تأثير الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

ميشيل سعيد سويدان[1]، رسمي جميل المقبل[2]، روان حكم عطوة[3]

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل لعينة مكونة من (49) شركة صناعية للفترة 2011–2013. وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ووجود لجنة تدقيق. أما الكفاءة في إدارة رأس المال العامل فقد تم قياسها عن طريق، متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، ودورة تحويل النقد. وقد تم الحصول على البيانات من التقارير المالية السنوية للشركات المبحوثة ومن المعلومات المتاحة على الموقع الألكتروني لبورصة عمان، حيث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square) لاختبار فرضيات الدراسة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومتوسط فترة التحصيل، مما يعني أن الفصل بين المنصبين يحسن من كفاءة إدارة رأس المال العامل. وأوصت الدراسة بضرورة وجود تشريعات تلزم الشركات الصناعية الأردنية بالمزيد من الامتثال في تطبيق قواعد الحاكمية، وإيلاء المزيد من الاهتمام عند تشكيل لجان التدقيق، بأن يتوفر لدى أعضائها خبرة ومعرفة جيدة في الأمور المالية والمحاسبية، وبالإضافة إلى إجراء المزيد من الدراسات الأردنية التي تأخذ بعين الاعتبار الجوانب والمتغيرات التي لم تتطرق اليها هذه الدراسة.

الكلمات الدالة: الحاكمية المؤسسية، كفاءة إدارة رأس المال العامل، بورصة عمان.

المقدمـة

تزايد الاهتمام بمفهوم الحاكمية المؤسسية خلال السنوات الأولى من القرن الواحد والعشرين، وذلك بعد الإخفاقات والفضائح المالية التي حدثت لكبرى الشركات في الولايات المتحدة مثل شركة إنرون (Enron) للطاقة، وشركة ورلدكوم (World com) للاتصالات، وذلك نتيجة للفساد المالي والإداري، وتواطؤ بعض مدققي الحسابات، الأمر الذي أدى إلى تراجع ثقة المستثمرين بإدارات الشركات والبيانات الصادرة عنها (Kenny, 2005)، وقد دفع ذلك الكونجرس الأمريكي إلى إصدار قانون للحاكمية المؤسسية سمي بقانون (Sarbanes-Oxly Act) يهدف إلى استعادة ثقة الجمهور بإدارة الشركة، وحماية حقوق المستثمرين، ومنع خطر الانهيارات المستقبلية (Zhang, 2007).

ويرى Jensen and Meckling (1976) أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الإدارة الحافز على استغلال موارد الشركة، وتحقيق مصالحها الشخصية على حساب المساهمين، مما يحمل الشركة تكاليف إضافية تسمى بتكاليف الوكالة، كما يرى Achchuthan and Kajananthan (2013) أن تطبيق الحاكمية المؤسسية بشكل جيد يساعد الشركة على اتخاذ قرارت من شأنها تعظيم ثروة حاملي الأسهم، بالإضافة إلى أنها تضمن الكفاءة في إدارة موارد الشركة.

وقد أشار Achchuthan and Kajananthan (2013) أيضا إلى أن ممارسات الحاكمية المؤسسية هي الاستراتيجية التي يتم وضعها من أجل تحقيق أهداف قصيرة ومتوسطة وطويلة

[1] أستاذ في قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة عمان الأهلية، عمان– الأردن. msuwaidan@ammanu.edu.jo

[2] rasmimegbel@yahoo.com

[3] مدرس في قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، اربد– الأردن. rawan@yu.edu.jo

تاريخ استلام البحث 2016/10/29 وتاريخ قبوله 2017/10/29.

© 2018 عمادة البحث العلمي/ الجامعة الأردنية. جميع الحقوق محفوظة.

الأجل للشركة، ونتيجة لذلك تصبح إدارة رأس المال العامل آلية مهمة لتحقيق أهداف الشركة على المدى القصير. فكفاءة إدارة رأس المال العامل تُعنى بإدارة متطلبات التمويل قصير الأجل وتحقق التوازن بين مكونات رأس المال العامل فهي تشتمل على المخزون، والذمم المدينة، والأرصدة النقدية (Ganesan, 2007). وكما أكد Filbeck and Krueger (2005) ضرورة إدارة رأس المال العامل بكفاءة من أجل ضمان الموازنة بين الربحية والسيولة، وذلك لتجنب إفلاس الشركة، وقد أشار Jensen (1986) إلى أن الاحتفاظ بنسبة عالية من السيولة (التدفقات النقدية الحرة) يعد مصدراً لحدوث تضارب في المصالح بين كل من حاملي الأسهم والمديرين، وذلك لاعتقاد حاملي الأسهم أن المديرين يستغلون موارد الشركة لمصالحهم الشخصية مما يؤدي إلى نقل ثروة المساهمين إلى المديرين وإلى ارتفاع تكاليف الوكالة. كما أن سوء السياسات المتعلقة برأس المال العامل تؤثر بشكل سلبي في دورة حياة النقد (Gill and Shah, 2012). ومن هذا المنطلق تعد إدارة رأس المال العامل واحدة من أهم الوظائف في إدارة الشركات، للحفاظ على الملائمة، والربحية، والسيولة للشركة (Kamau and Basweti, 2013). لذا تأتي هذه الدراسة لمعرفة أثر الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة (2011–2013)، لذلك من المأمول أن تساهم هذه الدراسة بتقديم دليل عملي على أهمية الحاكمية المؤسسية وعلاقتها بكفاءة إدارة رأس المال العامل للعديد من الأطراف (كالشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والمستثمرين وأصحاب المصالح)، كذلك سوف تستخدم الدراسة االعديد من المتغيرات للتعبير عن الحاكمية المؤسسية (حجم مجلس الإدارة واستقلاليته والجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ووجود لجنة تدقيق) وأخيرا يُلاحظ من مراجعة الدراسات الأردنية السابقة في هذا المجال أن هناك ندرة في اختبار هذه المتغيرات وأثرها على كفاءة إدارة رأس المال العامل.

الإطار النظري

الحاكمية المؤسسية

يُعدّ تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organization for Economic Co-operation and Development (OECD,2004)) من أشمل التعريفات التي تناولت مفهوم الحاكمية المؤسسية، فقد عرّفتها بأنها: "مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها وأصحاب المصالح الأخرى. وتوفر الحاكمية المؤسسية الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركة ووسائل تحقيقها إضافة إلى مراقبة الأداء، ويجب أن توفر الحاكمية الجيدة حوافز لمجلس الإدارة وللإدارة من أجل السعي لتحقيق أهداف الشركة ومساهميها، كما يجب أن تشمل الحاكمية الرقابة الفعالة " (OECD, 2004 , p.11).

في حين عرّفها الاتحاد الدولي للمحاسبين International Federation of accounting (IFAC, 2009) بأنها: " مجموعة من المسؤوليات والممارسات التي يقوم بها مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بهدف توفير التوجيه الاستراتيجي، وضمان تحقيق الأهداف، والتأكد من إدارة المخاطر بشكل صحيح، والتحقق من استخدام موارد المنشأة بشكل مسؤول." ويعكس هذا التعريف جانبي الأداء والالتزام في الحاكمية المؤسسية (IFAC, 2009 ,p.6).

وعلى مستوى المنظمات الدولية، قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) 1999 بإصدار مبادئ لحاكمية الشركات، وقد أصبحت الحجر الأساس والمعيار الدولي الذي تستند إليه العديد من الدول والشركات عند وضعها الأسس الملائمة لتطبيق الحاكمية المؤسسية، وفي عام 2004 أصدرت المنظمة نسخة معدلة من معايير الحاكمية المؤسسية؛ وذلك لمراعاة التطورات الأخيرة والخبرات في الدول الأعضاء وغير الأعضاء (OECD, 2004). وفي عام 2014–2015 قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بإعادة تقييم ومراجعة مبادئ الحاكمية المؤسسية المعدلة في عام 2004، وذلك لضمان استمرار وجود مبادىء حاكمية ذات فائدة وجودة عالية تأخذ بعين الاعتبار التطورات الأخيرة في قطاع الشركات، وأسواق رأس المال. وقد تمت عملية المراجعة برعاية لجنة الحاكمية المؤسسية في المنظمة وبدعوة دول مجموعة العشرين (G20) التي تتشكل من مجموعة الدول الصناعية الكبرى وعددها ثماني دول إضافة إلى الاتحاد الأوروبي وإحدى عشرة دولة ناشئة إلى جانب دول الأعضاء في المنظمة، وكما تم دعوة خبراء من المؤسسات الدولية مثل لجنة بازل وعدد من المختصين في مجلس الاستقرار المالي (Financial Stability Board)

ومجموعة البنك الدولي للمشاركة في عملية المراجعة، وتم الانتهاء من الصيغة النهائية للمبادئ المنقحة في تشرين الثاني عام 2015. (OECD, 2015, p.4)

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد نموذج موحد للحاكمية المؤسسية يمكن أن يطبق في جميع دول العالم ويؤدي إلى النتائج نفسها، إلّا أنّ العمل الذي قامت به كل من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) وغيرها من الدول أدى إلى حصر عدد من العناصر المشتركة التي تعد أساس الحاكمية الجيدة، فقد اعتمدت المبادئ على هذه العوامل المشتركة، حيث تم تشكيلها لتشمل النماذج المختلفة لهيكل مجلس الإدارة، سواء في دول المنظمة أو غيرها من الدول (OECD, 2004).

كذلك ارتبط موضوع الحاكمية المؤسسية وعلاقته بإدارة رأس المال العامل بعدد من النظريات، كان أهمها نظرية الوكالة Jensen and Meckling (1967) التي أشارت إلى أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الحافز للإدارة بتقديم مصالحها الشخصية عندما تتعارض مع مصالح الآخرين، وقد أشارت عدة دراسات منها دراسة Gill and Biger (2012) ودراسة Nakamura and Palombini (2012) إلى أن القرارات المتعلقة بمستويات رأس المال العامل من الممكن أن تكون ذات صلة بتضارب المصالح بين المديرين والمساهمين. وكذلك فإن الشركات التي لديها ضعف في النظام الرقابي، وتمتلك أدوات قليلة لضبط قرارت الإدارة عادة ما يميل المديرون فيها إلى الاستثمار في مشاريع غير مجزية، مما يؤدي إلى مشكلة التدفقات النقدية الحرة، التي اقترحها Jensen (1986)حين عرّف التدفقات النقدية الحرة بأنها الفائض من التدفقات النقدية بعد قيام الشركة بتمويل مشاريعها الاستثمارية التي يكون صافي قيمتها الحالية (NPV) موجباً، حيث يقوم المديرون باستثمار تلك التدفقات النقدية الحرة في مشاريع غير مجزية اقتصاديا، ولا تعود بالفائدة إلا على الصعيد الشخصي للمدير، مثل زيادة الفوائد المالية والمكافآت الشخصية.

إدارة رأس المال العامل

يعتمد رأس المال العامل على مفهومين رئيسين هما: إجمالي رأس المال العامل، وصافي رأس المال العامل، حيث يعرّف إجمالي رأس المال العامل بأنه: "مجموع استثمارات الشركة في الأصول المتداولة، وهي تلك الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقد خلال سنة أو أقل، وتشمل النقد والأوراق المالية والحسابات المدينة والبضاعة". أما صافي رأس المال العامل فهو "الفرق بين الأصول المتداولة والمطلوبات المتداولة" (Besley and Brigham, 2008: p. 566). ففي حالة زيادة الأصول المتداولة على المطلوبات المتداولة يكون صافي رأس المال العامل موجباً مما يشير إلى أن ذلك الجزء من الاستثمار في الأصول المتداولة تم تمويله بالتزامات طويلة الأجل. أما صافي رأس المال السالب فهو الجزء من الأصول الثابتة الذي تم تمويله عن طريق المطلوبات المتداولة، وتكمن أهمية صافي رأس المال العامل في استخدامه من قبل الدائنين لمعرفة ملاءمة المركز المالي للشركة ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند موعد الاستحقاق (Singh *et. al.*, 2017).

ويُقصد بإدارة رأس المال العامل أنّها عملية يتم من خلالها إدارة الأصول والالتزامات المتداولة للشركة، وتمويل الأصول المتداولة بشكل يعمل على زيادة ثروة حاملي الأسهم، حيث يعد الهدف من إدارة رأس المال العامل، هو الحفاظ على المستوى المناسب من رأس المال العامل، بشكل يحقق التوازن بين كل من هدفي السيولة والربحية، لتعظيم قيمة الشركة (Gill, 2011). فالشركة التي لديها مقدار عال من السيولة تكون أكثر قدرة على مواجهة الصعوبات المالية، إلّا أنها تحقق أرباحاً أقل من الشركات التي لديها سيولة منخفضه مما يتعارض مع هدف الربحية (Besley and Brigam, 2008)، أما الشركات التي تهتم بتحقيق مقدار عال من الربحية من أجل زيادة نمو استثماراتها والحفاظ على سمعتها، فيجب عليها أن تستثمر في أصول أقل سيولة، كونها تحقق عائداً أكبر للشركة، وهذا بدوره يحمل الشركة أخطاراً عدة، فيصعب على الشركة الوفاء بالتزاماتها ويوقعها في العسر المالي. لذلك فإن هدفي السيولة والربحية متعارضان، فتحقيق أحدهما يكون على حساب الآخر (Gitman, 2009). ولتحقيق إدارة فاعلة لرأس المال العامل، يجب على الشركة أن توجه اهتماماتها إلى الحسابات المدينة (Account Receivable)، والمخزون (Inventory)، والنقد (Cash)، والأوراق المالية قصيرة الأجل (Marketable Securities)، بالإضافة إلى الذمم الدائنة (Account Payables).

العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وكفاءة إدارة رأس المال العامل

تعد الإدارة الفاعلة لرأس المال العامل أمرا ضروريا لمعظم الشركات، نظرا لتأثيرها الواضح والمباشر في كل من هدفي السيولة والربحية. وتتعلق إدارة رأس المال العامل بالموجودات والمطلوبات المتداولة، فهي تستأثر بأهمية بالغة في البحوث والدراسات المالية؛ وذلك لاستحواذ الموجودات المتداولة على أكثر من نصف إجمالي الموجودات في الشركات الصناعية وشركات التوزيع (Uyar, 2009; Raheman and Nasr, 2007).

والهدف من إدارة رأس المال العامل هو الحفاظ على المستوى المناسب من رأس المال العامل بشكل يحقق التوازن بين كل من هدفي السيولة والربحية (Gill, 2011)، إذ يتولى أعضاء مجلس الإدارة والمدير التنفيذي مسؤولية صياغة السياسات المتعلقة بإدارة النقد، والذمم المدينة، وشراء البضاعة، والذمم الدائنة، لذا فإن سوء السياسات المتعلقة بإدارة رأس المال العامل تؤثر بشكل سلبي في دورة حياة النقد (Gill and Shah, 2012). كما يؤدي الاحتفاظ بنسب زائدة من الموجودات المتداولة في الشركة إلى تحقيق عوائد غير مجزية على مجموع الاستثمارات قصيرة الأجل (Horneand Wachowicz, 2008). وقد أشار Jensen (1986) إلى أن الزيادة في التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow) تعد مصدرا لحدوث تضارب في المصالح بين كل من حاملي الأسهم والمديرين، ذلك لاعتقاد حاملي الأسهم أن المديرين يستغلون موارد الشركة لمصالحهم الشخصية، فتنقل الثروة إليهم مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة في الشركة.

كما أن احتفاظ الشركة بموجودات متداولة قليلة نسبيا يجعلها أكثر عرضة للصعوبات والمشكلات المالية، وربما إخفاقات في إدارة عملياتها التشغيلية بصورة أكثر سلاسة، ومن ثم تراجع قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل، وزيادة تعرضها إلى مخاطر السيولة (Horne and Wachowicz, 2008). ونظرا لأهمية مجلس الإدارة والمدير التنفيذي في إدارة رأس المال العامل، فقد جاء الاهتمام بمعايير الحاكمية المؤسسية كأحد الضوابط في رفع كفاءة إدارة موارد الشركة؛ ذلك لأن عدم فاعلية سياسات إدارة رأس المال العامل تنتج عن ضعف تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية وهي التي تؤثر سلبا في ثروات حاملي الأسهم (Gill and Biger, 2012).

وبشكل عام فإن تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية يساعد في تحقيق الأهداف القصيرة، والمتوسطة، والطويلة الأجل للشركة، مما يعود بالفائدة على أصحاب المصالح (Achchuthan and Kajananthan, 2013)، حيث إنّ تطبيق الحاكمية المؤسسية بشكل فاعل يزيد كفاءة إدارة رأس المال العامل، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الأهداف قصيرة الأجل، باعتبار أن إدارة رأس المال العامل مسألة حيوية بالنسبة للقرارات المالية في الشركة، كونها تؤثر بشكل مباشر في السيولة والربحية. علاوة على ذلك فإن الإدارة المثلى لرأس المال العامل تسهم بشكل إيجابي في رفع القيمة السوقية للشركة (Bagchi and Khamrui, 2012)، ولذلك فإنّ كل منظمة سواء كانت ربحية أو غير ربحية وباختلاف حجمها أو طبيعة النشاط الذي تمارسه، يجب أن تحتفظ بكمية مناسبة من رأس المال العامل لديها (Raheman *et al*., 2010). ويرى Achchuthan and Kajananthan (2013) أنه يجب على الشركات الصناعية أن تتخذ الإجراءات اللازمة للحصول على أفضل مستوى من الكفاءة في إدارة رأس المال العامل، خاصة مع ظهور مفهوم العولمة، وذلك من خلال تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية.

الدراسات السابقة

حاولت الكثير من الدراسات معرفة أثر حوكمة الشركات بآلياتها المختلفة على إدارة رأس المال العامل، فقد وجدت دراسة Palombini and Nakamura (2012) التي أجريت في البرازيل أنه لا توجد علاقة بين نسبة تركز الملكية ونسبة استقلالية مجلس الإدارة من ناحية وبين إدارة رأس المال العامل من ناحية أخرى، وقد تم التعبير عن إدارة رأس المال العامل من خلال دورة تحويل النقد، وفترة الاحتفاظ بالمخزون، وفترة تحصيل الذمم المدينة، وفترة سداد الذمم الدائنة، بالمقابل توصلت دراسة التميمي والقيسي (2012) التي أجريت في الأردن إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من ملكية مجلس الإدارة وحجم مجلس الإدارة وبين نسبة صافي رأس المال العامل إلى الأصول، أما دراسة Achchuthan and Kajananthan

(2013) التي أجريت في سيريلانكا، فقد توصلت إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عدد لجان مجلس الإدارة ونسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أنه لا توجد علاقة بين نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول ودورة تحويل النقد. أما دراسة Kamau and Basweti (2013) التي أجريت في كينيا فقد توصلت إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من حجم مجلس الإدارة وعدد اجتماعات ذلك المجلس وعدد لجانه والجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من ناحية وبين كفاءة إدارة رأس المال العامل من ناحية أخرى، في المقابل توصلت دراسة Gill and Biger (2013) إلى أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وكفاءة رأس المال العامل، وتوصلت أيضا إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين فترة عمل المدير التنفيذي وإدارة النقد. كما أن فترة عمل المدير التنفيذي، وازدواجية الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، ووجود لجنة التدقيق يؤثر بشكل إيجابي على كفاءة إدارة الحسابات. وفي دراسة أخرى أجريت في ايران، توصلت دراسة Aghajari *et al*. (2015) إلى أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية ومتوسط فترة التحصيل، كما أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وبين متوسط فترة التحصيل، أما دراسة Faradonbeh and Dolatabadi (2015) فقد خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين فترة تولي المدير التنفيذي ومتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، كما أن فترة تولي منصب المدير التنفيذي تؤثر بشكل إيجابي على كل من كفاءة إدارة الاصول وكفاءة إدارة النقد. أما دراسة Jamalinesari and Soheili (2015) فقد وجدت أن كفاءة إدارة تحصيل الذمم المدينة تزداد كلما قل حجم مجلس الإدارة، كما أن هنالك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة ومتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، أي أن زيادة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يحسن من إدارة الذمم المدينة، كذلك وجدت الدراسة علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة ومستوى النقد في الشركة.

يُلاحظ مما سبق أن هناك العديد من الآليات والمتغيرات التي تم استخدامها للتعبير عن حوكمة الشركات، كذلك هناك العديد من النسب التي تم استخدامها لقياس كفاءة إدارة رأس المال العامل، ويلاحظ أيضا أن هناك عدم اتفاق وأحيانا تناقض في نتائج الدراسات حول تأثير بعض آليات الحوكمة على كفاءة رأس المال العامل، لذلك بالإضافة لسد النقص في الدراسات الأردنية حول هذا الموضوع، تأتي هذه الدراسة لتقديم دليل عملي على أهمية الحاكمية المؤسسية معبرا عنها بالعديد من المتغيرات (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ووجود لجنة تدقيق) وعلاقتها بكفاءة إدارة رأس المال العامل بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2011–2013.

تطوير فرضيات الدراسة

حجم مجلس الإدارة (Board Size)

يُعَدُّ حجم مجلس الإدارة من أهم العوامل التي تؤثر في كفاءة المجلس، (Lipton and Lorsch ,1992; Yermack, 1996). ذلك لأنّ الزيادة في عدد أعضاء مجلس الإدارة يضاعف المشكلات المتعلقة بالاتصال والتنسيق بين أعضاء المجلس، ويقلل قدرة المجلس على رقابة أعمال الإدارة مما يؤدي إلى مشكلة الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة (Jensen, 1993). وكذلك تؤدي زيادة حجم المجلس إلى زيادة الاحتفاظ بالنقد (Gill and Shah, 2012)، من هذا المنطلق نتوقع وجود علاقة إيجابية بين حجم مجلس الإدارة وكفاءة إدارة رأس المال العامل، بمعنى أن زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة يؤدي إلى زيادة كل من فترة التحصيل ودورة تحويل النقدية، وقد وضع القانون الأردني حداً أدنى وحداً أعلى لعدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات المساهمة العامة بحيث لا يقل عدد أعضائها عن 5 أعضاء ولا يزيد عن 13 عضواً (هيئة الأوراق المالية، 2007). وفي دراسة أجراها Gill and Mathur (2011) تبيّن وجود علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وربحية الشركة. وبيّن التميمي والقيسي (2012) أنّ هناك علاقة إيجابية بين حجم مجلس الإدارة وصافي رأس المال العامل.

بناء على ما سبق تم صياغة الفرضيات البديلة التالية:

الفرضية الأولى: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ومتوسط فترة التحصيل.

الفرضية الثانية: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ودورة تحويل النقد.

استقلالية مجلس الإدارة (Board Independence)

يُعرَّف العضو المستقل بأنه "عضو مجلس الإدارة الذي لا تربطه بالشركة، أو بأي من موظفي الإدارة التنفيذية العليا فيها، أو بأي شركة حليفة، أو بمدقق الشركة أي مصلحة مادية، أو أي علاقة غير تلك المتعلقة بمساهمته في الشركة، قد يتكون في ظلها شبهة بجلب أي منفعة سواء كانت مادية أو معنوية لذلك العضو قد تؤدي إلى التأثير في قراراته أو استغلاله لمنصبه في الشركة" (هيئة الأوراق المالية، 2007: ص4). ويرى Fama and Jensen (1983) أنه كلما زادت استقلالية مجلس الإدارة، زادت كفاءة الرقابة على الإدارة مما يحقق مصالح الشركة، ويرى Wasiuzzaman and Arumngam (2013) أن استقلالية مجلس الإدارة تزيد كفاءة الرقابة على الإدارة؛ مما يؤدي إلى تقليل دورة حياة النقد (CCC). وقد أوصى دليل قواعد حاكمية الشركات بأن يكون ثلث أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء المستقلين (هيئة الأوراق المالية، 2007).

وبناء على ما سبق تم صياغة الفرضيات البديلة التالية:

الفرضية الثالثة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة ومتوسط فترة التحصيل.

الفرضية الرابعة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة ودورة تحويل النقد.

الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CEO Duality)

يرى البعض أن الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤدي إلى التضارب في المصالح مما يزيد من تكاليف الوكالة، وهذا يؤثر بشكل سلبي على أداء الشركة (Jensen and Meckling, 1976). فانفراد شخص واحد بعملية اتخاذ القرار والرقابة عليه يقلل من كفاءة الرقابة على الإدارة (Fama and Jensen, 1983). ويرى Gill and Shah (2012) أن الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤثر بشكل إيجابي في الاحتفاظ بالنقد (Cash Holding) وعلى النقيض من ذلك فإن الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يحسن ربحية الشركة (Gill and Mathur, 2011). وقد أشار Gill and Biger (2012) أن الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يزيد من كفاءة رأس المال العامل. وقد نص دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات الأردنية على أنه لا يجوز الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وذلك لتجنب التضارب في المصالح (Conflict of Interest).

وبناء على ما سبق تم صياغة الفرضيات البديلة التالية:

الفرضية الخامسة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الفصل (عدم الجمع) بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومتوسط فترة التحصيل.

الفرضية السادسة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الفصل (عدم الجمع) بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ودورة تحويل النقد.

وجود لجنة تدقيق (Audit Committee)

تعدّ لجنة التدقيق إحدى اللجان التي أوصى قانون الشركات الأردني بتشكيلها؛ وذلك لمراقبة أداء الشركة بشكل عام، والإدارة بشكل خاص، وقد نصّ دليل قواعد الحاكمية المؤسسية على أن يكون عدد أعضاء اللجنة بين 3–5، بحيث يكون 2 منهم على الأقل مستقلين. ويرى Kyereboah (2007) أن استقلالية أعضاء لجنة التدقيق تحسّن كفاءة رأس المال العامل عن طريق تدقيقها على حسابات النقد، والحسابات المدينة، وحسابات المخزون، والحسابات الدائنة. وأشار Gill and Biger (2012) إلى أنّ هنالك علاقة إيجابية بين وجود لجنة تدقيق وكل من كفاءة إدارة الحسابات الدائنة، وكفاءة إدارة النقد. وقد أشارت الدراسات إلى أن تأثير لجنة التدقيق في إدارة الشركة يكون سلبياً، وقد لا يكون لهذه اللجنة تأثير يُذكر إذا ما كان أعضاؤها قليلي الخبرة (Fanta *et al.*, 2013).

وبناء على ما سبق تم صياغة الفرضيات البديلة التالية:

الفرضية السابعة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ومتوسط فترة التحصيل.

الفرضية الثامنة: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ودورة تحويل النقد.

منهجية الدراسة

مجتمع وعينة الدراسة ومصادر بياناتها:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة

في بورصة عمان، البالغ عددها في نهاية عام 2013 (69 شركة)، أما عينة الدراسة فتتكون من الشركات الصناعية المدرجة خلال الفترة 2011–2013 وتتوفر فيها الشروط التالية:

1. أن تكون الشركة مدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.
2. أن تتوفر التقارير المالية السنوية للشركة خلال فترة الدراسة.

وبعد تطبيق هذه الشروط على الشركات، بلغت عينة الدراسة 49 شركة صناعية أي ما نسبته 71% من مجتمع الدراسة، أو 147 مشاهدة (شركة/سنة)، وقد تم الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من التقارير المالية السنوية لشركات العينة ومن دليل الشركات المساهمة العامة المتاح على موقع بورصة عمان.

نماذج الدراسة:

تم استخدام نموذجين للانحدار المتعدد حيث يتضمن كل نموذج أحد المتغيرات التابعة المستخدمة في التعبير عن إدارة رأس المال العامل، والمعادلات التالية تمثل هذه النماذج:

$$ARCP_{it} = \alpha + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 CD_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 AC_{it} + \beta_5 FS_{it} + \beta_6 DR_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 SG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$CCC_{it} = \alpha + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 CD_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 AC_{it} + \beta_5 FS_{it} + \beta_6 DR_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 SG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Where the subscript i denoting firms (cross-section dimension) ranging from 1 to 147 and t denoting years (time-series dimension) ranging from 1 to 3. The variables are defined as in Table (1) below.

متغيرات الدراسة:

1. المتغير التابع:

كفاءة إدارة رأس المال العامل: وسوف يتم التعبير عن كفاءة إدارة رأس المال العامل باستخدام المتغيرين التاليين:

- **متوسط فترة التحصيل Average Collection Period (ARCP):**

يقصد بمتوسط فترة التحصيل تلك الفترة الزمنية الممتدة من تاريخ البيع حتى تاريخ تحصيل قيمة المبيعات الآجلة من المدينين (Besley and Brigham, 2008). ويمكن قياسها كالتالي:

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{متوسط الذمم المدينة}}{\text{الايرادات التشغيلية}} * 365$$

- **دورة التحويل إلى النقدية Cash Conversion Cycle (CCC):**

هي الفترة الزمنية التي تبدأ بالدفع لشراء المواد الخام من أجل تصنيع المنتجات، وتنتهي بتحصيل الحسابات المستحقة المرتبطة بعملية بيع المنتج (Besley and Brigham, 2008)، حيث يتم حسابها وفقا للصيغة التالية:

دورة التحويل الى النقدية (CCC) = متوسط فترة التحصيل + معدل دوران المخزون (بالأيام) – متوسط فترة السداد

2. المتغيرات المستقلة:

- **حجم مجلس الإدارة (Board size)**

تم قياس حجم مجلس الإدارة في هذه الدراسة بعدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة.

- **الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CEO Duality)**

تم قياس ازدواجية رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي بإعطاء قيمة (0) للشركة التي يتم فيها الجمع بين المنصبين وقيمة (1) للشركة التي لا يتم فيها ذلك الجمع.

- **استقلالية مجلس الإدارة (Board independence)**

تم قياس نسبة استقلالية مجلس الإدارة كالتالي:

$$\text{إستقلالية مجلس الإدارة} = \frac{\text{عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة}}{\text{عدد أعضاء مجلس الإدارة}}$$

الأعضاء المستقلون هم الأعضاء غير التنفيذيين في الشركة.

- **وجود لجنة تدقيق (Audit committee)**

تم إعطاء القيمة واحد (1) في حال وجود لجنة تدقيق في الشركة، وقيمة صفر (0) في حال عدم وجود لجنة تدقيق.

3. المتغيرات الضابطة:

سوف يتم استخدام المتغيرات التالية كمتغيرات ضابطة:

- حجم الشركة (Firm Size)

تم قياس حجم الشركة في هذه الدراسة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.

- نسبة الدين (Debt ratio)

تم قياس نسبة الدين كالتالي:

$$\text{نسبة الدين} = \frac{\text{إجمالي الإلتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

- نسبة الربحية (profitability)

تم قياس نسبة العائد على الأصول لقياس ربحية الشركة، وتم احتساب هذه النسبة كالتالي:

$$\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

- النمو في المبيعات (Sales Growth)

تم قياس النمو في المبيعات كالتالي:

$$\frac{\text{مبيعات السنة الحالية} - \text{مبيعات السنة السابقة}}{\text{مبيعات السنة السابقة}}$$

ويبين الجدول رقم (1) المتغيرات المستخدمة في الدراسة وطريقة قياسها.

جدول رقم (1)

تعريف المتغيرات في نموذج الدراسة وطرق قياسها

المتغيرات	تعريف المتغير	طريقة القياس
ARCP	متوسط فترة التحصيل	$\frac{\text{متوسط الذمم المدينة}}{\text{الايرادات التشغيلية}} * 365$
CCC	دورة تحويل النقد	متوسط فترة التحصيل + متوسط دوران المخزون (بالأيام) – متوسط فترة السداد
BS (Board Size)	حجم مجلس الإدارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة.
CD (CEO Duality)	الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي	تعطى الشركة قيمة واحد (1) إذا لم يتم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وقيمة صفر (0) غير ذلك.
BI (Board Independence)	استقلالية مجلس الإدارة	يقاس بنسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة.
AC (Audit Committee)	وجود لجنة تدقيق	تعطى الشركة قيمة واحد (1) في حال وجود لجنة تدقيق، وقيمة صفر (0) غير ذلك.
FS (Firm Size)	حجم الشركة	log (اجمالي الأصول)
DR (Debt ratio)	نسبة الدين	$\text{نسبة الدين} = \frac{\text{إجمالي الإلتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$

المتغيرات	تعريف المتغير	طريقة القياس
Return on Assets (ROA)	العائد على الأصول	الأرباح قبل الفوائد والضريبة / إجمالي الأصول
Sales Growth (SG)	النمو في المبيعات	مبيعات السنة الحالية – مبيعات السنة السابقة / مبيعات السنة السابقة

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة (Descriptive Statistics):

- **وصف المتغيرات المستمرة:**

يعرض الجدول رقم (2) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المستمرة، ويلاحظ من الجدول أن المتوسط الحسابي لعدد أيام التحصيل قد بلغ (107.38) يوماً، بينما كانت أدنى قيمة (8.12) يوماً وأعلى قيمة (589) يوماً، في حين بلغ الانحراف المعياري لهذا المتغير (84.86) يوماً مما يشير إلى أن هنالك اختلافاً كبيراً في عدد أيام التحصيل بين شركات العينة، ويمكن تفسير ذلك الاختلاف بتنوع سياسات التحصيل المتبعة من قبل الشركات المبحوثة، كذلك بلغ متوسط دورة تحويل النقد (218.81) يوماً، حيث كانت أدني قيمة (180.85-) وأعلى قيمة (791.47)، في حين بلغ الانحراف المعياري (167.86)، وهذا يشير الى ان هناك تفاوتاً كبيراً في هذا المتغير فيما يتعلق بالشركات المبحوثة.

اما فيما يتعلق بمتغيرات الحاكمية المؤسسية فيلاحظ من الجدول أن متوسط حجم مجلس الإدارة قد بلغ (7.68) عضوا، في حين كان الانحراف المعياري (2.158)، وقد تراوحت أدنى وأعلى قيمة بين 3 إلى 13 على التوالي، وهذا يدل على أن الشركات الصناعية الأردنية تلتزم بقانون الحاكمية المؤسسية. أما متوسط نسبة استقلالية مجلس الإدارة فقد بلغت (.8986)، بانحراف معياري (.14293)، وقد تراوحت هذه النسبة بين (.33) كحد أدنى و(1) كحد أعلى. مما يشير بأن معظم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان تلتزم بتعليمات الحاكمية الذي أوصي بأن يكون ثلث أعضاء مجلس الإدارة هم من الأعضاء المستقلين.

جدول رقم (2)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المستمرة

متغيرات الدراسة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
متوسط فترة تحصيل المدينون(ARCP)	107.3782	84.86036	8.12	589.00
دورة تحويل النقد (CCC)	218.8103	167.86030	-180.85	791.47
حجم مجلس الإدارة (BS)	7.68	2.158	3	13
استقلالية مجلس الإدارة (BI)	.8986	.14293	.33	1.00
حجم الشركة (**000**) (FS)	70209	208206	552	1223269
نسبة الدين (DR)	.38466	.278185	.006	2.275
العائد على الأصول (ROA)	.02625	.120425	-.452	.841
النمو في المبيعات (SG)	.04623	.427201	-.894	2.580

- **وصف المتغيرات الوهمية:**

يبين الجدول رقم (3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة الوهمية، ويلاحظ من الجدول أن ما نسبته (70.7%) من الشركات الصناعية الأردنية المكونة لعينة الدراسة يوجد بها لجان تدقيق و(29.3%) من الشركات لا يوجد بها لجان تدقيق، وهوما يخالف قواعد الحاكمية المؤسسية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية. كما ويشير الجدول إلى أن ما نسبته (84.4%) من الشركات الصناعية الأردنية المكونة لعينة الدرسة تفصل أو لا يتم فيها الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، مما يدل على أن هنالك نسبة عالية من الشركات تلتزم بقواعد الحاكمية المؤسسية التي أشارت إلى عدم الجمع بين المنصبين، ذلك لكي تكون قرارات مجلس الإدارة بعيدة عن التحيز وتخدم مصالح المساهمين.

جدول رقم (3)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة الوهمية

المتغير		التكرار	النسبة المئوية (%)
وجود لجنة تدقيق (AC)	وجود لجنة تدقيق	104	70.7
	عدم وجود لجنة تدقيق	43	29.3
	المجموع	147	100.0
الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CD)	يتم الجمع بين المنصبين	23	15.6
	لا يتم الجمع بين المنصبين	124	84.4
	المجموع	147	100.0

تحليل الانحدار المتعدد واختبار الفرضيات

توزيع المتغيرات

إن أحد الافتراضات المهمة لاستخدام تحليل الانحدار المتعدد هو التحقق من أن المتغيرات المستمرة بما فيها المتغير التابع تتبع التوزيع الطبيعي (Normal Distribution). ولغرض التحقق من هذا الأمر فيما يتعلق بالمتغيرات المستمرة المستخدمة في نماذج الدراسة تم استخدام Kolmogorov-Smirnov Test الذي بينت نتائجه بأن المتغير التابع (في النموذجين) والمتغير الضابط (إجمالي الأصول) تنحرف عن التوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة إحصائية 5%. ولغرض التقليل من هذه المشكلة فقد تم تحويل هذه المتغيرات باستخدام اللوغاريثم (Log Transformation)، وقد أشارت نتائج Kolmogorov-Smirnov Test بعد التحويل بأن هذه المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة إحصائية 5%.

النموذج الأول: المتغير التابع (متوسط فترة التحصيل (ARCP))

يبين الجدول رقم (4) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لأثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع متوسط فترة التحصيل، يلاحظ من الجدول أن نموذج الانحدار المستخدم مهم إحصائياً، حيث بلغت قيمة (F-Statistic) لهذا النموذج (4.013) وبدلالة إحصائية عند مستوى (0.01)، كذلك تشير نتائج تحليل الانحدار الى أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج تفسر ما نسبته (14.3%) من التغيرات في متوسط فترة التحصيل (ARCP) بين الشركات الممثلة في العينة، حيث بلغت قيمة (Adjusted R^2) في النموذج المستخدم ما نسبته (14.3%).

جدول رقم (4)
نتائج تحليل الانحدار المتعدد

النموذج الأول: المتغير التابع متوسط فترة التحصيل	
المعامل Coefficient	**المتغيرات المستقلة**
686.2[a] [b](.000)	الثابت (Intercept)
003-. (.860)	حجم مجلس الإدارة (BS)
107-. (.601)	استقلالية مجلس الإدارة (BI)
018. (.778)	وجود لجنة تدقيق(AC)
164- (.027)	الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CD)
-.085 (.090)	حجم الشركة (FS)
-.139 (.176)	نسبة الدين(DR)
-.175 (.005)	النمو في المبيعات(SG)
-.494 (.082)	العائد على الأصول(ROA)
%14.3	**Adjusted R^2**
4.013 (.000)	**F-Statistic**

a تشير إلى (regression coefficient); b تشير إلى (p-value)

أما من حيث الأهمية النسبية للمتغيرات المستقلة المستخدمة لقياس الحاكمية المؤسسية فيلاحظ من الجدول (4) أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين متغير الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ومتوسط فترة التحصيل (ARCP)، مما يشير بأن الفصل بين المنصبين يؤدي إلى تخفيض عدد أيام تحصيل الذمم المدينة، بمعنى آخر أن الفصل بين المنصبين (رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي) يحسن من كفاءة إدارة الذمم المدينة، ويمكن تفسير ذلك بأن الفصل بين المنصبين يقلل من حدوث تضارب في المصالح كما يساعد المجلس على القيام بمهامه الرقابية والإشرافية بشكل فعال، وكما تم الإشارة اليه سابقاً فإن هناك نصاً واضحاً في دليل قواعد

الحاكمية المؤسسية يبين بأنه لا يجوز الجمع بين المنصبين وذلك لتجنب تعارض المصالح باعتبار أن كل شخص له مهامه، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة Gill and Biger (2013). بناءً على هذه النتيجة يتم قبول الفرضية الخامسة والتي تنص على أن هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام ومتوسط فترة التحصيل.

أما فيما يتعلق بباقي المتغيرات المستخدمة لقياس الحاكمية المؤسسية (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود لجنة تدقيق، ونسبة الدين) فتشير النتائج الواردة في جدول (4) بأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين هذه المتغيرات وبين متوسط فترة التحصيل، وبناء عليه يتم رفض الفرضية الأولى التي تنص على أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ومتوسط فترة التحصيل، وأيضاً رفض الفرضية الثالثة التي تنص على أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة استقلالية مجلس الإدارة ومتوسط فترة التحصيل، والفرضية السابعة التي تنص على أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق ومتوسط فترة التحصيل. وتتفق هذه النتائج مع دراسة Palombini and Nakamura (2012) التي لم تجد أية علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين استقلاقية مجلس الإدارة ومتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، وتتفق أيضا هذه النتائج مع دراسة Kamau and Basweti (2013) التي لم تجد أية علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين حجم مجلس الإدارة وكفاءة إدارة رأس المال العامل، بالمقابل تختلف هذه النتائج مع دراسة Kamau and Basweti (2013) التي وجدت علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مهمة بين حجم مجلس الإدارة ومتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة.

ويلاحظ من الجدول رقم (4) وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين النمو في المبيعات ومتوسط فترة التحصيل، وفي هذا السياق أشار Jeng-Ren *et al.*, (2006) بأن الشركات التي لديها معدل نمو مرتفع في المبيعات عادة ما تميل إلى تسريع تحصيل الذمم المدينة وإطالة فترة سداد الذمم الدائنة من أجل الحصول على أكبر قدر من النقد لعملية التصنيع وشراء المواد الأولية، وهذا بدوره يؤدي إلى كفاءة في إدارة رأس المال العامل لديها. أما بخصوص متغيرات النموذج الأخرى فيلاحظ وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية ولكن فقط عند مستوى (10%) بين حجم الشركة ومتوسط فترة التحصيل (ARCP)، وهذا يعني أنه كلما زاد حجم الشركة كلما كان هنالك كفاءة في إدارة الذمم المدينة والذي ينعكس بانخفاض فترة تحصيل الذمم المدينة، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات الكبيرة تمتلك قوة وخبرة أكثر من الشركات الصغيرة في ما يخص إدارة الذمم المدينة، كذلك يلاحظ أيضا وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (10%) بين العائد على الأصول ومتوسط فترة التحصيل (ARCP)، وهذا يشير بوضوح إلى الأثر الإيجابي المتوقع بين ربحية الشركة مقاسة بهذا المتغير وكفاءة إدارة رأس المال العامل متمثلا بفترة بمتوسط فترة تحصيل المدينين. وفيما يتعلق بباقي المتغيرات (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود لجنة تدقيق، ونسبة الدين) فلم يوجد لها أي تأثير على متوسط فترة التحصيل.

النموذج الثاني: المتغير التابع (دورة تحويل النقد (CCC))

يبين الجدول رقم (5) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لأثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع دورة تحويل النقد، يلاحظ من الجدول أن نموذج الانحدار المستخدم مهم إحصائيا حيث بلغت قيمة (F-Statistic) لهذا النموذج (4.155) وبدلالة إحصائية عند مستوى (.001)، كذلك تشير نتائج تحليل الانحدار إلى أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج تفسر ما نسبته (15%) من المتغيرات في دورة تحويل النقد (CCC) بين الشركات الممثلة في العينة، حيث بلغت قيمة (Adjusted R^2) في النموذج المستخدم ما نسبته (15%).

جدول رقم (5)
نتائج تحليل الانحدار المتعدد

النموذج الثاني: المتغير التابع دورة تحويل النقد	
المتغيرات المستقلة	**المعامل Coefficient**
الثابت (Intercept)	[a]881.690 [b](.000)
حجم مجلس الإدارة (BS)	1.739 (.823)
استقلالية مجلس الإدارة (BI)	.265 (.998)
وجود لجنة تدقيق (AC)	52.114 (.114)
الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (CD)	-62.923 (.103)
حجم الشركة (FS)	-96.225 (.000)
نسبة الدين(DR)	-46.418 (.390)
النمو في المبيعات(SG)	-77.603 (.019)
العائد على الأصول(ROA)	-13.301 (.929)
Adjusted R^2	**%15**
F-Statistic	**4.155** **(.000)**

a تشير إلى (regression coeffecient); b تشير إلى (p-value)

أما من حيث الأهمية النسبية للمتغيرات المستقلة المستخدمة لقياس الحاكمية المؤسسية وتأثيرها على دورة تحصيل النقد، فيلاحظ من الجدول (5) أنه لا توجد علاقات مهمة إحصائيا بين هذه المتغيرات وبين دورة تحويل النقد.

وبناء على هذه النتائج يتم رفض جميع الفرضيات المتعلقة بالمتغير التابع دورة تحويل النقد، وهذه الفرضيات هي: الثانية والرابعة والسادسة والثامنة، وقد يكون مرد ذلك ليس عدم أهمية حاكمية الشركات بل وجود تشابه كبير بين الشركات في

المؤشرات الإحصائية التي تعبر عن هذه المتغيرات، على سبيل المثال فقد تبين من الاحصاء الوصفي أن هناك استقلالية عالية للغالبية العظمى من مجالس إدارات الشركات المبحوثة، وأن هناك عدداً قليلاً من الشركات التي لم يتم فيها الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، بمعنى آخر أن التباينات بين الشركات في هذه المتغيرات كانت قليلة إلى حد كبير.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فتشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين كل من حجم الشركة والنمو في المبيعات من جهة ودورة تحصيل النقد من جهة أخرى عند مستوى1% و 5% على التوالي.

خلاصة الدراسة وأهم توصياتها

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية على كفاءة إدارة رأس المال العامل لعينة تكونت من (49) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان للفترة 2011-2013، وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ووجود لجنة تدقيق، أما كفاءة إدارة رأس المال العامل فقد تم قياسها باستخدام متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، ودورة تحويل النقد، كذلك تم استخدام حجم الشركة ونسبة الدين ونسبة النمو في المبيعات والعائد على الأصول كمتغيرات ضابطة، ولتحقيق أهداف الدراسة، تم الحصول على البيانات المطلوبة من التقارير السنوية للشركات المبحوثة ومن دليل الشركات المساهمة المتاح على موقع بورصة عمان، حيث تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وقد أشارت نتائج التحليل إلى وجود علاقة سلبية بين الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة ومتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، مما يعني أن الفصل بين المنصبين يحسن من كفاءة إدارة رأس المال العامل، ويمكن تفسير ذلك بأن هذا الفصل يساهم بأن يقوم كل من رئيس مجلس الادارة والمدير التنفيذي بالمهام الموكلة اليه وبذلك يقل التضارب في المصالح والذي بدوره ينعكس بشكل إيجابي على كفاءة إدارة الذمم المدينة. أما فيما يتعلق بمتغيرات الحاكمية الأخرى (حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة ووجود لجنة تدقيق)، فقد أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين هذه المتغيرات وبين كفاءة إدارة رأس المال العامل.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد وجدت الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من حجم الشركة ونسبة النمو في المبيعات والعائد على الأصول وبين متوسط فترة التحصيل، ووجود علاقة سلبية بين كل من حجم الشركة ونسبة النمو في المبيعات ودورة تحويل النقد، وهذه النتائج تشير إلى تمتع الشركات الكبيرة والشركات ذات الربحية الجيدة بكفاءة أعلى في إدارة رأس مالها العامل. كذلك مع ازدياد نسبة النمو في المبيعات يزيد اهتمام الشركة برأس المال العامل وهذا متوقع، فالشركة تحاول أن تستفيد من النقد لشراء المواد الاولية وتصنيع كميات أكبر، وذلك بقيامها بتسريع تحصيل الذمم المدينة، وإطالة فترة السداد قدر المستطاع، مما يقلل من دورة تحصيل النقد، وهذا بدوره يزيد من كفاءة رأس المال العامل.

وبناءً على النتائج التي تم التوصل اليها، أوصت الدراسة بضرورة وجود تشريعات تلزم الشركات الصناعية الأردنية بالمزيد من الامتثال في تطبيق قواعد الحاكمية، فقد اشارت المعلومات الوصفية المتعلقة بشركات العينة بأن ما نسبته 15.6% من الشركات يتم فيها الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، كذلك توصي الدراسة بإيلاء المزيد من الاهتمام عند تشكيل لجان التدقيق، بأن يتوفر لدى أعضائها خبرة ومعرفة جيدة في الأمور المالية والمحاسبية، وبالاضافة الى إجراء المزيد من الدراسات الأردنية التي تأخذ بعين الاعتبار الجوانب والمتغيرات التي لم تتطرق اليها هذه الدراسة.

المراجع

المراجع العربية

التميمي، ارشد فؤاد، والقيسي، أحمد فارس،(2012)،أثر الأدوات الداخلية لحاكمية الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، ***مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية***، 19(73)، ص.ص 166-182.

هيئة الأوراق المالية،(2008)، ***دليل قواعد حاكمية الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان*** من الإنترنت .http://www.sdc.com.jo

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

Tamimi, A. F., and Al-Qaisi, A. F. “The Impact of Internal Corporate Governance Instruments on Working Capital and Its Influences on Economic Value Added: An Empirical Study on a sample of listed on the Amman Stock Exchange companies”. ***Journal of Economic and Administrative Sciences***, 19(73):166-182.

Jordan Security Commission. 2008. "Corporate Governance Code for corporations listed on ASE".Available: ***http://www.sdc.com.jo***.

المراجع الاجنبية

Achchuthan, S., and Kajananthan, R. (2013), "Corporate Governance practices and Working Capital Management Efficiency: Special Reference to Listed Manufacturing companies in SriLanka". ***Journal of Finance and Accounting***, 4(3) : 216-226.

Aghajari M., Mousavi S., and Mohammadipour R. (2015), “Examining the Effect of Corporate Governance Mechanisms on Working Capital Management Efficiency of Corporations Accepted In Tehran Stock Exchange”. ***International Journal of Review in Life Sciences***, 5(8): 63-73.

Bagchi, B., and Khamrui, B. (2012), "Relationship between Working Capital Management and Profitability, A study of Selected FMGG Companies in India". ***Business and Economic Journal***: 1-11.

Besley, S., and Brigham, E. (2008), Essentials of Managerial Finance 14th ed. Thomson South-Western.

Fama, E., & Jensen, M. 1983. "Separation of Ownership and Control". ***Journal of Law & Economics***, 26:301-326.

Fanta, A., Kemal, K., and Waka, Y. (2013), "Corporate Governance and Impact on Bank Performance". ***Journal of Finance and Accounting***, 1(1): 19-26.

Faradonbeh H., and Dolatabadi H. (2015), “The Impact of Corporate Governance on the Current Assets Management of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange". ***Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences***, 5(1): 1742-1751.

Filbeck, G., and Krueger, T. (2005), "An Analysis of Working Capital Management Results across Industries". ***American Journal of Business***, 20: 11 – 20.

Ganesan, V. (2007), "Analysis of Working Capital Management Efficiency in Telecommunication Equipment Industry". ***River Academic Journal,*** 3: 1-10.

Gill, A. (2011), "Factors that Influence Working Capital Requirements in Canada". ***Economics and Finance Review***, 1(3): 30-40.

Gill, A., and Biger, N. (2013), "The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency of American Manufacturing Firms". ***Managerial Finance***, 39(2): 116-132.

Gill, A., and Mathur, N. (2011), "The Impact of Board Size, CEO Duality, and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms". ***Journal of Applied Finance and Banking***, 1(3): 83-95.

Gill, A., and Shah, C. (2012), "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada". ***International Journal of Economics and Finance***, 4(1): 70-9.

Gitman, L. (2009), ***Principles of Managerial Finance*** 12th

ed.. Boston, MA: Pearson Prentice Hall.

Horne, J., and Wachowicz, J. (2008), ***Fundamentals of Financial Management***. 13th ed.London: Prentice Hall.

IFAC. (2009), International Good Practice Guidance: Evaluating and Improving Governance in Organizations. Retreived from: ***http://www.ifac.org.***

Jamalinesari, S., and Soheili H. (2015), "The Relationship between the Efficiency of Working Capital Management Companies and Corporate Rule in Tehran Stock Exchange". ***Procedia - Social and Behavioral Sciences***. 205: 499 – 504.

Jeng-Ren, C., Li C., and W. Han-Wen. (2006), "The Determinants of Working Capital Management". ***Journal of American Academy of Business***, 10(1): 149-155.

Jensen, M.(1986). "Agency Costs of the Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". ***American Economic Review***, 76: 323–329.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". ***Journal of Financial Economics***, 3: 305-360.

Jensen, M. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems". ***Journal of Finance***, 48: 831—880.

Kamau, M., and Basweti, A. (2013), "The Relationship between Corporate Governance and Working Capital Management Efficiency of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange". ***Research Journal of Financing and Accounting***, 4(19): 2222-2847.

Kenny, G. (2005), ***Strategic Planning and Performance Management: Develop and Measure a Winning Strategy***. Oxford: Elsevier Butterwoth-Heinemann.

Kyereboah, A. (2007), "Corporate Governance and Firm Performance in Africa: a Dynamic Panel Data Analysis". ***Paper Presented at the International Conference on Corporate Governance in Emerging Market***, Sabanci University, Istanbul, Turkey, November.

Lipton, M., and Lorsch, W. (1992). "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance". ***Business Lawyer***, 48: 59-77.

Nakamura, W. T., and Palombini, N. V. N. (2012), "The Determinant factors of working capital management in the Brazilian Market". Retrieved from http://www.scielo. br/scielo. php?script= sci_arttext&pid= S0034-75902012000100005&lng=en&nrm=iso. Vol. 52, p.p. 55-69.

OECD. (2004), "Principles of Corporate Governance". Retrieved from: *Http://www.oecd.org*.

OECD. (2015), "Principles of Corporate Governance", Retrieved from: Http://www.oecd.org.

Palombini, N., and Nakamura, W. (2012), "Key Factors in Working Capital Management in the Brazilian Market". ***Revista de Administration de Empesas***, 52(1): 55.

Raheman, A., and Nasr, M. (2007), "Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms". ***International Review of Business Research Papers,*** 3(1): 279-300.

Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., and Bodla, M. A. (2010), "Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan". ***Informational Research Journal of Finance and Economics,*** 47: 152-163.

Singh, H., Kumar, S., and Colombage, S. (2017), "Working Capital Management and Firm Profitability: A Meta-Analysis". ***Qualitative Research in Financial Markets***, 9(1): 34-47.

Uyar, A. (2009), "The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey". ***International Research Journal of Finance and Economics,*** 24: 1450-2887.

Wasiuzzaman, S., and Arumugam, V. (2013), "Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian PublicListed Firms". ***Australasian Accounting Business and Finance Journal and***

Authors, 7(2): 49-70.

Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors". ***Journal of Financial Economics***, 40: 185-211.

Zhang, L. (2007), "Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002". ***Journal of Accounting & Economics***, 44(1/2): 74-115.

Impact of Corporate Governance on the Efficiency of Working Capital Management of Manufacturing Firms Listed in Amman Stock Exchange

**** Mishiel Said Suwaidan [1], Rasmi Jameel Megbel [2], Rawan Hakam Atwa [3]***

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the impact of corporate governance on the efficiency of working capital management. The sample included 49 manufacturing companies listed in Amman Stock Exchange (ASE) for the period (2011-2013). Corporate governance was measured by: board size, board independence, CEO duality and audit committee. On the other hand, the working capital management efficiency was measured by: average collection period and cash conversion cycle. In addition, firm size, sales growth, debt ratio and return on assets were used as control variables. Data related to the variables examined in this study was collected from the companies' annual reports and from the website of ASE. Ordinary Least Square (OLS) method was used to conduct this study. The results showed a highly significant positive relationship between CEO duality and average collection period, which means that the separation between CEO and the chairman of the board increases the efficiency of account receivable. The study recommends to have legislations in place in order to ensure complete compliance of all companies with corporate governance initiatives. It also recommends paying more attention when forming audit committees to have members with relevant experience in finance and accounting and conducting more studies on the subject that take into consideration new variables which were not examined in the current study.

Keywords: Corporate governance, Efficiency of working capital management, Amman Stock Exchange.

[1] Professor, Department of Accounting, Faculty of Business, Al-Ahliyya Amman University, Amman, Jordan, msuwaidan@ammanu.edu.jo

[2] rasmimegbel@yahoo.com

[3]Lecturer, Department of Accounting, Department of Economics and Administrative Sciences, Yarmouk University, Irbid/ Jordan, rawan@yu.edu.jo

Received on 29/10/2016 and Accepted for Publication on 29/10/2017.