  
[ahmadalqisie@yahoo.com](mailto:ahmadalqisie@yahoo.com)

د. ارشد فؤاد التميمي  
استاذ التمويل المشارك  
جامعة عمان العربية  
[arsha\\_60@yahoo.com](mailto:arsha_60@yahoo.com)

## المستخلص:

هدف البحث تمحور في اختبار اثر ادوات حوكمة الشركة الداخلية في ادارة راس المال العامل وانعكاس كل منهما على اداء الشركة. 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.

**المصطلحات الرئيسية للبحث/** أدوات حوكمة الشركات- صافي رأس المال العامل- القيمة الاقتصادية المضافة- المتوسط الموزون لكلفة رأس المال- نموذج تسعير الاصول الرأسمالية.



مجلة العلوم

الاقتصادية والإدارية

المجلد 19

العدد 73

الصفحات 116 - 122

## مقدمة

شهدت بيئة الأعمال والمال عددا من حالات الإخفاق والفضائح المالية والأخلاقية، نتيجة لضعف دور أنظمة حوكمة الشركات، والذي انعكس بدوره على إلحاق الضرر بحقوق حملة الأسهم بسبب حالات الإفلاس والتصفية، الأمر الذي حدا بعدد من الدول إلى سن قوانين وتبني إجراءات تدعو إلى تحسين أنظمة الحوكمة في الشركات وتفعيل أدواتها الداخلية والخارجية، طبقا لمجموعة من المعايير منها على سبيل المثال الإفصاح، والشفافية، والعدل والمساواة لضمان حماية حقوق المساهمين. وبناء على ذلك اعتمد عدد من الدول بعض أدوات الحوكمة لمراقبة تصرفات الإدارة وقراراتها المتعلقة بثروة المساهمين، منها العمل على انتخاب مجلس

إدارة من المساهمين بشكل دوري، وتحديد عدد أعضاء مجلس الإدارة من داخل الشركة وخارجها، وآليات أخرى تتعلق بلجان التدقيق ومستوى استقلاليتها واستقلالية أعضائها، بجانب التأكيد على الفصل بين وظيفة الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة (Eun & Resnick, 2009, 98-99).

وبناءً على هذه الدعوات في تحسين فاعلية حوكمة الشركات، فإن أدواتها أصبحت أكثر تدخلًا وتحسنا لقرارات الشركة بشكل عام والقرارات المالية بشكل خاص وعلى وجه التحديد القرار المتعلق بإدارة رأس المال العامل كونه يشكل جزءا كبيرا من أصول الشركة الكلية من جانب، وإن إدارته تستند بالدرجة الأولى على الموازنة بين الربحية والسيولة من جانب آخر، فالتركيز على السيولة يأتي على حساب الربحية والعكس أيضا صحيح، إذ تنخفض السيولة إذا ما ركزت الشركة على الربحية. وعليه فإن حوكمة رأس المال العامل تأتي أهميتها من حوكمة العلاقة بين الربحية والسيولة لضمان ملاعة الشركة من جانب، وتقرير ربحية عمليات التشغيل من جانب آخر، وبالشكل الذي يصب في مصلحة حملة الأسهم عبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، الذي يشير إلى مقدار ما تحققه إدارة الشركة من قيمة اقتصادية مضافة للدينار المستثمر من أموال المساهمين وفقا لكلفة الاستثمار.

إن تفاعل وفاعلية الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة ومنها، ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة وحجم مجلس الإدارة يمكن أن يؤدي دورا إيجابيا في ضبط سلوك الإدارة وتصرفاتها في إدارة رأس المال، لضمان الأداء التشغيلي الأفضل للشركة. إلا إن المشكلة الأساسية بهذا الخصوص تكمن في كيفية تحقيق التوافق بين هذه الأدوات لضمان الإدارة الفاعلة لرأس المال العامل بشكل خاص، وتحقيق الموازنة بين ربحية الشركة وسيولتها في إطار تحقيق التزام بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، بهدف تجنب الشركة التعرض إلى حالات العسر المالي (عدم قدرتها على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل).

## أولا: منهجية البحث

## ١- مشكلة البحث

نظرا لأهمية الأدوات الداخلية لحوكمة الشركات في ضبط القرارات المالية بشكل عام، والقرار المتعلق برأس المال العامل بشكل خاص، فإن معالم مشكلة الدراسة يمكن تحديدها في ثلاثة أبعاد، الأول يعكس تعدد الأدوات الداخلية لحوكمة الشركات المساهمة على وجه التحديد، وما قد ينتج عنه من آثار على رأس المال العامل، أما البعد الثاني فيتمثل في كيفية تحقيق توافق بين هذه الأدوات وبالشكل الذي يصب نحو إدارة رأس المال العامل في إطار الموازنة بين الربحية والسيولة، في حين يعكس البعد الثالث قدرة كل من هذه الأدوات ورأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة على التأثير على القيمة الاقتصادية المضافة.

وبناء على هذه الأبعاد تزداد المشكلة عمقا في صياغة طبيعة العلاقة والآخر فيما بينها، وعليه فإن الغرض من هذا هو تحديد أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل من جانب، وأثر كل منهما على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية من جانب آخر.

ويمكن تحقيق الغرض من هذه الدراسة من خلال الإجابة عن التساؤلات الآتية:

- هل يوجد أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية؟
- هل يوجد أثر لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية؟

ج- هل يوجد أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية؟

د- هل يوجد أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية؟

## ٢- فرضيات البحث

الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) على صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، حجم مجلس الإدارة) على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل كمتغير وسيط في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

## ٣- أهمية البحث

تكمن أهمية الدراسة في طبيعة المشكلة المبحوثة وأسئلتها، إذ تبرز أهمية الدراسة في كونها: أ- تربط بين ثلاثة متغيرات تبدو في معالمها الظاهرة إنها منفصلة، ولكن في محتواها متداخلة، كونها تعمل على ضبط وتوجيه النشاطات التشغيلية لرأس المال العامل من خلال الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة. ب- ربما يكون لهذه العلاقات المتداخلة نتائج على أداء الشركة في الأجل الطويل، تنعكس أثارها في القيمة الاقتصادية المضافة لثروة المساهمين، وقد تتضح معالمها من خلال اختبارها في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

## ٤- أهداف البحث

أ- الكشف عن مدى تركيز الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة واعتمادها في توجيه قرارات الإدارة التنفيذية نحو إدارة رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة. ب- بيان فيما إذا كان هناك أثرا لادوات الحوكمة الداخلية للشركة على راس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة من جانب، وهل لراس المال العامل دورا في تعظيم ثروة المساهمين من خلال تأثيره على القيمة الاقتصادية المضافة. ج- مساعدة المستثمرين على التعرف على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والتحقق من إن إدارتها تعمل على حماية أموالهم المستثمرة فيها وتحقق قيمة اقتصادية مضافة إلى ثروتهم.

## ٥- مجتمع البحث وعينته

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وعددها (93) شركة حسب الإحصائية المعلنة من قبل بورصة عمان للأوراق المالية لعام ٢٠١٠. وقد تم إجراء مسح شامل لمجتمع الدراسة خلال المدة الزمنية (٢٠٠٠-٢٠١٠) لتحديد حجم العينة من خلال تطبيق مجموعة من الشروط، وقد انطبقت هذه الشروط على (٢٧) شركة صناعية، وشكلت ما نسبته 29.03% من حجم المجتمع، وعلى وفق الآتي:

أ- أن تتوافر التقارير المالية السنوية خلال فترة البحث، لضمان الحصول على أكبر قدر ممكن من البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات البحث لا سيما القيمة الاقتصادية المضافة، وللحصول على البيانات اللازمة لاحتساب المتوسط المرجح بالقيمة الاسمية لتكلفة التمويل بالدين.

ب- أن تتوافر أسعار الإغلاق اليومية لسهم كل شركة وللفترة (٢٠٠٠/١/١ - ٢٠١٠/١٢/٣١)، من أجل احتساب كلا من المخاطرة السنوية المنتظمة (Beta) والعائد السوقي السنوي لكل شركة.

ج- أن لا تكون الشركة قد شهدت عملية دمج خلال فترة البحث، لما له من تأثير على الهيكل التمويلي للشركة وأسعار أسهمها.

#### ٦- اساليب جمع البيانات والمعلومات والطرق الإحصائية المستخدمة

تم الرجوع إلى الكتب والدوريات والرسائل الجامعية والأبحاث والمقالات العربية والاجنبية، بهدف إغناء الجوانب النظرية للبحث. كما تم الاعتماد في جمع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة على المصادر التالية: التقارير المالية السنوية التي تصدر عن كل من الشركات الممثلة لعينة البحث وهيئة الأوراق المالية وبورصة عمان وللمدة (٢٠٠٠-٢٠١٠)، والمنشورة على الموقع الإلكتروني لهما.

وقد تم استخدام الانحدار المتعدد ضمن برنامج (Eviews)، وهو برنامج متخصص بالتحليل الإحصائي والاقتصاد القياسي والتنبؤ، وقد استخدم في العديد من الدراسات المالية الحديثة، التي اعتمدت على بيانات سلاسل قطاعية. وعلى اساس نموذج تحليل (Panel Data)، والذي يتضمن كلا 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).

#### ٧- التعريفات الاجرائية لمتغيرات البحث وطرق قياسها

أ- ادوات الحوكمة الداخلية للشركة Internal Corporate Governance Instrument ، ويقصد بها الجهات التي لها الدور الاكبر في التأثير على قرارات الادارة التنفيذية بشكل عام وقرارات ادراة راس المال العامل بشكل خاص، وتتمثل بالاتي:-

- ملكية اعضاء مجلس الادارة (Board Members Ownership BMO): وتمثل عدد الاسهم المملوكة من قبل اعضاء مجلس الإدارة في الشركة الصناعية، وتم التعبير عنها بنسبة مئوية من المجموع الكلي لأسهم الشركة المصدرة من خلال المعادلة الآتية: (Kieschnick et al., 2006)  
نسبة ملكية اعضاء مجلس الإدارة = اجمالي الاسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة / إجمالي أسهم الشركة المصدرة .....(١)
- وقد تم استبعاد أسهم أعضاء مجلس الإدارة الذين يمثلون كبار المساهمين في الشركة وذلك تجنباً لتكرار احتساب ملكيتهم للأسهم مرتين ولمنع التداخل بين المتغيرات.
- حجم مجلس الإدارة (Board Size BS): عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الصناعية المساهمة العامة وتم التعبير عنه بنسبة مئوية من خلال المعادلة الآتية: ( Adewuyi & Olowookere, 2009)

نسبة حجم مجلس الإدارة = عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة مقسوماً على 13.....(٢)  
إن قانون الشركات الأردني المعدل رقم (40) لسنة 2002 قد اشترط في المادة (132/ أ) من الفصل الثامن ان يكون أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المساهمة العامة بين 3- ١٣ عضواً، ولكي يتم توحيد وحدات القياس للمتغيرات، فقد تمت القسمة على رقم 13، للحصول على نسبة مئوية كون إن العدد 13 يمثل الحد الأقصى لعدد أعضاء المجلس أي 100 %.

- 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.

ب- نسبة صافي رأس المال العامل (Net Working Capital Ratio)، ويمثل المتغير الوسيط في البحث ويعبر عنه بنسبة صافي رأس المال العامل وتم قياسها من خلال المعادلة الآتية: (Gitman & Zutter, 2012، 616)

نسبة صافي رأس المال العامل = (الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة) / إجمالي الأصول.....(٣)  
ج- القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added EVA)، وتمثل المتغير التابع في البحث وهي القيمة التي اضيفت الى ثروة المساهمين ويتم حسابها على وفق المعادلة الآتية ( ACMA, 2009):-

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE) \dots \dots \dots (4)$$

إذ ان EVA القيمة الاقتصادية المضافة ، NOPAT صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة ، CE رأس المال المستثمر (ويحسب بطرح الخصوم المتداولة من إجمالي الاصول للسنة ذات العلاقة)، WACC المتوسط المرجح لكلفة رأس المال والذي يحسب على وفق الاتي ( Brigham & Ehrhardt, 2011, )

$$WACC = K_d (1 - T)D\% + K_e E\% \quad (337)$$

.....(٥)

لقد واجه الباحثان خلال فترة جمع البيانات محددات وصعوبات في حساب المتغيرات المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة وخاصة المتعلقة بالمتوسط الموزون لكلفة رأس المال وكالاتي:

أ- عندما حاول الباحثان حساب كلفة التمويل بالملكية ( $K_e$ ) من خلال تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية  $KE = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$  واجها صعوبة في تطبيقه على بورصة عمان للأوراق المالية، بسبب التغيرات غير الطبيعية في العائد السوقي السنوي من جانب، نتيجة لعوامل متعلقة بالسوق نفسه كونه سوقاً غير كفؤ، وما أفرزته الأزمة المالية العالمية الأخيرة من آثار على أداء السوق من جانب آخر. إذ ظهرت قيم العائد السوقي السنوي ( $R_m$ ) لبعض السنوات بالسالب، وهذا أدى إلى صعوبة تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في ظل العوائد السوقية السنوية السالبة، وقد تم التغلب على هذه المشكلة من خلال حساب العوائد اليومية لمؤشر السوق على الأجل الطويل، وقسمة مجموعها على مجموع عدد أيام التداول، وضرب الناتج بعدد أيام التداول لكل سنة من سنوات البحث ( Varma & Rakshit, 2006) (Barua, 2006).

ب- عندما حاول الباحثان حساب كلفة الدين الإجمالية ( $K_d$ ) السنوية للشركة الصناعية، واجها مشكلة عدم فصل الفوائد السنوية المدفوعة من قبل الشركة على القروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل بالقوائم المالية، بالإضافة إلى عدم إفصاح العديد من شركات العينة عن معدل الفائدة على القروض الطويلة والقصيرة الأجل، وقد تم التغلب على هذه المشكلة باحتساب المتوسط السنوي المرجح للفائدة المدفوعة على هذه الديون، من خلال الاعتماد على أسعار الفائدة المعلنة من قبل البنك المركزي الأردني ولكل سنة من سنوات الدراسة، وعلى ضوءها تم احتساب المتوسط المرجح السنوي للفائدة على ديون الشركة، من خلال إجراء النسبة والتناسب بين كل من القروض قصيرة الأجل على إجمالي الديون مضروبة بالفائدة على القروض قصيرة الأجل، ومضافا إليها القروض طويلة الأجل على إجمالي الديون مضروبة بنسبة الفائدة على القروض طويلة الأجل ولكل شركة وكل سنة من سنوات الدراسة.

## ثانياً: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

### ١- مفهوم واهمية حوكمة الشركة

منذ ظهور مصطلح الحوكمة المؤسسية أجريت العديد من الدراسات في مختلف أنحاء العالم حول هذا المفهوم، إلا أنه لا يوجد تعريف موحد لمصطلح (Corporate Governance) متفق عليه من قبل الاقتصاديين والقانونيين والمحللين، وهذا ما تؤكد موسوعة Corporate Governance Encyclopedia، نظراً للتداخل فيما بين القضايا التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات (حسين، ٢٠٠٣، ١٩)، كما إن الاختلاف في الترجمة العربية للمصطلح قد أفرزت تسميات متعددة منها حوكمة الشركات، الإجراءات الحاكمة، الإدارة الحكيمة أو الإدارة الرشيدة (أبوزر، ٢٠٠٦).

فقد وصفها (مطر ٢٠٠٣) بأنها بديل للتحكم المؤسسي بهدف معالجة مشكلة الوكالة وحماية حقوق حملة الأسهم وأصحاب المصالح في الشركة، بالإضافة إلى تفعيل المعايير المحاسبية على المستوى الدولي وتحقيق القيمة الاقتصادية والرفاهية الاقتصادية من منظور اقتصاد السوق. فهي إذن وسيلة للتحفيز على الكفاءة الإدارية من خلال استخدام أدوات واليات معينة للحوافز (Mathiesen, 2002). 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).

ويعد 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، كما أنها تمثل النظام الذي 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. أي إن مفهوم الحوكمة ينصرف إلى ابعاد من مجرد مجموعة العلاقات وتقسيم الصلاحيات بين من يملك ومن يدير رأس المال إلى فضاء أرحب يتعلق ببيئة العمل العامة من تشريعات ومؤسسات وإجراءات وسياسات (الربيعي وراضي، ٢٠١١، ٢٥). ولذلك بدأت الدعوات حول العالم بضرورة تقوية وتحسين أنظمة الحوكمة في الشركات لحماية حقوق المساهمين، وضبط تجاوزات المديرين وإعادة الثقة إلى أسواق المال (Eun & Resnick, 2009,79). يتضح مما تقدم أنه يجب إن تتوفر للشركة أنظمة للحوكمة الرشيدة تكمن أهميتها بالاتي (البشير ٢٠٠٣) (الهيني ٢٠٠٥):-

أ- تحسين الكفاءة في استخدام أصول الشركة وتخفيض كلفة رأس المال وجذب الاستثمارات المنتجة للأداء الاقتصادي.

ب- تعزيز القدرات التنافسية للشركة في الأمد الطويل عبر آليات الشفافية في المعاملات وإجراءات المراجعة والمحاسبة المالية.

ج- تحسين إدارة الشركة من خلال مساعدة مديري ومجلس إدارة الشركة على تطوير إستراتيجية سليمة لها، وضمان اتخاذ القرارات على أسس سليمة.

د- بناء نظام كفؤ وواضح للمكافآت والحوافز في الشركة.

هـ- وضع معايير تتسم بالشفافية في التعامل مع المستثمرين والمقرضين.

و- بناء أنظمة مبكرة لمنع حدوث الأزمات المصرفية.

### ٢- الأدوات الداخلية لحوكمة الشركات

شاعت عدة تسميات للوسائل المتعلقة بحوكمة الشركة، فعلى سبيل المثال فقد استخدم عدد من الباحثين كلمة آليات (Mechanisms) للدلالة على الوسائل المستخدمة في حوكمة الشركة (Claessens & Fan, 2002)، بينما استخدم البعض كلمة أدوات (Instruments) للدلالة على الوسائل المعتمدة في الرقابة على أداء مدراء الشركة (Adewuyi & Olowookere, 2009). وستستخدم هذه الدراسة مصطلح أدوات (Instruments) كونه الأكثر تعبيراً عن الوسائل المستخدمة في حوكمة الشركة الداخلية. وبناءً عليه فإن هناك عدداً من أدوات الحوكمة الداخلية للشركة التي يمكن استخدامها يمكن إيجازها بالاتي (Ramly & Rashid, 2010):

أ- مجلس الإدارة Board of Directors المنتخب والذي يتحمل مسؤولية الاشراف على الشركة وادارتها بشكل يضمن مصالح جميع الاطراف ذات العلاقة لاسيما المساهمين. لذلك يمثل مجلس الإدارة خط الدفاع الاول لادوات الحوكمة للحفاظ على ثروة المساهمين وتعظيمها. وعليه فان تركيبة مجلس الإدارة واستقلاليتها يمارسان دورا مهما في ارساء قواعد الحوكمة الرشيدة مع الاخذ بنظر الاعتبار الحجم الامثل لعدد الاعضاء الذي يتراوح بين ٦-١٥ لضمان الاداء الافضل لمهام المجلس.

ب- تعويضات المدراء Executives Compensation بوصفها محفزا لادارة الشركة ويجب ان تتسجم مع مستوى الانجاز وقدرة المدراء على تحسين الاداء. ويؤكد (Yermack, 2003) ان أسهم المديرين والمكافآت على شكل الخيارات (Option) ترتبط بعلاقة إيجابية مع الفرص الاستثمارية وأداء الشركة.

ج- هيكل الملكية Ownership Structure ودرجة الفصل بين الإدارة والملكية مع الاخذ بنظر الاعتبار دور كبار المساهمين ودرجة تركيز الملكية والملكية المؤسسية وطبيعة الملكية العائلة في التأثير على اداء الشركة.

د- لجنة التدقيق الداخلي Internal Audit Committee لقد عرف معهد المدققين الداخليين (The Institute of Internal Auditors IIA) التدقيق الداخلي بأنه "عبارة عن نشاط مستقل، موضوعي، واستشاري، مصمم لإضافة القيمة وتحسين عمليات الشركة، كما ويساعد الشركة على إنجاز أهدافها من خلال مدخل انضباطي منظم، لتقييم وتحسين فعالية عمليات إدارة المخاطر، وعمليات الرقابة والحوكمة". وبناءً على ذلك فان عملية الاشراف على إعداد البيانات المالية للشركة من الواجبات الأساسية المناطة بلجنة التدقيق الداخلي، إذ تقوم هذه اللجنة بمتابعة وتقييم أنظمة الرقابة الداخلية، وهي تعد من أدوات الحوكمة الداخلية المهمة في الشركة، وتعتبر استقلالية لجنة التدقيق من أهم التوصيات التي جاءت بها لجنة (Blue Ribbon Committee, 1999)، لتحسين فعالية التدقيق الداخلي، ويعتمد نجاح لجنة التدقيق بالدرجة الأولى على الخبرات والخصائص التي يتمتع بها أعضاء اللجنة، والمعرفة المالية، والأكثر من ذلك الاستقلالية.

### ثالثا: رأس المال العامل (Working Capital)

حظي رأس المال العامل بأهمية نسبية، على الرغم من النسبة الأكبر من حالات فشل الشركات تعود إلى ضعف القرارات المتعلقة برأس المال العامل. لذلك فإن عناصر رأس المال العامل من الأصول والخصوم قصيرة الأجل تعتبران مهمة، وان إدارتهما بحاجة إلى الفحص والتحليل بعناية، خاصة وإن إدارة رأس المال العامل تمارس دورا مهما في ربحية الشركة ومخاطرها وكما هو الحال في قيمتها السوقية (Abdul Raheman et al., 2010)، وعليه فان الكفاءة في إدارة رأس المال العامل تعتبر جزءا أساسيا من إستراتيجية الشركة، لتوليد القيمة للمساهمين، إذ تحاول الشركات أن تحقق مستوى مثاليا من رأس المال العامل الذي يساهم في تعظيم هذه القيمة (Afza & Nazir, 2007). وفي الواقع العملي فإن إدارة رأس المال العامل أصبحت تشكل أحد أهم القرارات في إدارة الشركات، وأصبحت تستحوذ على معظم وقت المدير المالي من أجل تحديد المستوى المناسب من العناصر الأساسية لرأس المال العامل لتخفيض المخاطر وتحسين أدائها الكلي (Lamberson, 1995).

- ان مفهوم إدارة رأس المال العامل يقع في أربعة قرارات هامة وهي (الميداني، ٢٠٠٤، ٢٠١-٢٠٢):
- أ- تحديد مستوى الاستثمار بالأصول المتداولة (Current Assets) مقارنة مع الأصول الثابتة، اي تحديد نسبة الاستثمارات القصيرة الأجل إلى الاستثمارات الرأسمالية الطويلة الأجل.
- ب- تحديد حجم الاستثمار المناسب في كل عنصر من عناصر الأصول المتداولة (مستوى النقدية الأمثل، سياسة الائتمان التجاري، تحديد حجم المخزون الامثل).
- ج- تحديد مستوى التمويل من مصادر قصيرة الأجل مقارنة مع مصادر التمويل الطويلة الأجل.
- د- تحديد مزيج مصادر التمويل القصير الأجل ومقداره من الائتمان التجاري (Trade Credit).

إن هدف إدارة الشركة كإدارة الأعمال هو زيادة القيمة المضافة للمساهمين من خلال تحسين الأداء المالي والعمليات التي تؤدي إلى تحقيق المبادلة بين العائد والمخاطرة، بحيث تحقق في النهاية تعظيم ثروة المساهمين (مطوع، ٢٠٠١، ١٦٩) لذلك أهمية رأس المال العامل تبرز من خلال ربطه بقرارات تعظيم ثروة المساهمين. فالشركة التي تتبع سياسة معينة في إدارة رأس المال العامل ستؤثر حتما في الكلفة والعائد والمخاطرة، وهذه السياسة إما أن تخفض التكلفة وزيادة العائد وتخفض المخاطرة، وبالتالي تزيد من قيمة الشركة، أو إنها تعمل على ارتفاع التكلفة وتخفيض العائد وزيادة المخاطر، وبالتالي تخفيض قيمة الشركة (Abdul Raheman, et al., 2010).

إن قرارات التمويل والاستثمار في رأس المال العامل تنصب بالدرجة الأساس على طبيعة المبادلة بين المخاطرة والربحية. ويقصد بالمخاطرة هنا هي مخاطرة السيولة التي تتأثر بسياسات الاستثمار، والمخاطرة المالية التي تتأثر بسياسات التمويل. أما العائد فيتضمن العائد على الاستثمار الذي يتأثر بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل والعائد على حق الملكية الذي يتأثر بسياسات تمويل رأس المال العامل، والذي يؤثر بدوره على ثروة المساهمين وينعكس بالنهاية على قيمة الشركة السوقية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن ادبيات التمويل استعرضت بشكل مفصل سياسات رأس المال العامل وصنفتها إلى السياسة المغامرة والمتحفظة والمعتدلة وشخصت ظروف كل واحدة منها واثارها على أداء الشركة (Brigham & Ehrhardt, 2011, 643) (Gitman & Zutter, 2012: 606).

#### رابعا: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added

يعد مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA احد أهم المفاهيم الاقتصادية للربح (Zaima, et al., 2005) والتي شاع انتشارها منذ تسعينيات القرن العشرين لتقييم أداء الوحدات الاقتصادية بالتوافق مع مفهوم القيمة السوقية للشركة (De Medeiros, 2005)، وبعد أن تم تطويره وتسويقه من قبل شركة Stern Stewart لقياس الربحية (Magni, 2008) ولغايات تحفيز المديرين وتقييم المشاريع الرأسمالية، لكونه مقياس مالي الأكثر قدرة على تحديد الربح الاقتصادي الحقيقي للشركة (Peixoto, 2002). وحسب المفهوم المحاسبي فإن معظم الشركات قد تكون رابحة، لكن في حقيقة الأمر عند تطبيق معيار القيمة الاقتصادية المضافة لحساب الأرباح فإنها لا تبدو كذلك. إذ يعمل هذا المعيار على تخفيض كلفة الأموال التي تم استخدامها في توليد هذه الأرباح من صافي الأرباح بعد الضريبة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية موجبة فإن ذلك يعني بأن الشركة قد حققت قيمة لثروة المساهمين، أما إذا كانت سالبة فإن ذلك يعني تدهور في هذه القيمة (Stewart, 1991: 63).

#### خامسا: الدراسات السابقة

تعد مراجعة الدراسات السابقة بمثابة قاعدة يستند إليها في تحديد المعالم الأساسية للجوانب التطبيقية لمتغيرات البحث. لذا الدراسة الحالية تمثل محاولة تجميع اغلب المتغيرات التي اعتمدها الدراسات السابقة والتحقق من إمكانية الربط بينها في إطار نوعي وكمي. فيما يتعلق بدراسات الحوكمة فقد اكدت دراسة (Eisenberg et al., 1998) ان حجم مجلس الإدارة يرتبط بعلاقة عكسية ومعنوية مع ربحية الشركة. كما ان حصة المدير التنفيذي من ملكية الاسهم وكبار المساهمين لهما اثر على الاداء التشغيلي والقيمة السوقية للشركة (Fuerst & Kang 2004). واتفقت دراسة (الجعيدى ٢٠٠٧) و اكدت على وجود اثر للحاكمية المؤسسية على الاداء التشغيلي للشركة ووربحية السهم الواحد. ونتائج دراسة (Bhagat & Bolton 2008) اكدت وجود علاقة طردية معنوية بين ملكية أعضاء مجلس الإدارة وفصل الملكية عن الإدارة مع الاداء التشغيلي الحالي والمتوقع.

اما دراسة (Brown & Caylor ٢٠٠٤) اكدت على وجود علاقة بين جودة الحاكمية المؤسسية والاداء. وان لنسبة ملكية الرئيس التنفيذي والمدراء الخارجيين ومجلس الادارة ومكافأتهم اثر على راس المال العامل وقيمة الشركة (Kiesechnick et al. ٢٠٠٧). في حين بينت دراسة (Javed & Iqbal ٢٠٠٧) وجود علاقة طردية ومعنوية بين تركيبة مجلس الادارة وتركز الملكية واداء الشركة وعززت نتائج دراسة (Othman et al. 2009) هذا الاثر من خلال تايدها على وجود اثر لكل من حجم مجلس الادارة وتركيبته على ثروة المساهمين في الشركات الصغيرة. وقد اكدت دراسة (Bukahri et al. ٢٠١١) على دور واثر حجم مجلس الادارة وتركيبته وهيكل راس المال على اداء الشركة. في حين دراسة (Ramly et al. ٢٠١٠) بينت اثر لادوات الحوكمة الداخلية للشركة على قيمتها السوقية وانها قادرة على تخفيض مشكلة الوكالة الناتجة من تضارب المصالح. بينما نتائج دراسة (Al-haddad et al. ٢٠١١) اكدت وجود علاقة طردية بين ملكية كبار المساهمين (بوصفها احدى ادوات الداخلية لحوكمة الشركة) والقيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

اما فيما يتعلق بدراسات رأس المال العامل فان حقل المعرفة شخص اهميته للشركة واثاره على ربحية الشركة وادائها. فقد اكدت دراسة (النيف ٢٠٠٥) ان الشركات المساهمة في الاسواق الناشئة تستخدم مستويات متصاعدة من راس المال العامل وان المحدد لها هو عمر الشركة وربحيته ودورة التحول النقدي ونمو المبيعات. اما دراسة (صيري ٢٠١٠) وجدت اثر ذو دلالة احصائية لادارة راس المال العامل (من خلال دورة التحول النقدي) على اداء الشركة (المقاسة بالربحية) وقيمتها السوقية. وتوافقت مع نتائج دراسة (Dong et al. ٢٠١٠) التي اكدت على وجود علاقة عكسية وقوية ومعنوية بين ادارة راس المال العامل وربحية الشركة وكذلك مع نتائج دراسة (Sen & Orus, ٢٠٠٩) التي اكدت على الاثر القوي لكل مكون من مكونات راس المال العامل على ربحية الشركة. ام دراسة (Abdul Raheman et al. ٢٠١٠) فقد اوضحت ان راس المال العامل يؤدي دورا مهما في توليد الثروة للمساهمين من خلال الادارة الكفوءة لدورة التحول النقدي وربحية الشركة. في حين ان نتائج دراسة (Nazir & Afza 2009) بينت وجود اثر وباتجاه عكسي للسياسة المغامرة لراس المال العامل على ربحية الشركة المقاسة بالعائد على الاصول ونسبة توبن .q

هذا ولقد نالت الاتجاهات الحديثة في تقييم اداء الشركات ومنها القيمة الاقتصادية المضافة اهمية الباحثين في حقل التمويل. فقد اكدت دراسة (الطراونة ٢٠٠٦) ان EVA و MVA مؤشرات دالة لاداء الشركة ولها قدرة تفسيرية لاسعار الاسهم وهي توافقت مع نتائج دراسة (Rakshit ٢٠٠٦) التي بينت ان معيار القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا واضحا عن القيمة المضافة للمساهمين مقارنة بمعدل العائد على الاستثمار. ودراسة (النوايسة ٢٠٠٩) اكدت هذه الاهمية من خلال وجود محتوى معلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة من خلال تفسير عوائد الاسهم ومخاطرها النظامية. اما في اطار حوكمة الشركات فان دراسة (Adewuyi & Oloookere ٢٠١٠) تعتبر الاحداث في بيان اثر ادوات حوكمة الشركة (مجلس الادارة واستقلاليتها ولجنة التدقيق) على ادائها المقاس بالقيمة الاقتصادية المضافة.

## سادسا: تحليل نتائج اختبار فرضيات البحث

### ١- عرض نتائج اختبار فرضية البحث الاولى

يعرض الجدول رقم (١) نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد المتعلقة بالفرضية الرئيسية الاولى، ومنه يتضح ان قيمة (Durbin-Waston) قد اشارت إلى عدم وجود ارتباط ذاتي (Autocorrelation) بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار، وقد بلغت قيمتها (0.8986)، وهي ضمن الحدود المقبولة لهذا الاختبار. وعليه وبناءً على ذلك فإن نتائج اختبار F تشير إلى رفض الفرضية الصفرية H01، وقبول الفرضية البديلة H1، ومفادها يوجد أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة على صافي رأس المال العامل، لأن قيمة F المحسوبة تساوي (51.13)، وهي معنوية عند مستوى دلالة ٥%، وأكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (2.99). وان ادوات الحوكمة الداخلية للشركة لها قوة تفسيرية عالية للمتغير التابع صافي رأس المال العامل، إذ بلغ معامل التحديد R2 (٨٩%). أي أنها فسرت ٨٩% من التغير الذي حصل في صافي رأس المال العامل.

على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة تطبيقية على عينة من

## ٢- عرض نتائج اختبار فرضية البحث الثانية

يعرض الجدول رقم (٢) نتائج اختبار الانحدار البسيط المتعلق بالفرضية الثانية الرئيسية، ومنه يتضح رفض الفرضية الصفرية (H0)، وقبول الفرضية البديلة H2، ومفادها يوجد أثر لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، لأن قيمة (T) المحسوبة بلغت (-6.272) وهي أكبر من قيمة (T- Tabulated) الجدولية والتي تبلغ (1.96) وذلك عند مستوى دلالة ٥%، كما إن القوة التفسيرية (معامل التحديد R2) للمتغير صافي رأس المال العامل بلغت (32.96%)، وهذا يعني إن رأس المال العامل يلعب دورا مهما في تفسير الظاهرة المبحوثة والمتعلقة بالتباين الحاصل في القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المبحوثة.

جدول رقم (١): نتائج اختبار اثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على صافي رأس المال العامل وللشركات عينة الدراسة

Dependent Variable (NWC)			
Method: Panel ELS (Cross-section Weights)			
Probability(P- Value)	T-Test	B	Variables
0.8355	-0.2078	-0.0315	BOWN
0.0071	2.7172	0.1839	SOWN
0.0000	4.2481	0.4419	BSIZE
0.8986: (DW) Test		% 89 : (R <sup>2</sup> )	
Probability(F)	Tabulated Value	Calculated Value	F-Test
0.0000	2.99	51.13	

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، SOWN ملكية كبار المساهمين لأسهم الشركة، BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة.

جدول رقم (٢): نتائج اختبار أثر صافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة وللشركات عينة البحث

Dependent Variable (EVA)			
Method: Panel ELS (Cross-section Weights)			
Probability (P- Value)	T-Test	B	Variable
0.0000	- 6.272	- 11647.90	NWC
		% 32.96 : (R2)	

إذ إن NWC صافي رأس المال العامل، EVA القيمة الاقتصادية المضافة

## ٣- عرض نتائج فرضية البحث الثالثة

يعرض الجدول رقم (٣) نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد المتعلق بالفرضية الرئيسية الثالثة، ومنه يتضح إن قيمة (Durbin-Waston) قد أشارت إلى عدم وجود ارتباط ذاتي (Autocorrelation) بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار، وقد بلغت قيمتها (1.77)، وهي ضمن الحدود المقبولة لهذا الاختبار. وعليه وبناءً على ذلك فإن نتائج اختبار F أشارت إلى رفض الفرضية الصفرية H03 وقبول الفرضية العدمية H3، وذلك عند مستوى دلالة ١٠%، ومفادها يوجد أثر للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة مجتمعة على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، لأن قيمة F- Calculated (المحسوبة) بلغت (2.656)، وهي دالة إحصائياً عند مستوى دلالة ١٠%، وهي أكبر من قيمة F- Tabulated (2.574). وهذا يعني إن هنالك قوة تفسيرية مقبولة لأدوات الحوكمة الداخلية للقيمة الاقتصادية المضافة، إذ بلغت قيمة معامل التحديد R2 (30.40%).

جدول رقم (٣): نتائج اختبار أثر الأدوات الداخلية لحكومة الشركة على القيمة الاقتصادية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية المضافة وللشركات عينة البحث

Dependent Variable (EVA)			
Method: Panel ELS (Cross-section Weights)			
Probability(P- Value)	T-Test	B	Variables
.9159	-0.1057	- 435.688	BOWN
0.00969	-1.6669	- 5548.169	SOWN
0.0064	- 2.7537	- 12708.42	BSIZE
1.77:(DW) Test		% 30.40 :(R2)	
Probability(F)	Tabulated Value	Calculated Value	F-Test
0.0000	2.574	2.656	

معنوية عند مستوى دلالة ١٠%.

إذ إن BOWN ملكية أعضاء مجلس الإدارة، SOWN ملكية كبار المساهمين، BSIZE حجم مجلس الإدارة في الشركة.

#### ٤- عرض نتائج اختبار فرضية البحث الرابعة

يعرض الجدول رقم (٤) نتائج اختبار الارتباط الذاتي والانحدار المتعدد المتعلق بالفرضية الرئيسية الرابعة، ومنه يتضح إن قيمة (Durbin-Waston) قد أشارت إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار، وقد بلغت قيمتها (1.81)، وهي ضمن الحدود المقبولة لهذا الاختبار. وعليه وبناءً على ذلك فإن نتائج اختبار F أشارت إلى رفض الفرضية الصفرية H04، وقبول الفرضية العدمية H14 عند مستوى دلالة ٥%، ومفادها يوجد أثر للأدوات الداخلية لحكومة الشركة مجتمعة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، لأن قيمة F المحسوبة تساوي (3.87)، وهي أكبر من قيمة F الجدولة والبالغة (2.99)، أي إن الأدوات الداخلية لحكومة الشركة لها دور في التحكم وبالتأثير على القيمة الاقتصادية المضافة في إطار إدارة رأس المال العامل وهذه الأدوات فسرت ٣٩.٦٤% من التباين في القيمة الاقتصادية المضافة.

جدول رقم (٤): نتائج اختبار أثر الأدوات الداخلية لحكومة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل وللشركات عينة البحث

Dependent Variable (EVA)			
Method: Panel ELS (Cross-section Weights)			
Probability(P- Value)	T-Test	B	Variables
.0000	4.821	10654.33	BOWN
0.2618	- 1.124	- 2205.70	SOWN
0.0745	-1.791	-9297.48	BSIZE
0.0000	-5.002	-10824.99	NWC
1.81:(DW) Test		% 39.64 :(R2)	
Probability(F)	Tabulated Value	Calculated Value	F-Test
0.0000	2.99	3.87	

سابعاً: الاستنتاجات والتوصيات

- ١- كشفت نتائج اختبار الفرضية الأولى أن أدوات الحوكمة الداخلية لها أهمية في تحديد توجهات الإدارة نحو تحديد نسبة صافي رأس المال العامل الموزعة على الملاك والمساهمين في إدارة الشركة، وبالتالي المساهمين ودرجة ميولهم نحو تحمل المخاطر، وعليه فهم أصحاب القرار والسلطة في الشركة، وبالتالي لهم دور كبير ومهم في تحديد السياسات الاستثمارية والتمويلية في إدارة الأصول المتداولة ضمن هدف الموازنة بين السيولة والربحية، والتي ستعكس على ربحية الشركة ومن ثم أدائها. وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Kieschnick et al., 2006)، ودراسة (Adeuyi & Olowookere, 2009).
- ٢- إن نتيجة اختبار الفرضية الثانية قد جاءت تجسيدا للجوانب المعرفية للعلاقة بين إدارة رأس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة. إذ إن صافي رأس المال العامل يمثل سياسات الاستثمار والتمويل للأصول المتداولة في آن واحد، فزيادة الاستثمار في صافي رأس المال العامل يشير إلى أن الشركة تتبع سياسة استثمارية متحفظة، بمعنى إن صافي رأس المال العامل الموجب يشير إلى ذلك الجزء الذي يتم تمويله بمصادر التمويل طويل الأجل من جانب، ومن جانب آخر تؤثر مستوى السيولة في الشركة. مما ينعكس بشكل سلبي على ربحية الشركة ومن ثم قدرتها على توليد الثروة، ممثلا في معيار القيمة الاقتصادية المضافة.
- إن القدرة التفسيرية لصافي رأس المال العامل للتباين الحاصل في القيمة الاقتصادية المضافة، ربما يكون منخفضا نوعا ما، ويعود السبب في ذلك إلى توجهات أعضاء مجلس الإدارة نحو الاحتفاظ بنسبة صافي رأس مال عامل مرتفعة نوعا ما وذات ربحية منخفضة. هذا بجانب وجود عوامل أخرى غير صافي رأس المال العامل قد تفسر التباين الحاصل في القيمة الاقتصادية المضافة، ومنها على سبيل المثال لا الحصر، معدل نمو مبيعات الشركة، معدل نمو ربحية الشركة، نسبة المديونية، حجم الشركة، عائد الأصول الثابتة وربما تكلفة التمويل.
- وقد اتفقت العديد من الدراسات مع نتيجة اختبار الفرضية منها دراسة (Abdul Raheman et al., 2010) ودراسة (Sen & Oruc, 2009).
- ٣- لقد تم اختبار هذه الفرضية على مستوى معنوية ١٠% بسبب إن إلزام الشركات الأردنية بتطبيق قواعد الحوكمة قد أقر في بدايات عام ٢٠٠٤، كما إن الاقتصاد الأردني قد تعرض إلى عدد من الأزمات المالية والاقتصادية خلال مدة البحث، منها الأزمة المالية العالمية، مما أثر بشكل كبير على أداء الشركات الأردنية بشكل عام، والصناعية بشكل خاص، وبالتالي من المنطق أن يتم اختبار بعض فرضيات الدراسة على مستوى دلالة ١٠%، في ظل البيئات المضطربة وغير المستقرة مثل الأردن.
- إن نتيجة اختبار هذه الفرضية تشير إلى الدور الكبير الذي يمارسه كل من مجلس الإدارة وكبار المساهمين في التأثير على أداء الشركة في الأجل الطويل، والذي يتمثل في معيار القيمة الاقتصادية المضافة، كون إن هذا المعيار يعبر عن مقدار ما تحققه الشركة من قيمة مضافة لثروة المساهمين. وإن انخفاض القوة التفسيرية لهما ربما يعود إلى توجه مجالس إدارات الشركات عينة البحث نحو الحد من آثار الأزمة المالية العالمية الأخيرة وتركيزها نحو معالجة النقص الحاد في مصادر التمويل بشكل عام، والتمويل القصير الأجل بشكل خاص في سوق الائتمان المصرفي الأردني.
- اتفقت مع هذه النتيجة كل من دراسة (Javed, 2007) ودراسة (Bhagat & Bolton, 2008) ودراسة (Adeuyi & Olowookere, 2009) (Othman et al., 2009) ثم دراسة (Bukahri et al., 2011).
- ٤- أشارت نتائج اختبار الفرضية الرابعة إلى أهمية أدوات الحوكمة الداخلية في الشركة في التأثير على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل إدارة رأس المال العامل، فأدوات الحوكمة تعبر عن سلوك وممارسات الإدارة العليا الممثلة في مجلس الإدارة، بالإضافة إلى الدور المهم الذي تلعبه في توجيه الإدارة التنفيذية في الشركات نحو إتباع سياسات استثمارية وتمويلية معينة لإدارة الأصول المتداولة. هذه السياسات تؤثر في النهاية على الأداء الشامل للشركة في الأجل الطويل، والمعبر عنه بمعيار القيمة الاقتصادية المضافة.

لقد جاءت نتيجة اختبار هذه الفرضية متوافقة مع بعض الدراسات التي أجريت على أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة ورأس المال العامل فيها على أدائها وقيمتها، على الرغم من اختبارها لمتغيرات الحوكمة بشكل انفرادا ومنها دراسة (SEN & ORUC, 2009)(Afza & Nazir, 2007) (Al- Haddad et al., 2011) دراسة (Javed & Iqbal, 2007)(Fuerst & Kang, 2004) دراسة (Eisenberg et al., 1998) دراسة (Bhagat & Bolton, 2008).

وبناء على الاستنتاجات التي تم التوصل إليها من اختبار الفرضيات، توصي الدراسة:

- ١- بتوجيه الدعوة للشركات الصناعية الأردنية إلى الالتزام بتطبيق معايير الإفصاح المتعلقة بأدوات الحوكمة الداخلية لاسيما فيما يتعلق بملكية كبار المساهمين وحجم مجلس الإدارة لدورها المؤثر في قرارات الشركة بشكل عام والقرارات ذات الطبيعة المالية بشكل خاص، ليتسنى للباحثين الحصول على كافة المعلومات المتعلقة بهذه الأدوات، من أجل التوصل إلى نتائج أكثر دقة في دراساتهم.
- ٢- كما توصي الدراسة بضرورة الإفصاح وبشكل واضح عن مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والتي لم تعد في واقع الحال ترف اداري واسقاط فرض للمشاركة بادارة بل انها تعبر في ثنياهات عن مكافئة للانجاز المتميز للإدارة في تحقيق مصالح المساهمين.
- ٣- التأكيد على الموازنة بين عدد أعضاء مجلس الإدارة من حيث كبار المساهمين وأعضاء المجلس ذوي الملكية والأعضاء المستقلين وملكية المؤسسين، وبالشكل الذي يضمن الحجم المثالي للمجلس والذي أكدت عليه الدراسات السابقة، والذي يتراوح بين ٦-١٥ عضواً، وصولاً إلى قرارات تعكس وجهة نظر وسلوك جميع أعضاء مجلس الإدارة بشأن القبول العام للسياسات المعتمدة في تنفيذ القرارات الإدارية بشكل عام والمالية والمتعلقة بادارة راس المال العامل بشكل خاص، وتوجهها بما يتناسب وأهداف الشركة في تعظيم عائد الدينار المستثمر.
- ٤- التأكيد على ادارة راس المال العامل بما يضمن الموائمة بين الربحية والسيولة من خلال تحقيق التزامن في التدفقات النقدية المتحققة من الدورة التشغيلية خلال الفترة المالية. ويقع على مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية هذه المهمة بما يضمن تفوقها بالإداء وضمان مصالح هملة الاسهم.
- ٥- بمان ان معيار القيمة الاقتصادية المضافة احد اهم المؤشرات المعبرة عن الاداء، فعلى الشركات عينة الدراسة ان تهتم بهذا المؤشرة ومحاولة الافصاح عنه بتقاريرها المالية او بنشراتها الدورية لترسل اشارات الى المستثمرين عن جودة الادوات الداخلية لحوكمة الشركة وحرص الادارة على تعظيم ثروة المالكين.

### قائمة المراجع

#### المراجع العربية

- أبو زر، عفاف إسحاق (٢٠٠٦). إستراتيجية مقترحة لتحسين فاعلية الحاكمية المؤسسية في القطاع المصرفي الأردني، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا: عمان، الأردن.
- الجعدي، عمر (2007). مستوى الحاكمية 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.
- الهنيني، إيمان احمد (٢٠٠٥) تطوير نظام للحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة الأردنية لتعزيز استقلالية مدقق الحسابات القانوني، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا: عمان، الأردن.
- حسين، صالح (٢٠٠٣) ممارسة وإدارة السلطة في منظمات الأعمال: التطورات العالمية والوضع القائم في مملكة البحرين. البحرين.

- الطراونة، حسين احمد (2006) استخدام مقاييس القيمة في نظم الإدارة المالية تعظيم لثروة الملاك، مدخل لإعادة هندسة نظم الإدارة في القطاع الصناعي الأردني، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: عمان، الأردن.
- مطاوع، سعد عبد الحميد، (٢٠٠١) الإدارة المالية (مدخل حديث). الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- مطر، محمد، (٢٠٠٣) دور الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تعزيز وتفعيل التحكم المؤسسي، بحث مقدم في المؤتمر العلمي المهني الخامس، جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، عمان (٢٣-٢٤) أيلول ٢٠٠٣.
- الميداني، محمد أمين عزت، (٢٠٠٤) الإدارة التمويلية في الشركات. مكتبة العبيكان. الرياض ، السعودية.
- 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.
- النوايسة، فايز احمد(٢٠٠٩) مقدرة القيمة الاقتصادية المضافة، والمتغيرات المحاسبية على تفسير العوائد السوقية، والمخاطر النظامية، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية: 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.
- الربيعي، حاكم و راضي، حمد عبد الحسين (٢٠١١) حوكمة البنوك واثرها في الاداء والمخاطرة ، ط١، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.

#### 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.
- ACMA, N. (2009). Performance Measures: An Application of Economic Value Added. International Journal of Business and Management, 4(3), 169 -177.
- Adewuyi, A. O. And Olowookere, A. E. (2009). Impact of Governance Instruments on the Productivity of Nigerian Listed Firms. The Icfai University Journal of Corporate Governance, VIII (3), 51-74.
- Al- Haddad, W., Alzurqan, S. t. And Al- sufy, F. J. (2011). The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An Empirical Study on Amman Stock Exchange. International Journal of Humanities and Social Science, 1 (4), 55-69.
- Brigham, Eugene F. & Ehrhardt, Michael C. (201١) Financial Management: Theory and Practice, South-Western Cengage Learning, USA.
- Brown, L. D and Caylor, M. L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. "Presented at 15th Conference of Financial Economic and Accounting, University of Missouri". www.Selene.Vab.es/dep-economic-empresq./Journdas.

- Bukahri, K. S., Awan, H. M. And 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, Multan – Pakistan 9on-line) 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.
- Claessens, S., and Fan, J. P. (2002). Corporate Governance in Asia: A survey. International Review of Finance, 3(2), 71-103.
- De Medeiros, O. R. (2005). Empirical Evidence on the Relationship between EVA and Returns in Brazilian Firms (on-line).Ssrn.com/abstract=70142120.
- Dong, H. P. and Su, J. (2010). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case International Research Journal of Finance and Economic, 49, 62-71.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. And Wells, m. T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Value in Small Firms. Journal of Financial Economics, 48(1), 35-54.
- Eun, C. S. And Resnick, B. G.(2009).International Financial Management ,McGraw-Hill Companies, Inc., 1221, New York.
- Fuerst, O. and Kang, S.(2004). Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing. Corporate Ownership & Control, 1 (2), 17-30.
- Gitman, Lawrence J. and Zutter, Chad J., (2012) Principles of Managerial Finance, prentice Hal, U.S.A.
- Gujarati, D.N. (2003). Basic Econometrics. 4th ed., New York, McGraw Hill.
- Javed, A. Y. and Iqbal, R. (2007). The Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange (on-line). www.mnmk.ro-documents-2007-2007-14pdf.url
- Kieschnick, R., Moussawi, R. And LaPlante, M. B. (2006). Corporate Working Capital Management: Determinants and Consequences (on-line) Available:finance.baylor.edu/seminars/papers/cwc\_current.pdf .
- 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.
- Magni, C. A. (2008). Systemic Value Added, Residual Income and Decomposition of a cash Flow Stream (on-line). University of Modena and Reggio Emilia Economics. Available: ssrn.com/abstract=1032011
- Mathiesen, H. (2002). Managerial Ownership and Financial Performance. Unpublished doctoral dissertation, Copenhagen Business School, Department of International Economics and management.
- Nazir, M. S. and Afza, T. (2009). Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. The IUP Journal of Applied Finance, 15 (8), 19-30.
- Nazir, M. S. And Afza, T ,(2007). Is it Better To Be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital? Proceeding of Singapore Economic Review (SERC) . editorialexpress.c0m/cgi-bin/conference/



- OECD) Organization for Economic Co-operation and Development, (1999 & 2004). "OECD Principles of Corporate Governance. Available: [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- Othman, R., Ponirin, H. and Ghani, E. (2009). The Effect of Board Structure on Shareholders' Wealth in Small Companies in Malaysia. *Management Science and Engineering*, 3(4), 1-15.
- Peixoto, S. M. (2002). Economic Value Added: An Application to Portuguese Public Companies (on-line). Modern University of Porto, [ssrn.com](http://ssrn.com).
- Rakshit, D. (2006). EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited. *Vidyasagar University of Commerce*, 11, 40-59.
- 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.
- 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.
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value – A Guide for Senior Managers*. New York: Harper-Collins Varma, J. R. and Barua, S. K. (2006). A First Cut of the Equity Risk Premium in India (on-line). Indian Institute of Management, India, [www.iimahd.ernet.in/jrvarma/papers/wp2006-06-04.pdf](http://www.iimahd.ernet.in/jrvarma/papers/wp2006-06-04.pdf).
- Yermack, D. (2003). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *Journal of Finance* 59, 2281–2308.
- Zaima, j. k., Howard F. and Turetsky, B. C (2005) The MVA-EVA Relationship Separation of Market Driven Versus Firm Driven Effects. *Review of Accounting and Finance*, 4(1), 32-49.



أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما  
على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة تطبيقية على عينة من  
الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

## The Impact of Internal Corporate Governance Instruments on Working Capital and Its Influences on Economic Value Added

### Abstract

Objective of this research focused on testing the impact of internal corporate governance instruments in the management of working capital and the reflection of each of them on the Firm performance. For this purpose, four main hypotheses was formulated, the first, pointed out its results to a significant effect for each of corporate major shareholders ownership and Board of Directors size on the net working capital and their association with a positive relation. The second, explained a significant effect of net working capital on the economic value added, and their link inverse relationship, while the third, explored a significant effect for each of the corporate major shareholders ownership and Board of Directors size on the economic value added. The fourth, revealed a significant effect of the internal instruments for corporate governance on the economic value added in light of the different net working capital.

**Keyword/** Corporate Governance Instrument- Net Working Capital- Economic Value Added- Weighted Average Cost of Capital- Capital Asset Pricing Model.