

العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركة: دليل من البحرين

علام محمد موسى حمدان*

ملخص

تستند هذه الدراسة لنظرية "الإشراف" في تفسيرها للعلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات البحرينية، فقد استعانت الدراسة بالبيانات الطولية من (42) شركة مدرجة في بورصة البحرين للفترة (2009-2013)، وباستخدام مجموعة من أساليب الاقتصاد القياسي: أسلوب التأثيرات الثابتة، وطريقة المربعات الصغرى على مرحلتين، وطريقة العزوم العامة. وذلك؛ بهدف التغلب على مشكلات القياس المختلفة في هذه العلاقة. توصلت الدراسة الى وجود تأثير عكسي لاستقلالية مجلس الإدارة في أداء الشركات؛ الذي تم قياسه بثلاثة نماذج مختلفة هي: مؤشر "توبن"، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الملكية. وعليه؛ فإن المدراء الداخليين هم الأجدر بإدارة الشركة للوصول بها لأفضل مستويات الأداء، فمع وجود المدراء المستقلين تزيد مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما أن نقص خبرتهم في تفاصيل العمل التشغيلي للشركة تحد من قدرتهم على تحسين أدائها.

الكلمات الدالة: استقلال مجلس الإدارة، أداء الشركات؛ بورصة البحرين، نظرية الإشراف، نظرية الوكالة.

المقدمة

من القوانين والتشريعات التي تعمل على حماية المستثمرين في الولايات المتحدة الأمريكية من تأثير أعضاء مجلس الإدارة المعبرين عن الأغلبية المالكة للشركة على اتخاذ القرارات، والتي ربما لا تكون في صالح المستثمرين الصغار. (Hermalin and Weisbach, 2003 & 2010). بينما في الأسواق الناشئة والتي لا تتمتع بالقدر الكافي من القوانين والتشريعات المنظمة للأسواق المالية، مع غياب للمؤسسات الحامية لحقوق المستثمرين فإن معظم الدراسات التي أجريت في هذه الأسواق قد وجدت تأثيراً إيجابياً لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركة. (Liu et al., 2015; Ferreira and Matos, 2008; Klapper and Love, 2004; McCahery et al., 2010). وقد قدم الباحثون عدة تفسيرات لهذه النتائج المتعارضة بين البيئة الأمريكية وغيرها، منها: وجود اختلاف في آليات الحوكمة الداخلية والخارجية، مثل مراقبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (الخارجيين) للشركة هو أكثر أهمية في الدول النامية نتيجة لضعف المؤسسات القانونية والتشريعات الحامية للمستثمرين، بينما أشارت العديد من الدراسات إلى أن الشركات الأمريكية

وجدت العلاقة بين هيكل مجلس إدارة الشركة وأدائها صدىً واسعاً في الدراسات الحديثة في مالية الشركات، وعلى الرغم من أن معظم هذه الدراسات لم تتوصل لدليل قاطع حول حتمية تأثير تركيبة مجلس الإدارة في أداء الشركة، إلا إن هذا النقص في أدلة العلاقة السببية بين المتغيرين لا يعني بالضرورة عدم وجود ذلك التأثير المهم، والذي ربما يختلف باختلاف ظروف الشركة التشغيلية والبيئية (Linck et al., 2008; Wintoki et al., 2012). فقد وجدت الدراسات التي أجريت في غير بيئة الولايات المتحدة الأمريكية علاقة طردية بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وأداء الشركة، بينما الدراسات الأخرى التي استندت لبيانات البيئة الأمريكية لم تجد هذه العلاقة المفترضة. يعزى ذلك؛ إلى وجود منظومة

*أستاذ مشارك، رئيس قسم المحاسبة والاقتصاد، كلية العلوم الإدارية والمالية، الجامعة الأهلية - مملكة البحرين.

allamh3@hotmail.com

تاريخ استلام البحث 2015/7/26 وتاريخ قبوله 2015/12/27.

بطريقة علمية؛ فقد تم تنظيم ما تبقى منها على النحو الآتي: يهتم القسم الثاني بمراجعة الأدبيات والدراسات السابقة وصولاً إلى تطوير فرضيات الدراسة. أما القسم الثالث من الدراسة؛ فإنه يهدف إلى وضع منهجية الدراسة من خلال: تحديد عينة الدراسة، ونموذجها الأساسي، وطريقة قياس متغيراتها. ويهدف القسم الرابع إلى إجراء دراسة وصفية أولية ومتقدمة للعلاقة بين متغيرات الدراسة، أما القسم الخامس فإنه يحلل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض. ويعرض القسم الأخير: النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية، بالإضافة إلى محددات الدراسة.

مراجعة أدبيات الدراسة وتطوير الفرضيات:

تباينت الدراسات السابقة حول مدى تأثير تركيبة مجلس الإدارة في أداء الشركات؛ تبعاً لمدى التقدم في البيئة القانونية والتشريعية الهادفة إلى حماية المستثمرين وذوي المصالح في الشركة، فضلاً عن عوامل أخرى كاختلاف العينة، والمنهجية المستخدمة. ويمكننا هنا التمييز بين اتجاهين في الدراسات السابقة:

الاتجاه الأول: عدم وجود تأثير لاستقلالية أعضاء

مجلس الإدارة في أداء الشركات:

تبنت العديد من الدراسات عدم وجود تأثير لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات؛ فقد أجرت دراسة (Hermalin and Weisbach, 2003) إستقصاءاً للدراسات التي اختبرت العلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة وأداء الشركة في الولايات المتحدة الأمريكية، واستنتجت عدم وجود تأثير لتركيبية أعضاء مجلس الإدارة -وتشمل استقلالية الأعضاء- في أداء الشركات. فبعض هذه الدراسات التي استندت للمقياس المحاسبي للأداء (MacAvoy et al, 1983; Hermalin and Weisbach, 1991; Mehran, 1995; Klein, 2001; Bhagat and Blak, 1998; والأخرى التي استندت لمقياس "توبين" (Morck et al, Tobin's Q) (1988) لم تجد تأثيراً لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات. واستنتجت هذه الدراسات أن المشرعين والأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية تبنا استقلالية مجلس الإدارة كعنصر أساسي في حوكمة

تشهد هيمنة لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين منذ وقت طويل؛ ففي دراسة Cicero et al., 2013 أن نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في الفترة (1991) وحتى (2003) كانت تتراوح بين (63%) إلى (71%) على التوالي. إن ترسخ ثقافة الاستقلالية في مجلس الإدارة في الشركات الأمريكية، وثباته لفترة طويلة، جعل من الصعب إثبات هذه العلاقة احصائياً في البيئة الأمريكية لعدم وجود تباين في بيانات الشركات. إن طبيعة الاقتصاد الأمريكي، وما أحدثه السوق من توازن بين الأطراف المختلفة ذات المصلحة بالشركة، جعلت استقلالية أعضاء مجلس الإدارة أمرٌ بديهي في اقتصادٍ متقدم يمتلك من الأدوات القانونية والتشريعية ما أهله لتجاوز هذه العلاقة.

أما في الدول الأخرى؛ فقد أطرت الكثير من الدراسات هذه العلاقة الإيجابية بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وتحسين أداء الشركات في الهند (Black and Khanna, 2007)، والمملكة المتحدة (Dahya and McConnell, 2007)، وكوريا الجنوبية (Black and Kim, 2012)، والكويت (حمدان وآخرون، 2013). أما في الشركات البحرينية -مجتمع هذه الدراسة- واحدى الأسواق الناشئة، والتي سعت في الفترة الأخيرة إلى منظومة من القوانين التي تهدف إلى حماية المستثمرين؛ فإن الدراسة الحالية تسعى إلى دراسة تأثير استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات المساهمة العامة البحرينية، إن دراستنا هذه؛ تقدم دليلاً تجريبياً يضاف للأدب الاقتصادي حول هذه العلاقة من إحدى الأسواق الناشئة، والتي تسعى لأن تجد لها مكاناً اقليمياً متميزاً في جذب الاستثمارات، بعد أن أصبح يُنظر إليها كمركز مالي متقدم استفادت من تحويلات النفط والعمالة، وجذبت إليها كبرى الشركات العالمية. وعليه؛ فإن هذه الدراسة تسعى إلى إلقاء الضوء على أهمية استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في الشركات البحرينية في تحسين الأداء لتلك الشركات، وهو ما سيساهم في النقاش الدائر في الوسطين الأكاديمي والمهني في البحرين حول أفضل ممارسات حوكمة الشركات وتأثيراتها المختلفة في أداء الشركات والاقتصاد الوطني ككل.

هذا؛ وتحقيقاً لأهداف هذه الدراسة، ومعالجة مشكلتها

هؤلاء الأعضاء، مما ينتج عنه اختيار أعضاء من ذوي المصلحة معهم (Coles et al., 2010; Weisbach, 1998). علاوة على ذلك؛ فإن التعيينات المتعددة للمدراء في أكثر من شركة، يقود إلى ظاهرة "المدراء المشغولين" (busy directors) من وجهة نظر حملة الأسهم؛ إذ لا يستطيع هؤلاء المدراء تخصيص الوقت الكافي لخدمة كل شركة، مما يؤدي إلى احجام المستثمرين عن الاستثمار في تلك الشركات التي تشمل في مجلس إدارتها عدد كبير من المدراء المستقلين¹ (Fich and Shivdasani, 2006). علاوة على ذلك؛ فإن هناك أدلة تجريبية على أن بعض أنواع المدراء المستقلين يعملون لصالح الشركة الأم التي ينتمون إليها على حساب الشركة الموظفة لهم للعمل كأعضاء مجلس إدارة مستقلين؛ فقد بينت دراسة (Dittmann et al., 2010) أن حجم الممثلين للشركات المالية في مجلس الإدارة يرتبط بمستوى أعلى من الديون لهذه الشركة، نظراً لعمل هؤلاء المدراء لصالح شركاتهم المالية بغض النظر عن مصلحة الشركة المستضيفة. وفي النهاية؛ فإن المدراء يختارون العمل في الشركات الأخرى التي تزيد من منافعهم الخاصة، وبغض النظر عن قيمة الشركة (Fahlenbrach et al., 2010a).

إستناداً للنظريات السابقة والتي تفسر عدم وجود تأثير لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركة؛ فإن الدراسة الحالية تقترح الفرضية العدمية الآتية في البحرين: "لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات البحرينية المدرجة في بورصة البحرين".

الاتجاه الثاني: وجود تأثير لاستقلالية أعضاء

مجلس الإدارة في أداء الشركات:

إنطلاقاً من "نظرية الوكالة" فإنه لتخفيض تكلفة الوكالة يجب أن يشمل مجلس الإدارة على نسبة كبيرة من

الشركات، والزمتم بوجود عدد كبير من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة. كذلك؛ وقد بينت عدة دراسات (Duchin et al., 2010; Linck et al., 2008) أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة أكثر فاعلية في الشركات التي تتمتع أكثر بالافصاح عن المعلومات، وتلك التي تتمتع بتكاليف مراقبة أقل.

هناك منحى آخر في الأدب يهدف إلى تفسير عدم وجود علاقة بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وأداء الشركة، وهو يقوم على "نظرية الإشراف" (Stewardship theory)، وهي النظرية المقابلة لنظرية الوكالة (Agency theory)، وتقوم على افتراض أن المدراء الداخليين جديري بالنقطة لإدارة الشركة والمحافظة على مصادرها بما يحقق لها أعلى مستويات الأداء وبما يخدم مصلحة حاملي الأسهم (Donaldson, 1990; Donaldson and Davis, 1991, 1994)، وهي على النقيض من نظرية الوكالة ترى أن السيطرة تكون مركزية في أيدي مدراء الشركة (Dalton et al, 1998). وبناء على هذه النظرية؛ فقد وجدت العديد من الدراسات علاقة طردية بين نسبة المدراء الداخليين وتوفر المعلومات التي تساهم في ترشيد اتخاذ القرارات داخل الشركة (Baysinger and Hoskisson, 1991)؛ فالمدراء من داخل الشركة هم الأعم بطرفها من غيرهم، وهم بالتالي الأقدر على اتخاذ قرارات تساهم في تحسين مستويات الأداء فيها. وقد وجدت عدة دراسات وجود علاقة طردية بين المدراء الداخليين وأداء الشركة (Kenser, 1987)، ولاحظت عدة دراسات (Baysinger et al., 1991; Hill and Snell, 1988) وجود علاقة بين المدراء الداخليين و الإنفاق على البحث والتطوير ، ولم تجد أخرى (Chaganti, Mahajan, and Sharma, 1985; Daily and Dalton, 1992, 1993; Kesner, Victor, and Lamont, 1986; Schmidt, 1975; Zahra and Pearce, 1989). العلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة - ومنها استقلالية الأعضاء - وأداء الشركات. حتى أن بعض الدراسات قد شككت في استقلالية الاعضاء من خارج الشركة؛ نظراً لتأثير المدراء التنفيذيين في اختيار

¹تُغلب القانون البحريني على هذه الظاهرة بوضع حد أعلى لعدد مجالس الادارة في الشركات المختلفة التي يمكن للمدير المستقل العمل بها في آن واحد، وهي ثلاثة مجالس إدارة. يمكنك مراجعة: Commercial Companies Law (2001) State of Bahrain.

المستثمرين، وقد تم تأكيد هذه النتائج من خلال عدة دراسات تالية كدراسة (Aggarwal et al. (2009) ودراسة (Bruno and Claessens (2010). في مكانٍ آخر؛ تبين أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة ترتبط بعلاقة طردية مع الإفصاح الطوعي للمعلومات (Al Maskati and Hamdan, 2015) مما يزيد من شفافية المعلومات المحاسبية، ويخفض من عدم تماثل البيانات المقدمة للمستثمرين. وقد أشارت دراسة (Ferris et al., (2003 إلى أن المدراء المستقلين يعكسون مراقبة أكبر على أداء الشركة من المدراء الداخليين، كما أنهم يجلبون معهم الخبرة للشركة، ويزودون الشركة بمعرفة مباشرة، ومعلومات نادرة من الصعب الحصول عليها من مكانٍ آخر (Balsmeier et al., (2014؛ نظراً لخبرتهم الفريدة التي جلبوها معهم من شركاتهم الأم، إذ يصبحون مستشارين مهمين في اتخاذ القرارات الاستراتيجية (Kor and Sundaramurthy, (2007; Adams and Ferreira, 2009؛ فالشركات التي يرتبط أعضاء مجلس الإدارة فيها بشركات أخرى - أي مستقلين - تتميز بأداء تشغيلي، وأداء أسهم أفضل إذا ما قورنت بتلك الشركات التي لم يرتبط أعضاء مجلس الإدارة فيها بشركاتٍ أخرى (Masulis and Mobbs, (2011. فهناك جدل واسع في الأدب الإداري حول حاجة الشركات ذات العمليات المعقدة للخبرات الاستشارية من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، نظراً لخبرتهم الواسعة التي يمكنهم نقلها من شركاتهم الأم (Linck et al., 2008; Boone et al., 2007; Coles et al., 2008, 2012). وهذا ما تم تأكيده من قبل دراسة (Kor and Sundaramurthy, (2009 التي بينت أن الخبرة المتخصصة لأعضاء مجلس الإدارة من خارج الشركة - المستقلين - ترتبط طردياً بنسبة النمو في المبيعات. كما ان هناك دوراً مهماً لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين في التأثير على سياسة توزيع الأرباح خاصة في الشركات العائلية (Atmaja, 2010).
إستناداً لنظرية الوكالة، ومجموعة الدراسات السابقة التي أطرت لوجود علاقة إيجابية بين استقلالية أعضاء

الأعضاء المستقلين؛ فاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة تساهم في تخفيض تكلفة الوكالة حسب ما أشارت دراسة (Mobbs, 2013)، نظراً للحد من الصراعات التي تحدث بين المدراء وحملة الأسهم، وكذلك لإرتباطها بجودة معلومات مرتفعة (Rutherford and Buchholtz, (2007. إذ أن مجلس الإدارة الذي يشمل نسبة كبيرة من الأعضاء المستقلين يكون أكثر موضوعية، وأكثر قدرة على المراقبة واتخاذ القرارات (Fama and Jensen (1983، والتدخل عندما يتصرف المدراء بانتهازية (Post et al., 2011). إن الاختلاف بين أعضاء مجلس الإدارة من داخل الشركة، ومن خارجها ينسحب أيضاً على طابع رؤيتهم الاستراتيجية؛ فبينما يهتم الأعضاء من داخل الشركة بالأداء الاقتصادي قصير الأجل، يهتم الأعضاء من خارج الشركة بالأداء طويل الأمد وبالقضايا البيئية والاجتماعية (Johnson and Greening, 1999)، ولذا فقد وجدت دراسة (Shaukat et al., (2015 علاقة طردية بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وأداء الشركة المتعلق بالبيئة والمجتمع.

ظهرت العلاقة جلية بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وأداء الشركات في البلدان التي لا يتوفر فيها منظومة من القوانين التي تحمي مصالح المستثمرين وأصحاب العلاقة بالشركة. ففي الصين إحدى الأسواق الناشئة والتي بدأت بالاستغناء حديثاً عن الإدارة الحكومية للشركات؛ استهدفت دراسة (Liu et al., (2015 استطلاع تأثير استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في ستة عشر ألف شركة مدرجة في بورصة "شنغهاي" وقد وجدت -عبر استخدام عدة طرق احصائية- وجود تأثير طردي لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات؛ فهذه الاستقلالية تعمل كبدل عن القوانين والتشريعات في حماية حقوق أصحاب المصالح في الشركات، وتساهم في تحسين مستوى أدائها. وقد قدمت دراسة (Dahya et al., (2008 دليلاً تجريبياً من اثنين وعشرين دولة غير الولايات المتحدة، بينت فيها وجود علاقة طردية ومهمة احصائياً بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وأداء الشركات في الدول ذات المستويات الأقل من حماية

نموذج الدراسة وأساليب قياس المتغيرات:

تبحث الدراسة في تأثير استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات في بورصة البحرين. وعليه؛ فقد طورت الدراسة نموذجها استناداً لمجموعة من المتغيرات المستقلة التي تمثل استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، ومجموعة من المتغيرات التابعة التي تمثل أداء الشركات، مع إضافة جملة من المتغيرات الضابطة؛ والتي تتعلق بخصائص الشركة والسوق المالي. وقد ظهر الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة في الجدول رقم (2).

قياس أداء الشركة:

استندت الدراسة في قياسها لأداء الشركة إلى مقياسين محاسبين هما: معدل العائد على الأصول (Return on Assets ROA)، وهو مقياس تشغيلي، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وهو مقياس مالي. وآخر مقياس معتمد على السوق هو: مؤشر "توبن" (Tobin's Q). وقد تم احتساب معدل العائد على الأصول/الملكية من خلال قسمة صافي الدخل التشغيلي قبل البنود غير العادية على مجموع الأصول/الملكية (Liu, Miletkov, Wei, & Yang, 2015)، بينما لحساب مؤشر (Tobin's Q) تم استخدام المعادلة المبسطة من خلال قسمة القيمة السوقية للملكية بالإضافة إلى الالتزامات قصيرة الأجل على القيمة الدفترية لمجموع الأصول (Khamis et al., 2015a). وقد تم الاستعانة بمقياسين مختلفين للأداء نظراً لما اثارته الدراسات السابقة من اختلاف في النتائج تبعاً للمقاييس المستخدم للأداء. يعرض الجدول رقم (2) ملخصاً لمتغيرات الدراسة، وفي الجزء (أ) يعرض الإحصاء الوصفي لمقاييس الأداء في الشركات البحرينية للفترة (2009-2013). ومنه يُلاحظ أن متوسط مؤشر "توبن" خلال فترة الدراسة كان يزيد عن الواحد صحيح، وهو مؤشر جيد؛ يشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركات البحرينية، أما معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الملكية فقد كانت قيمها متقاربة، ولكن بانحراف معياري مختلف.

مجلس الإدارة وأداء الشركات؛ فإن دراستنا قامت بتطوير الفرضية البديلة التالية حول تأثير استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات المدرجة في بورصة البحرين:

"يوجد تأثير موجب، ذو دلالة إحصائية لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات البحرينية المدرجة في بورصة البحرين".

منهجية الدراسة:**أسس اختيار عينة الدراسة:**

بدأت الدراسة بتجميع البيانات من جميع الشركات المدرجة في بورصة البحرين لفترة خمسة سنوات من عام (2009-2013). وقد تم تلخيص بيانات كل من: مؤشرات الأداء، وأسعار الأسهم، وتركيبية مجلس الإدارة، وهيكل الملكية من قاعدة بيانات بورصة البحرين. وبعد أن تم استبعاد الشركات التي لم تتوفر لها البيانات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة، والأخرى التي لها قيم متطرفة؛ لتنتهي الدراسة بعينة مكونة من 42 شركة تمثل 87.5% من الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة، وهو ما يلخصه الجدول رقم (1).

جدول (1)**عينة الدراسة**

القطاع	الشركات المدرجة	الشركات المستثناة	عينة الدراسة
البنوك	8	0	8
الاستثمار	12	0	12
التأمين	5	0	5
الخدمات	9	0	9
الصناعة	3	0	3
السياحة والفندقة	5	0	5
الشركات غير البحرينية	4	4	0
الشركات المغلقة	2	2	0
المجموع	48	6	42

جدول (2)
ملخص متغيرات الدراسة

أقل قيمة	أكبر قيمة	الإنحراف المعياري	الوسط الحسابي	عدد المشاهدات	المتغيرات	
Minimum	Maximum	Std. Deviation	Mean	Obs		
						الجزء (أ) مقاييس الأداء:
0.201	2.336	0.374	1.024	210	Tobin's Q	مؤشر "توبين"
-45.400	24.340	9.749	3.782	210	ROA	معدل العائد على الأصول
-300.030	38.670	31.357	3.713	210	ROE	معدل العائد على حقوق الملكية
						الجزء (ب) استقلالية مجلس الإدارة:
0.000	0.667	0.196	0.206	210	%_Ind	نسبة الأعضاء المستقلين
						مستويات الاستقلالية:
0.000	1.000	0.351	0.143	210	Ind_1	وجود عضو واحد مستقل
0.000	1.000	0.453	0.286	210	Ind_2	وجود عضوين مستقلين
0.000	1.000	0.325	0.119	210	Ind_3	وجود ثلاثة أعضاء مستقلين
0.000	1.000	0.153	0.024	210	Ind_4	وجود أربعة أعضاء مستقلين
0.000	1.000	0.325	0.119	210	Ind_5	وجود خمسة أعضاء مستقلين
0.000	1.000	0.463	0.690	210	indepDV	الاستقلالية كمتغير وهمي
						الجزء (ت) المتغيرات الضابطة:
						أولاً: متغيرات هيكل الملكية
0.000	74.230	0.234	0.567	210	ConcOwnership	نسبة تركيز الملكية
0.000	94.510	27.340	28.298	210	ForeOwnership	نسبة الملكية الأجنبية
0.000	94.510	28.249	49.358	210	InstitOwnership	نسبة الملكية المؤسسية
						ثانياً: تكاليف المراقبة
0.000	74.230	9.736	4.390	210	Share Turnover	معدل دوران السهم
-1.000	1.221	0.310	-0.046	210	SalesGrowth	نسبة نمو المبيعات
						ثالثاً: أخرى:
4,518	12,344,488	2,281,899	980,703	210	FirmSize	حجم الشركة (بالآلاف)
1.000	54.000	12.576	25.560	210	FirmAge	عمر الشركة
0.000	0.934	0.297	0.417	210	Leverage	الرافعة المالية
4.000	13.000	2.078	8.714	210	BoardSize	حجم مجلس الإدارة
0.000	1.000	0.258	0.929	210	Duality	ازدواجية المناصب

جدول (3)

ملخص متغيرات الدراسة المنفصلة

جميع الشركات		الشركات التي لم تحقق الشرط		الشركات التي حققت الشرط		متغيرات استقلالية مجلس الإدارة	
		Frequency of 0's		Frequency of 1's			
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد		
Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency		
100	210	86	180	14	30	Ind_1	وجود عضو واحد مستقل
100	210	71	150	29	60	Ind_2	وجود عضوين مستقلين
100	210	88	185	12	25	Ind_3	وجود ثلاثة أعضاء مستقلين
100	210	98	205	2	5	Ind_4	وجود أربعة أعضاء مستقلين
100	210	88	185	12	25	Ind_5	وجود خمسة أعضاء مستقلين
100	210	31	65	69	145	indepDV	الاستقلالية كمتغير وهمي

إذا كانت الشركة تمتلك عضواً مستقلاً واحداً، وبصفر لغير ذلك للمتغير (Ind_d1) وكذلك الأمر إذا كانت الشركة تمتلك عضوين مستقلين في مجلس الإدارة (Ind_d2)، وثلاثة أعضاء مستقلين (Ind_d3)، وأربعة أعضاء مستقلين (Ind_d4)، واستخدم المتغير (Ind-d5) للشركات التي تمتلك خمسة أعضاء أو أكثر مستقلين في مجلس الإدارة. وللحصول على قياس موسع للاستقلالية فإننا قمنا بإضافة متغيرين لإلتقاط الاستقلالية؛ الأول هو نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، والثاني هو متغير وهمي (dummy variable) بحيث تم التعبير بواحد إذا كانت الشركة لديها على الأقل عضو واحد مستقل من أعضاء مجلس الإدارة، وبصفر إذا كان مجلس الإدارة لا يوجد به أعضاء مستقلين. يُبين الجزء (ب) من الجدول رقم (2) أن نسبة الأعضاء المستقلين في الشركات البحرينية هي تزيد عن (20%)، بينما في أفضل الشركات كان هناك ما يزيد عن ثلثي مجلس الإدارة من المستقلين، في حين بعض الشركات لم يكن لديها أي من الأعضاء المستقلين. وبمقارنة مع بيانات أخرى؛ بينت دراسة Liu et al, (2015) أن متوسط نسبة الأعضاء المستقلين في الشركات الصينية بلغ (30%) تقريباً. وعلى أية حال؛ فقد بين الجدول رقم (2) كذلك أن غالبية الشركات البحرينية لديها اثنين من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، وهذا ما بينه كذلك الجدول رقم (3) من أن (29%) من الشركات

قياس تركيبة مجلس الإدارة:

أُسْتُخِذَتْ نسبة المدراء المستقلين في مجلس الإدارة لقياس مدى استقلاليته، وللحكم على مدى استقلال عضو مجلس الإدارة اتبعنا لائحة حوكمة الشركات في البحرين، والتي وضعت شروطاً لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، ومنها: ألا يكون موظفاً في الشركة، ألا يمتلك بشكل مباشر أو غير مباشر - لأكثر من 10% من أسهم الشركة، ألا يكون عضو مجلس الإدارة قد شغل منصباً إدارياً في الشركة، ألا يكون له أي علاقة تعاقدية أو تجارية مع الشركة، وأخيراً أن لا يكون مقدماً لأي خدمات قانونية، أو استشارية، أو مالية للشركة أو الشركات التابعة لها². وقد تم الرجوع للتقارير الصادرة عن بورصة البحرين والتي تحدد عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في كل شركة، واللذين يوفون بشروط الاستقلالية السابقة.

وبعد الحصول على العدد الفعلي للأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة فإننا اتبعنا طريقة (Liu, Miletkov, Wei, & Yang, 2015) في نمذجتها؛ إذ تم التحري عن تأثير عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة من خلال التعبير بواحد

² للتفصيل؛ يمكنك الإطلاع على لائحة حوكمة الشركات في البحرين:

Corporate Governance Code: Kingdom of Bahrain. (2010). Central Bank of Bahrain & Ministry of Industry and Commerce. P. 43. Available on: <http://www.moic.gov.bh/>

(sales growth). وقد أظهر الجدول رقم (2) أن متوسط معدل دوران السهم في بورصة البحرين هو (4) مرات تقريباً، بينما شهدت المبيعات/الإيرادات نمواً سالباً بمتوسط (-0.046).

خصائص الشركة ومجلس الإدارة كمتغيرات ضابطة:
بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة السابقة؛ فقد تم استخدام مجموعة من خصائص الشركة كمتغيرات ضابطة؛ هي: حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة، وعمر الشركة، والرافعة المالية والتي تقاس من خلال قسمة الإلتزامات على مجموع الأصول، وحجم مجلس الإدارة، والإزدواجية في وظيفة المدير التنفيذي من خلال جمعه بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، والذي يعبر عنه بصفر إذا كان المدير التنفيذي هو نفسه رئيس مجلس الإدارة وبواحد صحيح لغير ذلك. وقد قرر الجزء الأخير من الجدول رقم (2) عن هذه المتغيرات.

بناءً على القياس السابق لمتغيرات الدراسة فإن النموذج الذي يجمع بين هذه المتغيرات يمكن توضيحه كما يأتي:

$$\begin{aligned} Performane_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \%_Ind_{i,t} + \beta_2 IndepDV_{i,t} + \beta_3 Ind_1_{i,t} + \beta_4 Ind_2_{i,t} \\ & + \beta_5 Ind_3_{i,t} \\ & + \beta_6 Ind_4_{i,t} + \beta_7 Ind_5_{i,t} + \beta_8 ConcOwnership_{i,t} \\ & + \beta_9 ForeOwnership_{i,t} + \beta_{10} InstitiOwnership_{i,t} \\ & + \beta_{11} Turnove_{i,t} + \beta_{12} SalesGrowth_{i,t} \\ & + \beta_{13} FirmSize_{i,t} + \beta_{14} FirmAge_{i,t} \\ & + \beta_{15} Leverage_{i,t} + \beta_{16} BoardSize_{i,t} \\ & + \beta_{17} Duality_{i,t} + \beta_{18} Industry_{i,t} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

حيث إن:

$Performance_{i,t}$: أداء الشركة (i) خلال الفترة (t) والذي تم قياسه من خلال: مؤشر "توين"، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الملكية.

β_0 : قيمة الثابت في النموذج، وهي قيمة الأداء دون أخذ أثر عوامل استقلالية مجلس الإدارة والمتغيرات الضابطة الأخرى.

$\beta_{1..17}$: الميل للمتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج.

$\%_Ind_{i,t}$: نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الشركة (i) في السنة (t).

البحرينية لديها اثنين من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، يليه وجود عضو واحد مستقل بنسبة (14%)، وهي مؤشرات تشير إلى انخفاض تمثيل الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة في الشركات البحرينية. وبشكل عام؛ فإن (69%) من مجالس الإدارة في الشركات البحرينية شملت على عضو واحد مستقل على الأقل.

المتغيرات الضابطة:

استخدمت الدراسة ثلاثة مجموعات من المتغيرات الضابطة، تتعلق المجموعة الأولى بهيكل ملكية الشركة، والمجموعة الثانية تعلقت بمتغيرات تكاليف الرقابة (monitoring costs)، أما المجموعة الثالثة من المتغيرات الضابطة فقد تعلقت بخصائص الشركة المختلفة.

متغيرات هيكل الملكية كمتغيرات ضابطة: تم تضمين نموذج

الدراسة ثلاثة متغيرات ضابطة تتعلق بهيكل الملكية وهي: تركيز الملكية (concentration ownership) وهي تحسب من خلال قسمة نسبة ملكية أكبر مساهم على نسبة ملكية أكبر خمسة مساهمين، ونسبة الملكية الأجنبية (foreign ownership)، ونسبة الملكية المؤسسية (institutional ownership)، ونسبة ملكية أكبر مساهم على نسبة ملكية أكبر خمسة مساهمين، ونسبة الملكية الأجنبية (foreign ownership) في الجدول رقم (2) يُظهر الجزء (ت) متغيرات الدراسة الضابطة، ومنها متغيرات هيكل الملكية ومنه؛ يُلاحظ أن متوسط تركيز الملكية في الشركات البحرينية هو (0.567%) وهي نسبة منخفضة تشير إلى تشتت الملكيات داخل الشركات البحرينية، وعدم تركزها في عدد محدود من المساهمين. أما نسبة الملكية الأجنبية فقد بلغ متوسطها في الشركات البحرينية المدرجة في بورصة البحرين (28%) تقريباً، وتجاوزت أكبر نسبة (94%) وهي نسب مرتفعة تُؤشر إلى انفتاح الاقتصاد البحريني على المستثمرين الأجانب -خاصة من دول مجلس التعاون- وكذلك يُلاحظ ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية في الشركات البحرينية، مما يشير إلى مستوى مقبول من الحوكمة نظراً للعلاقة الوطيدة بينهما (Hamdan and Sartawi, 2013).

متغير تكاليف المراقبة كمتغير ضابط: استخدم متغيرين

للدلالة على تكاليف المراقبة الناتجة عن تكاليف الوكالة؛ إذ تم إضافة تكلفة المراقبة كمتغير ضابط، وقد تم استخدام متغير "معدل دوران السهم" (Share turnover) كمتغير وكيل عن تكلفة المراقبة، أما المتغير الآخر فهو متوسط نمو المبيعات

في الشركة (i) في السنة (t).
 InstitOwnership_{i,t}: متغير ضابط، نسبة الملكية
 المؤسسية في الشركة (i) في السنة (t).
 Turnover_{i,t}: متغير ضابط، معدل دوران سهم للشركة (i)
 في السنة (t).
 SalesGrowth_{i,t}: متغير ضابط، متوسط نمو مبيعات
 الشركة (i) في السنة (t).
 FirmSize_{i,t}: متغير ضابط: حجم الشركة (i) في السنة
 (t).
 FirmAge_{i,t}: متغير ضابط: عمر الشركة (i) في السنة (t).
 Leverage_{i,t}: متغير ضابط: الرافعة المالية للشركة (i) في
 السنة (t).
 BoardSize_{i,t}: متغير ضابط: حجم مجلس إدارة الشركة (i)
 في السنة (t).
 Duality_{i,t}: متغير ضابط: الفصل بين واجبات رئيس مجلس
 الإدارة والمدير التنفيذي للشركة (i) في السنة (t). بحيث
 يعطى الرقم (1) إذا لم يكن هناك جمع بين مناصبي رئيس
 مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، والرقم (صفر) لغير ذلك.
 Industry_{i,t}: متغير ضابط: نوع القطاع الذي تنتمي له
 الشركة، ويعطى الرقم (1) إذا كانت الشركة تنتمي لقطاع
 معين، والرقم (صفر) لغير ذلك.
 ε_i: الخطأ العشوائي.

IndepDV_{i,t}: متغير وهمي: الأعضاء المستقلين في مجلس
 إدارة الشركة (i) في السنة (t)، بحيث يعطى الرقم (1) إذا
 كان هناك عضو واحد مستقل على الأقل في مجلس الإدارة،
 والرقم (صفر) لغير ذلك.
 Ind_1_{i,t}: متغير وهمي Dummy variable يعطى الرقم
 (1) إذا كان هناك عضو واحد مستقل من أعضاء مجلس
 إدارة الشركة (i) في السنة (t) والرقم (صفر) لغير ذلك.
 Ind_2_{i,t}: متغير وهمي، يعطى الرقم (1) إذا كان هناك
 عضوين مستقلين من أعضاء مجلس إدارة الشركة (i) في
 السنة (t) والرقم (صفر) لغير ذلك.
 Ind_3_{i,t}: متغير وهمي، يعطى الرقم (1) إذا كان هناك
 ثلاثة أعضاء مستقلين من أعضاء مجلس إدارة الشركة (i)
 في السنة (t) والرقم (صفر) لغير ذلك.
 Ind_4_{i,t}: متغير وهمي، يعطى الرقم (1) إذا كان هناك
 أربعة أعضاء مستقلين من أعضاء مجلس إدارة الشركة (i)
 في السنة (t) والرقم (صفر) لغير ذلك.
 Ind_5_{i,t}: متغير وهمي، يعطى الرقم (1) إذا كان هناك
 خمسة أعضاء أو أكثر مستقلين من أعضاء مجلس إدارة
 الشركة (i) في السنة (t) والرقم (صفر) لغير ذلك.
 ConcOwnership_{i,t}: متغير ضابط، نسبة تركيز الملكية في
 الشركة (i) في السنة (t).
 ForeOwnership_{i,t}: متغير ضابط، نسبة الملكية الأجنبية

جدول (4)

مصفوفة الارتباط للعلاقة بين متغيرات الدراسة

	20	19	18	17	16	15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1		
	0.1	-0.2	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.3		Tobin's Q	1
	0.0	0.1	-0.4	0.1	-0.1	0.4	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.3	0.8		0.4	ROA	2
	0.0	0.2	-0.2	0.1	0.0	0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.2		0.8	0.4	ROE	3
	0.0	0.1	0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.7	0.7	0.2	0.2	0.2	-0.2		-0.1	-0.2	0.0	%_Ind	4
	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.3	0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3		-0.2	0.1	0.1	0.3	Ind_1	5
	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.4	-0.2	-0.1	-0.2		-0.3	0.3	-0.1	0.1	0.0	Ind_2	6
	0.1	0.3	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	-0.1	-0.1		-0.2	-0.2	0.3	0.2	-0.1	0.2	Ind_3	7
	0.0	0.1	0.0	-0.3	-0.1	0.1	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.1	-0.1		-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	Ind_4	8

0.1	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.2		-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	0.6	-0.2	-0.3	-0.2	Ind_5	9
0.0	0.3	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1		0.2	0.1	0.2	0.4	0.3	0.8	0.0	0.0	0.2	indepDV	10
0.1	-0.3	-0.1	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.1		-0.1	-0.1	-0.2	0.3	0.1	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.0	Conc	11
-0.1	-0.4	0.2	0.1	0.3	-0.1	-0.2	0.6		0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	Fore	12
0.0	-0.2	0.1	0.5	0.2	0.0	-0.2		0.6	0.2	-0.1	0.0	-0.3	0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	Instit	13
0.0	0.1	0.2	-0.3	0.0	-0.1		-0.5	-0.4	-0.2	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	Turnover	14
0.1	0.2	0.0	0.1	0.0		0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.3	0.3	0.1	Growth	15
0.1	0.3	0.4	-0.1		0.0	0.2	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.0	0.2	-0.4	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.2	Size	16
0.2	-0.2	0.0		-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.1	0.4	-0.1	-0.2	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	Age	17
0.1	0.2		-0.1	0.6	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.4	-0.3	0.0	0.3	-0.1	-0.5	0.2	Leverage	18
0.1		0.2	-0.2	0.4	0.1	0.3	-0.2	-0.4	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	BoardSize	19
	0.1	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	Duality	20

- النتائج للأعلى هي لإرتباط "سبيرمان" غير المعلمي بين متغيرات الدراسة.

- النتائج للأسفل هي لإرتباط "بيرسون" المعلمي بين متغيرات الدراسة.

- النتائج بالخط العريض هي ذات دلالة إحصائية عند أقل من 5%.

جدول (5)

تحليل العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء:

إختبارات الفروق بين العينتين		الفرق بين الوسطين	الشركات ذات استقلالية مجلس الإدارة المنخفضة		الشركات ذات استقلالية مجلس الإدارة المرتفعة		متغيرات الأداء	
z-test	t-test		الإتحراف المعياري	الوسط الحسابي	الإتحراف المعياري	الوسط الحسابي		
1.834*** (0.002)	-2.136** (0.034)	-0.111	0.418	1.081	0.319	0.970	Tobin's Q	مؤشر "توين"
1.777*** (0.004)	-3.135*** (0.002)	-4.191	9.040	5.918	10.004	1.727	ROA	معدل العائد على الأصول
1.387** (0.043)	-2.105** (0.036)	-9.169	14.615	8.388	41.122	-0.781	ROE	معدل العائد على حقوق الملكية

- ذات دلالة إحصائية عند أقل من: *10%، **5%، و ***1%.

المعلمي، و"سبيرمان" غير المعلمي. بالإضافة إلى تحليل المسار

للعلاقة بين الاستقلالية والأداء.

لم تُظهر مصفوفة ارتباط "بيرسون" أو "سبيرمان" الظاهرة في

الجدول رقم (4) علاقة متسقة وواضحة بين مؤشرات الأداء

تحليل العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء:

يسعى هذا الجزء من الدراسة إلى تحليل مبني للعلاقة بين

استقلالية مجلس الإدارة في الشركات البحرينية والأداء خلال

الفترة (2009-2013). وذلك من خلال تحليل ارتباط "بيرسون"

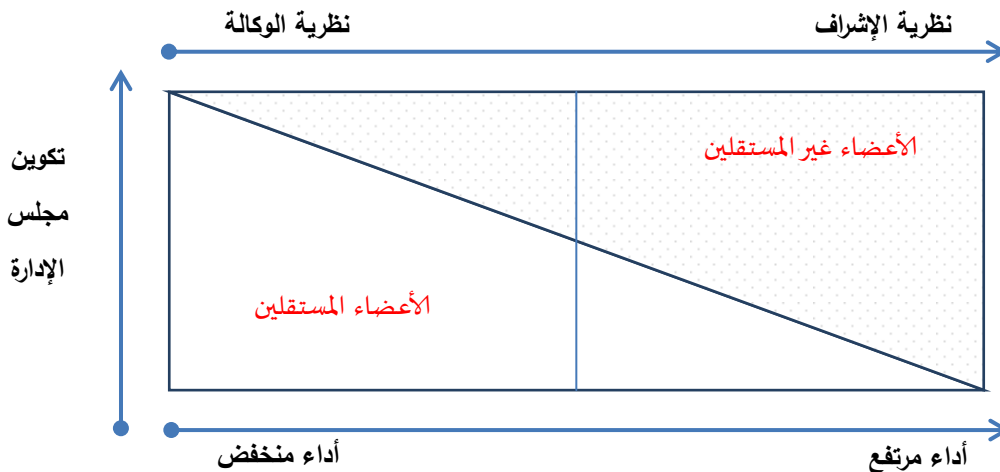
استقلالية أعضاء مجلس الإدارة والأداء؛ بل على العكس بينت النتائج أن الشركات ذات المستوى المنخفض من استقلالية مجلس الإدارة قد تميزت بمستوى أفضل من الأداء وفقاً للمقاييس الثلاثة: مؤشر "توين"، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وجميع هذه الفروق كانت ذات دلالة احصائية.

إن العلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة والأداء في البحرين يمكن تلخيصها كما في الرسم رقم (1). والذي يبين العلاقة الطردية بين تكوين مجلس الإدارة من نسبة كبيرة من المدراء الداخليين وأداء الشركات، وبالمقابل العلاقة العكسية بين تكوين مجلس الإدارة من نسبة كبيرة من المدراء المستقلين وأداء الشركات؛ فالشركات التي يتكون مجلس إدارتها من نسبة كبيرة من الأعضاء غير المستقلين (كما في الجزء الأعلى من الرسم) قد حققت أداءً مرتفعاً مقارنةً بغيرها من الشركات التي يتكون مجلس إدارتها من نسبة كبيرة من الأعضاء المستقلين.

ومتغيرات استقلالية مجالس الإدارة في الشركات البحرينية، فبعض هذه العلاقات لم يكن مهماً احصائياً، وبعضها قد ظهر بعلاقة عكسية. من أجل ذلك؛ ذهبنا إلى تحليل متقدم للعلاقة بين الأداء واستقلالية مجلس الإدارة، وذلك من خلال استخدام تحليل المسار لهذه العلاقة. ويقوم هذا التحليل على تقسيم الشركات إلى قسمين: شركات تتميز بمستوى مرتفع من استقلالية مجلس الإدارة، وأخرى تتميز بمستوى منخفض من استقلالية مجلس الإدارة، وذلك بناءً على قيمة الوسيط. وفي كل مجموعة قمنا بحساب الوسط الحسابي، والانحراف المعياري لمؤشرات الأداء، مع استخدام اختبار "العينتين المستقلتين" (Two-Independent Sample T Test) وهو من الاختبارات المعلمية (parametric tests)، واختبار "كولموغوف-سمرنوف" (Kolmogorov-Smirnov Z) غير المعلمي (non-parametric tests) لإختبار الفروق بين المتوسطين. وقد ظهرت النتائج في الجدول رقم (5).
غير أن هذا التحليل كذلك لم يُظهر أي علاقة إيجابية بين

شكل (1)

العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء في البحرين



بورصة البحرين. إذ تفترض نظرية "الإشراف" أن المدراء غير المستقلين "الداخليين" هم جديرين بالثقة لإدارة الشركة والمحافظة على مصادرها بما يحقق لها أعلى مستويات

وكما ما هو موضح في الرسم رقم (1)؛ فإن هذه النتائج تقودنا لتبني "نظرية الإشراف" (Stewardship theory) والابتعاد عن "نظرية الوكالة" (Agency theory) في

ملحوظ (unobserved heterogeneity) تظهر عندما تكون هناك مجموعة من المتغيرات المستترة التي تقود العلاقة الظاهرة بين خصائص مجلس الإدارة والأداء. ممثلاً لذلك؛ في أن بعض المدراء الداخليين من ذوي الكفاءة العالية قد يسعون إلى توظيف المزيد من المدراء المستقلين، مع تحقيق الشركة لمستويات مرتفعة من الأداء، والذي يظهر بسبب المدراء المستقلين، بينما في حقيقة الأمر قد يعود هذا التأثير في الأداء للمدراء غير المستقلين (الداخليين).

للوصول إلى نتائج دقيقة حول علاقة استقلالية مجلس الإدارة بالأداء، فقد وظفت الدراسة ثلاثة نماذج مختلفة ضمن نماذج البيانات الطولية (panel regression) تسعى هذه النماذج لتفادي مشكلات القياس المختلفة، هذه النماذج هي: أسلوب التأثيرات الثابتة (firm fixed-effect approach) (FE)، وطريقة المربعات الصغرى على مرحلتين (two-stage least squares 2SLS)، وطريقة العزوم العامة (generalized method of moments GMM)، وقد ظهرت نتائج هذه الاختبار في الجداول (6، و7، و8) على التوالي.

أسلوب التأثيرات الثابتة:

عندما يتم المزج بين بيانات السلاسل الزمنية، والبيانات المقطعية، نحصل على البيانات الطولية، وهي تعطي معلومات أكثر عن البيانات بتباين أكثر وأقل ارتباط تداخلي بين المتغيرات، ودرجات حرية أكثر، وكفاءة أكثر (جوجارات، 2015). وتنقسم نماذج الانحدار الطولي إلى أسلوب التأثيرات الثابتة، وأسلوب التأثيرات العشوائية (random-effect approach RE). إن المفاضلة بين الأسلوبين السابقين يعتمد على الفروض التي يضعها الباحث عن الارتباط المحتمل بين الوحدات المقطعية (الشركات)، ومقدار الخطأ ε_i (العوامل الأخرى المؤثرة في أداء الشركات)، والمتغيرات المنحدرة X_i (استقلالية مجلس الإدارة). فإذا كان الافتراض بأن ε_i و X_i غير مرتبطين، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يكون أفضل، وإلا فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل. في دراستنا الحالية؛ فإننا لا نستطيع إلا افتراض وجود ارتباط بين الخطأ والمتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة؛ ومن أهمها وجود ارتباط بين دور المدراء التنفيذيين

الأداء، وما يخدم مصلحة حاملي الأسهم (Donaldson, 1990; Donaldson and Davis, 1991, 1994). بينما تنادي نظرية "الوكالة" بوجود علاقة طردية بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة والأداء. وعليه يمكننا الاستنتاج؛ أن زيادة عدد الأعضاء غير المستقلين في مجلس الإدارة يرتبط بعلاقة طردية مع الأداء في بورصة البحرين، بما يعني في الوجه المقابل علاقة عكسية بين الأعضاء المستقلين وأداء الشركة، وهو ما بينته مصفوفة الارتباط في الجدول رقم (4). فالمدراء غير المستقلين (الداخليين) هم على علم وإطلاع بكل الجوانب التشغيلية للشركة، وبالتالي هم الأقدر على اتخاذ قرارات تساهم في تحسين أداء الشركة. وهو ما أشارت إليه دراسة (Baysinger and Hoskisson, 1991; Kenser, 1987). وهو أيضاً يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Donaldson and Davis, 1991) التي قدمت دعماً لنظرية "الإشراف" ولم تجد تبريراً لنظرية "الوكالة" في تفسير الأداء في الشركات الأمريكية.

كما يمكننا تفسير العلاقة العكسية بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء استناداً إلى ظاهرة "المدراء المشغولين" (busy directors) التي أشار إليها (Fich and Shivdasani, 2006)، فالمدراء المستقلين، ونتيجة لعملهم في أكثر من شركة لا يكون لديهم الوقت الكافي لخدمة هذه الشركات، مما ينتج عنه انخفاض في أدائهم وقدرتهم على تحسين أداء الشركات.

تقدير نماذج الدراسة واختبار الفرضيات:

تواجه الدراسات التجريبية في المالية العديد من مشكلات القياس، ومنها دراسة العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء التي تتعرض لوجود العديد من المتغيرات الداخلية والتي ترتبط بالخطأ العشوائي لنماذج الانحدار؛ فيما أن بيانات الدراسة هي بيانات طولية (Panel data) مرتبطة بالشركات، خلال فترة زمنية، فمن المحتمل وجود عدم تجانس (heterogeneity) بين هذه الوحدات، بالإضافة إلى وجود مشكلة "الأنية" (simultaneity problem)، والسببية العكسية (reverse causality). (Adams et al., 2010; Wintoki et al., 2012; Liu et al., 2015). وقد أشار Liu et al., (2015) إلى أن مشكلة عدم التجانس الغير

الذي تم قياسه بمؤشر "توين"، أو العائد على الأصول، أو العائد على حقوق الملكية. إن هذه النتائج تقود لدعم نتائج الدراسة الوصفية السابقة، والتي قدمت تفسيراً للعلاقة العكسية بين نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة والأداء على أن هناك علاقة إيجابية بالمقابل بين الأعضاء الداخليين (غير المستقلين) والأداء وفقاً لنظرية "الإشراف".

تعتبر البحرين سوقاً ناشئة تتميز بعدد قليل من الشركات، والتي تسيطر عليها الملكية المؤسسية؛ مما يوشح لإرتفاع مستويات الحوكمة فيها، وبالتالي فإن هذه المؤسسات ذات الخبرة، والتي تسعى لاستدامة أعمالها تمدها بمجموعة من المدراء القادرين على تحقيق مستويات الأداء المنشودة، مما يعني بالوجه المقابل؛ عدم حاجة هذه الشركات للمدراء المستقلين، خاصة مع وجود منظومة حديثة من القوانين التي وضعتها البحرين حديثاً، وهدفت منها إلى تحسين المناخ الاستثماري والحفاظ على حقوق المستثمرين، فعلى الرغم من عدم وجود دليل لحوكمة الشركات في البحرين -أو وجوده حديثاً ولكنه غير الزامي- فإن القانون المنظم لعمل الشركات في البحرين ينص على العديد من القواعد التي تصلح لأن تكون أساساً متيناً للحوكمة في البحرين (Hussain and Mallin, 2003). بشكل يُبقي وجود المدراء المستقلين غير ذي جدوى في ظل نظرائهم المؤهلين والمطلعين على تفاصيل الظروف التشغيلية والسوقية للشركات. استناداً للنتائج السابقة فإننا نقبل الفرضية الأولى للدراسة التي تنادي بعدم وجود تأثير إيجابي لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات البحرينية؛ مستنديين في ذلك لنظرية "الإشراف" القائمة على افتراض أن المدراء الداخليين هم الأقدر على قيادة الشركة وتحقيق مستويات مرضية من الأداء.

في اختيار المدراء المستقلين في الشركة، مما يجعل من تطبيق نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة لطبيعة الدراسة. وهذا ما أكدته اختبار "هاوسمان" (Hausman Test)؛ وفيه الفرض العدمي أن مقدرات نموذج التأثيرات الثابتة (FE) ومقدرات نموذج التأثيرات العشوائية (EF) غير مختلفة، أما إذا تم رفض الفرض العدمي يكون ذلك دليلاً على أن نموذج التأثيرات العشوائية غير مناسب، ومن الأفضل استخدام نموذج التأثيرات الثابتة. وقد ظهر احتمال "هاوسمان" كاي تربيع" لنماذج الدراسة الثلاثة الظاهرة في الجداول (6)، و(7)، و(8) دالاً احصائياً؛ مما يعني أن مقدرات نموذج التأثيرات الثابتة (FE) هو الأفضل لتمثيل العلاقة، وهو ما يؤكد افتراض الباحث بأن ϵ_i و X_i مرتبطين.

إن النماذج (1، و4، و7) في الجداول (6، و7، و8) على التوالي تعرض نتائج الانحدار عبر تقدير نموذج المربعات الصغرى العادية بطريقة التأثيرات الثابتة الآتي:

$$Performance_{it} = \gamma * \%_Ind_{it} + \beta * Control_{it} + d_i + d_t + \epsilon_{it} \dots$$

حيث تم قياس المتغير التابع "الأداء" (Performanceit) إستناداً لمؤشر "توين" ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية. ويعتبر متغير "نسبة المدراء المستقلين" (%_Indit) المتغير المستقل، مع إضافة مجموعة من المتغيرات الضابطة المتعلقة بخصائص الشركة وهيكل ملكيتها. بينما تشير الرموز (di) و (dt) في النموذج إلى التأثيرات الثابتة للوحدات المقطعية (الشركات) والسنوات على التوالي.

يُلاحظ من النماذج (1، و4، و7) في الجداول (6، و7، و8) على التوالي أن نسبة المدراء المستقلين ترتبط بعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند أقل من واحد بالمئة مع الأداء، سواء

جدول (6)

تأثير استقلالية مجلس الإدارة في الأداء المستند لمقياس "توبن":

Tobin's Q Models			المتغيرات	
(3)	(2)	(1)		
GMM	2SLS	FE		
-0.992	-0.979	-3.525***	%_Ind	نسبة الأعضاء المستقلين
		-2.676***	%_Ind*Turnover	استقلالية المجلس* دوران السهم
		-1.822*	%_Ind*Growth	استقلالية المجلس* نمو المبيعات
-0.510	-1.210	1.947	Ind_1	وجود عضو واحد مستقل
1.384	1.658*	-1.021	Ind_2	وجود عضوين مستقلين
-0.211	-0.266	-0.918	Ind_3	وجود ثلاثة أعضاء مستقلين
0.839	0.799	-1.166	Ind_4	وجود أربعة أعضاء مستقلين
-1.138	-1.350	-2.241**	Ind_5	وجود خمسة أعضاء مستقلين
1.087	1.151	3.859***	indepDV	الاستقلالية كمتغير وهمي
-0.294	-0.290	-0.789	ConcOwnership	نسبة تركيز الملكية
-0.611	-0.693	-1.546	ForeOwnership	نسبة الملكية الأجنبية
-0.533	-0.478	-0.742	InstitOwnership	نسبة الملكية المؤسسية
-0.302	-0.248	0.954	Share Turnover	معدل دوران السهم
0.020	0.016	2.055**	SalesGrowth	نسبة نمو المبيعات
-0.732	-0.718	-1.136	FirmSize	حجم الشركة
0.496	0.421	1.551	FirmAge	عمر الشركة
2.162**	2.134**	4.200***	Leverage	الرافعة المالية
-2.013**	-1.870*	-3.369***	BoardSize	حجم مجلس الإدارة
0.533	0.412	0.060	Dualityi	أزدواجية المناصب
0.622	0.622	0.563	R	معامل الارتباط
0.386	0.386	0.317	R ²	معامل التحديد
0.310	0.310	0.242	Adjusted R ²	معامل التحديد المعدل
	5.169***	4.218***	F-test	إختبار "فيشر"
	0.000	0.000	p-value (F)	احتمال إختبار "فيشر"
		15.843	Hausman Test (Chi ²)	إختبار "هاوسمان" (كاي تربيع)
		0.015	p-value (Chi ²)	
2.243	2.089	2.534	Durbin-Watson stat	إختبار "دارين واتسون"

ذات دلالة إحصائية عند أقل من: *10%، **5%، و ***1%.

جدول (7)

تأثير استقلالية مجلس الإدارة في الأداء المستند لمقياس العائد على الأصول:

ROA Models			المتغيرات	
(6)	(5)	(4)		
GMM	2SLS	FE		
-0.158	-0.259	-2.788***	%_Ind	نسبة الأعضاء المستقلين
		**2.278-	%_Ind*Turnover	استقلالية المجلس*دوران السهم
		7.637***-	%_Ind*Growth	استقلالية المجلس*نمو المبيعات
-0.588	-1.235	-0.491	Ind_1	وجود عضو واحد مستقل
2.653**	1.639	-0.989	Ind_2	وجود عضوين مستقلين
-0.211	-0.270	1.783*	Ind_3	وجود ثلاثة أعضاء مستقلين
1.005	0.824	1.665*	Ind_4	وجود أربعة أعضاء مستقلين
-0.761	-1.435	-3.480***	Ind_5	وجود خمسة أعضاء مستقلين
-0.390	-0.390	1.328	indepDV	الاستقلالية كمتغير وهمي
-0.929	-0.551	-1.321	ConcOwnership	نسبة تركيز الملكية
-0.598	-0.463	-0.107	ForeOwnership	نسبة الملكية الأجنبية
-0.715	-0.513	-0.138	InstitOwnership	نسبة الملكية المؤسسية
-0.822	-0.558	0.867	Share Turnover	معدل دوران السهم
-0.682	-0.478	5.964***	SalesGrowth	نسبة نمو المبيعات
-0.158	-0.015	0.521-	FirmSize	حجم الشركة (بالآلاف)
0.876	0.500	1.693*	FirmAge	عمر الشركة
0.209	0.180	4.191***	Leverage	الرافعة المالية
0.636	0.467	0.288	BoardSize	حجم مجلس الإدارة
0.390	0.450	-0.427	Dualityi	أزدواجية المناصب
0.891	0.405	0.624	R	معامل الارتباط
0.794	0.164	0.390	R ²	معامل التحديد
0.687	0.142	0.337	Adjusted R ²	معامل التحديد المعدل
	8.697	7.398	p-value (F)	إختبار "فيشر"
	0.000	0.000	Hausman Test (Chi ²)	احتمال إختبار "فيشر"
		17.886	p-value (Chi ²)	إختبار "هاوسمان" (كاي تربيع)
		0.037	p-value (F)	
2.675	2.598	2.265	Durbin-Watson stat	إختبار "دارين واتسون"

ذات دلالة إحصائية عند أقل من: *10%، **5%، و ***1%.

جدول (8)

تأثير استقلالية مجلس الإدارة في الأداء المستند لمقياس العائد على الملكية:

ROE			المتغيرات	
9	8	7		
GMM	2SLS	FE		
-0.588	-0.299	***-2.892	%_Ind	نسبة الأعضاء المستقلين
		-3.768***	%_Ind*Turnover	استقلالية المجلس*دوران السهم
		-6.588***	%_Ind*Growth	استقلالية المجلس*نمو المبيعات
-0.100	-0.077	-0.430	Ind_1	وجود عضو واحد مستقل
0.112	0.077	-0.595	Ind_2	وجود عضوين مستقلين
-0.093	-0.072	2.342	Ind_3	وجود ثلاثة أعضاء مستقلين
0.113	0.078	1.152	Ind_4	وجود أربعة أعضاء مستقلين
-0.110	-0.078	***-3.709	Ind_5	وجود خمسة أعضاء مستقلين
0.168	-0.394	1.107	indepDV	الاستقلالية كمتغير وهمي
-0.034	-0.488	-0.546	ConcOwnership	نسبة تركيز الملكية
0.164	-0.492	0.396	ForeOwnership	نسبة الملكية الأجنبية
-1.167	-0.704	0.238	InstitOwnership	نسبة الملكية المؤسسية
-0.521	-0.886	-2.332	Share Turnover	معدل دوران السهم
0.080	-0.443	***3.653	SalesGrowth	نسبة نمو المبيعات
-0.920	-0.178	-0.358	FirmSize	حجم الشركة (بالآلاف)
-0.146	0.321	0.361	FirmAge	عمر الشركة
-0.127	0.400	1.469	Leverage	الرافعة المالية
0.138	0.526	*1.859	BoardSize	حجم مجلس الإدارة
-0.004	0.478	-0.121	Dualityi	أزدواجية المناصب
0.719	0.497	0.524	R	معامل الارتباط
0.516	0.247	0.274	R ²	معامل التحديد
0.399	0.191	0.212	Adjusted R ²	معامل التحديد المعدل
	4.691	4.382	F-test	إختبار "فيشر"
	0.000	0.000	p-value (F)	احتمال إختبار "فيشر"
		29.800	Hausman Test (Chi ²)	إختبار "هاوسمان" (كاي تربيع)
		0.001	p-value (Chi ²)	
2.100	1.925	2.146	Durbin-Watson stat	إختبار "دارين واتسون"

ذات دلالة إحصائية عند أقل من: *10%، **5%، و ***1%.

مجلس الإدارة وأداء الشركات البحرينية.

طريقة العزوم العامة:

تم استخدام طريقة العزوم العامة (GMM) في محاولة لتأكيد ما توصلنا إليه من نتائج. وهذه الطريقة تهدف كذلك إلى التغلب على مشكلة وجود بعض المتغيرات المنحدرة كمتغيرات داخلية، وارتباطها مع مقدار الخطأ (endogeneity problem) بسبب عدم التجانس غير الملحوظ، والآنية، والسببية العكسية (Liu et al., 2015). وقد ظهرت نتائجها كما في النماذج (3، 6، و 9) في الجداول (6، و 7، و 8) على التوالي. وجميع هذه النتائج لم تُظهر أي علاقة إيجابية بين نسبة المدراء المستقلين وأداء الشركات البحرينية، بل ظهرت العلاقة عكسية -دون دلالة احصائية- وهو ما يؤكد النتائج التي تم التوصل إليها سابقاً؛ من رفض نظرية "الوكالة" في بيئة الشركات البحرينية حول علاقة استقلالية مجلس الإدارة بأداء الشركات، حيث تبين وجود علاقة عكسية مما يدعم نظرية "الإشراف"؛ ففي بيئة اقتصادية صغيرة نسبياً، تستند في معظمها على الصناعة الخدمية، قد يكون من المناسب تولي زمام الأمور من قبل مدراء داخليين مدركين لتفاصيل العمل الدقيقة، وللبيئة الاقتصادية والاجتماعية التي تتميز بها البحرين. هذه البيئة الاقتصادية الصغيرة، ومحدودة الفرص والموارد، قد تتميز بمستوى مرتفع من التنافسية على استثمار الفرص؛ وبالتالي فإن الدفع بعدد كبير من المدراء المستقلين في تفاصيل العمل قد يُشكل مخاطرة -محتملة من وجهة نظر المستثمرين- نظراً للتنافسية العالية والتحفز الذي يحيط بقطاع الأعمال في البحرين.

دور تكاليف المراقبة في العلاقة بين استقلالية مجلس

الإدارة وأداء الشركات في البحرين:

تشير الأدبيات المتعلقة بتركيبة مجلس الإدارة وعلاقتها بأداء الشركة إلى أن المدراء المستقلين (الخارجيين) يواجهون العديد من المشكلات التي تزيد من تكاليف المراقبة (monitoring costs)؛ منها: الأولى؛ مشكلة عدم تماثل المعلومات (information-asymmetry)، فالمدراء الداخليين يمتلكون من المعلومات عن تفاصيل العمل التشغيلي للشركة ما لم يمتلكه نظرائهم في المدراء الخارجيين (المستقلين). أما الثانية؛ فهي إمتلاك المدراء الداخليين للخبرة في عمل الشركة، وهو ما لم يمتلكه المدراء الخارجيين اللذين يشاركون أكثر في عموميات

مستويات الاستقلالية في مجلس الإدارة وأداء الشركة:

إستناداً إلى أسلوب التأثيرات الثابتة؛ يمكن ملاحظة أن مستويات الاستقلالية ترتبط معظمها بعلاقة عكسية مع أداء الشركات، غير أن وجود خمسة أعضاء مستقلين فأكثر كان الأكثر تأثيراً؛ إذ بينت النماذج الثلاثة للأداء وجود تأثير عكسي مهماً احصائياً في أداء الشركات. وعليه؛ يمكن القول أنه كلما ارتفع عدد المدراء المستقلين لخمس أو أكثر بدأ التأثير السلبي على أداء الشركة؛ نظراً لافتقار المدراء المستقلين للخبرة الكافية في إدارة الشركة، ونقص ما لديهم من معلومات عن تفاصيل العمل التشغيلي اليومي فيها. تختلف نتائج دراستنا مع ما توصلت إليه دراسة (Liu et al., 2015) التي بينت أن وجود علاقة طردية بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات الصينية، ويبدأ هذا التأثير الإيجابي عند وجود ثلاثة أعضاء مستقلين، وكذلك أربعة أعضاء، وصولاً إلى خمسة أعضاء مستقلين فأكثر.

طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين:

تستخدم طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين (2SLS) للتغلب على مشكلة الآنية (simultaneity problem) التي عادة ما تظهر في الدراسات التجريبية في المالية (Liu, et al., 2015)، وتظهر مشكلة "الآنية" عندما تكون هناك بعض المتغيرات المنحدرة كمتغيرات داخلية، وبالتالي محتمل أن تكون مرتبطة مع مقدار الخطأ (endogeneity problem)، في هذه الحالة؛ فإن مقدرات طريقة المربعات الصغرى العادية ليست متسقة، ولا تعطي نتائج دقيقة. وعليه؛ فإن طريقة المربعات الصغرى العادية على مرحلتين (2SLS)، والمتغيرات "المساهمة" (instrumental variables) ستعطي تقديرات متسقة وكافية (جوجارات، 2015). وقد تم تقدير طريقة (2SLS) وفقاً لمجموعة من المتغيرات "المساهمة"، وقد ظهرت نتائجها كما في النماذج (2، و 5، و 8) في الجداول (6، و 7، و 8) على التوالي. ويُلاحظ من هذه النتائج أن نسبة المدراء المستقلين قد ارتبطت بعلاقة عكسية-غير دالة احصائياً- مع أداء الشركات البحرينية مع اختلاف المقاييس المستخدمة في احتساب الأداء. وعليه؛ فإن هذه النتائج تؤكد ما توصلنا إليه سابقاً من عدم وجود تأثير إيجابي لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في أداء الشركات البحرينية، ويبقى القرار بقبول الفرضية الأولى المستندة إلى نظرية الإشراف، والتي تبدو أكثر ملائمة لتفسير العلاقة بين تكوين

هذه النتيجة مع الدراسات السابقة التي أصلت لدور تكاليف المراقبة في الحد من كفاءة وفاعلية عمل المدراء المستقلين مثل: (Fama and Jensen, 1983; Maug, 1997; Raheja, 2005; Adams and Ferreira, 2007; Linck et al., 2008; Duchin et al., 2010; Liu et al., 2015).
دور هيكل الملكية في العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركة:

يلعب مجلس الإدارة دوراً مهماً في الحد من صراعات الوكالة، والناجمة عن افتراق الملكية عن الإدارة (Fama and Jensen, 1983). وهذا ما يظهره التحليل المتقدم للعلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة، والظاهر في الجدول رقم (9). ومنه يُلاحظ؛ أن هناك علاقة عند مستويات مختلفة من المعنوية بين تركيبة مجلس الإدارة واستقلالية هذا المجلس، وجميع هذه المؤشرات تُشير إلى أن الشركات ذات تركيز الملكية المرتفع، والأخرى ذات الملكية الأجنبية المرتفعة، والأخيرة ذات الملكية المؤسسية المرتفعة تتميز مجالس إدارتها بوجود نسبة تزيد من المستقلين عن الشركات الأخرى.

وعلى أية حال؛ فإن إدخال تركيبة هيكل الملكية كمتغيرات ضابطة في نموذج العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات لم يظهر أي تأثيراً ذو دلالة احصائية- في هذه العلاقة. فتركز الملكية ظهر بعلاقة عكسية مع الأداء، وهو ما قد يوشر إلى استغلال المدراء بعضاً من موارد الشركة لمصالحهم الخاصة (Berle and Means, 1932). يختلف تأثير تركيز الملكية في الأداء عند أخذ الاستقلالية بعين الاعتبار؛ فقد بينت دراسة (Khamis et al., 2015b&c) أن لتركيز الملكية تأثيراً طردياً في أداء الشركات البحرينية. وتتفق نتائج دراستنا مع نتائج دراسة (Abuserdaneh, Zureikat and Al-Sheikh, 2010) التي أجريت في الأردن، وبينت وجود تأثيراً عكسياً لتركيز الملكية في أداء الشركات. وكذلك باقي متغيرات هيكل الملكية التي أظهرت تأثيراً سلبياً في الأداء. وبشكل عام؛ لا يمكننا القول أن هيكل الملكية يساهم في تحديد العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات البحرينية.

العمل دون الخوض في التفاصيل. هذه المشكلات تزيد من تكاليف المراقبة لدى المدراء المستقلين في سبيل الوصول للمعلومات والخبرة الكافية للاطلاع على تفاصيل العمل في الشركة والمساهمة في تحسينه (Liu et al., 2015). وقد جادل (Maug (1997) أن البيانات التي يزيد فيها عدم تماثل المعلومات تزيد مراقبة المدراء المستقلين فيها، وقد بينت دراسة أن الشركات التي تزيد فيها كلف الحصول على المعلومات تقل فيها المنافع المتوقعة من وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة (Duchin et al., 2010)؛ فمشكلة عدم تماثل المعلومات بين المدراء الداخليين والخارجيين تحد من قدرة المدراء المستقلين على أداء مهامهم بكفاءة وفاعلية نظراً لإنخفاض ما لديهم من معلومات عن تفاصيل العمل داخل الشركة. في دراستنا الحالية؛ فإننا نسقط ما توصلت إليه الأدبيات السابقة حول دور تكاليف المراقبة في العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات في البحرين، بهدف تعزيز النتائج السابقة الدالة على أن المدراء الداخليين هم الأقدر على إدارة الشركة في ظل الظروف المحيطة ببيئة الأعمال في البحرين. ولتحقيق هذا الهدف؛ فقد عمدنا إلى توظيف متغيرين وكييلين (proxies variables) عن عدم تماثل المعلومات وتكاليف المراقبة، هما: معدل دوران السهم العادي ونسبة نمو المبيعات/الإيرادات على التوالي. إذ تم إضافة المتغير التفاعلي بين معدل دوران السهم العادي ونسبة المدراء المستقلين المبيعات/الإيرادات (Ind*Turnover%)، والمتغير التفاعلي بين نسبة نمو المبيعات/الإيرادات ونسبة المدراء المستقلين (Ind*Growth%) في المعادلة رقم (1) والتي تم تقديرها من خلال طريقة المربعات الصغرى العادية بمقدرات نموذج التأثيرات الثابتة (FE)، وقد ظهرت النتائج في الجداول (6، 7، و8). ومنها يُلاحظ أن المتغيرات: (Ind*Turnover%) و (Ind*Growth%) قد ارتبطت بعلاقة عكسية مع الأداء - عند مستويات مختلفة من المعنوية- مما يوشر إلى أن ارتفاع تكاليف المراقبة في الشركات البحرينية جراء الاستعانة بالمدراء المستقلين يعمل على تخفيض المنافع المتوقعة من استقلال أعضاء مجلس الإدارة. ولهذا؛ يبقى خيار الاعتماد على المدراء الداخليين هو الأكثر ملائمة في إدارة الشركات البحرينية. وتتفق

جدول (9)

تحليل العلاقة بين هيكل الملكية واستقلالية مجلس الإدارة:

إختبارات الفروق بين العينتين	إختبارات الفروق بين العينتين	استقلالية مجلس الإدارة	العدد	تركيبة مجلس الإدارة	
				z-test	t-test
2.641***	1.728*	22.86%	99	شركات ذات مستوى مرتفع من التركيز	تركز الملكية:
(0.000)	(0.085)	18.10%	100	شركات ذات مستوى منخفض من التركيز	
1.373**	1.668*	22.78%	99	شركات ذات مستوى مرتفع من الملكية الأجنبية	الملكية الأجنبية:
(0.046)	(0.097)	18.18%	100	شركات ذات مستوى منخفض من الملكية الأجنبية	
1.244*	0.284	20.92%	99	شركات ذات مستوى مرتفع من الملكية المؤسسية	الملكية المؤسسية:
(0.091)	(0.776)	20.14%	100	شركات ذات مستوى منخفض من الملكية المؤسسية	

ذات دلالة إحصائية عند أقل من: *10%، **5%، و ***1%.

في إختبارات الفروق، فإن القيمة للأعلى هي للاختبار، والقيمة للأسفل هي (قيمة الاحتمال).

نتائج إضافية:

تظهر نتائج أسلوب التأثيرات العشوائية عدة نتائج إضافية تتعلق بالمتغيرات الضابطة الأخرى. ومنها؛ يُلاحظ أن هناك تأثيراً عكسياً لحجم الشركة في الأداء، ولكنه غير ذي أهمية إحصائية. كذلك متغير "عمر الشركة" الذي لم يظهر أثر بدلالة إحصائية إلا في نموذج العائد على الأصول عند أقل من 10%. أما الرافعة المالية؛ فقد تبين أن لها تأثيراً طردياً ذو دلالة إحصائية عند أقل من 1% في الأداء المستند لمقياس "توبن" ومعدل العائد على الأصول، وهذا يتماشى مع نظرية العائد والمخاطرة، ففي ظل وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة قد تكون الشركات قد حققت بعض المميزات.

وهو ما يختلف عن نتائج دراسات سابقة وجدت أن وجود أعضاء مستقلين ممثلين للشركات المالية في مجلس الإدارة يرتبط بمستوى أعلى من الديون لهذه الشركة، نظراً لعمل هؤلاء المدراء لصالح شركاتهم المالية بغض النظر عن مصلحة الشركة المستضيفة (Dittmann et al., 2010). وفيما يتعلق بأثر حجم

مجلس الإدارة فقد تباينت النتائج حول تأثيره في الأداء؛ فبعض هذه النماذج بينت أن له تأثيراً عكسياً والأخرى طردياً ذا دلالة إحصائية، وبينما الأخر لم يظهر له أي تأثير. إن الاختلاف في النتائج يفتح الباب لمزيد من الدراسات المستقبلية للوقوف على حقيقة دور حجم مجلس الإدارة في الأداء.

مناقشة نتائج الدراسة، التوصيات، محددات الدراسة والدراسات المستقبلية:

تأتي هذه الدراسة لتؤطر للعلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات البحرينية، مستندين فيها لنظريتين شائعتين في الفكر الإداري هما: نظرية الوكالة؛ التي تدعم استقلالية مجلس الإدارة للحد من مشكلات الوكالة وتحقيق مستويات مرتفعة من الأداء. ونظرية الإشراف؛ التي ترى في المدراء الداخليين الأكثر ثقة وجدارة -من غيرهم المستقلين- في إدارة الشركة للوصول بها لأعلى مستويات الأداء. ولإختبارها وظفت الدراسة البيانات الطولية؛ التي تشمل (42) شركة مدرجة في بورصة البحرين للفترة (2009-2013)، مع استخدام العديد من تقنيات الاقتصاد

والاقتصادية قد تجعل من زيادة نسبة استقلالية مجلس الإدارة قراراً غير صائب، نظراً؛ لحاجة الشركة للمدراء الداخليين ممن هم على دراية وخبرة بتفاصيل العمل التشغيلي اليومي للشركة. ولذلك؛ فإن التوصية الأهم لهذه الدراسة تتمثل في عدم زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين لأكثر من خمسة أعضاء، وهو العدد الذي بدأ عنده الأثر السلبي للأعضاء المستقلين في أداء الشركات بالظهور.

استخدمت الدراسة مجموعة من أساليب الاقتصاد القياسي للتغلب على مشكلات القياس، والوصول للعلاقات الصحيحة بين المتغيرات، بشكلٍ يتركنا مطمئنين للنتائج التي خرجت بها الدراسة، وبأنها تقدم دليلاً أولياً حول علاقة استقلالية مجلس الإدارة بالأداء، إلا أنه؛ لا بد من الحذر عند تعميم نتائج هذه الدراسة؛ فعلى الرغم من أن العينة تمثل 87.5% من الشركات المدرجة في بورصة البحرين، إلا أنها تبقى عينة صغيرة، من سوقٍ صغيرة ناشئة، قد لا تستطيع نماذج الاقتصاد القياسي النقاط العلاقات فيها بدقة كما في الأسواق المتقدمة، فضلاً عن تأثير العوامل غير المدرجة في نموذج الدراسة، والأخرى المنحدرة داخلياً. وعليه؛ فإن توسيع عينة الدراسة بتطبيقها على أسواق المال لدول الخليج مجتمعة ذات الظروف الاجتماعية والاقتصادية المتشابهة قد يعطي نتائج أكثر دقة، كما أن البحث في تأثير استقلالية مجلس الإدارة في تحسين حوكمة الشركات، وجوده الأرباح، وعلاقتها بالمسؤولية الاجتماعية للشركة هي دراسات مستقبلية يمكن لها أن تساهم في استكمال الصورة حول تركيبة مجلس الإدارة.

القياسي للتغلب على مشكلات القياس المختلفة في هذه العلاقة. بينت نتائج الدراسة الوصفية والأخرى التطبيقية وجود علاقة عكسية بين زيادة نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة وأداء الشركة. وعليه؛ فقد تبنت الدراسة نظرية الإشراف في تمثيل العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء في الشركات البحرينية؛ فالمدراء الداخليين جديري بالثقة لإدارة الشركة والمحافظة على مصادرها بما يحقق لها أعلى مستويات الأداء من المدراء الخارجيين. وقد بينت النتائج كذلك أن وجود الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يزيد من عدم تماثل المعلومات وارتفاع تكاليف المراقبة في الشركات البحرينية مما يعمل على تخفيض المنافع المتوقعة من استقلال أعضاء مجلس الإدارة. فالأثر العكسي للمدراء المستقلين على الأداء في الشركات البحرينية مرده افتقارهم للمعلومات والخبرة الكافية في تفاصيل العمل التشغيلي كما أوضحت دراستنا، أو إلى كونه استقلالاً ظاهرياً فقط، كما بينت ذلك دراسة Hussain and Mallin (2003)؛ التي وجدت أن غالبية الشركات البحرينية لا يوجد فيها لجنة ترشيحات (nominations committee)، وبالتالي فإن الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يتم اختيارهم عن طريق المعرفة الشخصية للمدراء، أو عند طريق رئيس مجلس الإدارة، أو الأغلبية المالكة في الشركة.

إن الفوائد المرجوة من وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة لا تخفى على باحث. ولكن؛ لا بد أن يتناسب ذلك مع طبيعة بيئة الأعمال والثقافة السائدة في المجتمع، فبيئة الأعمال الصغيرة نسبياً في البحرين وغيرها من الظروف الاجتماعية

المراجع

المراجع العربية

في سوق الكويت المالية، *المجلة العربية للعلوم الإدارية* - مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت، المجلد 20، العدد 2، ص. 255-302.

جوجارات، 2015، *الاقتصاد القياس*، ترجمة: عودة، هند عيد الغفار والدش، عفاف علي حسن، ط1، الرياض: دار المريخ للنشر.

حمدان علام، السرطاوي عبد المطلب وجبر رائد، 2013، أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

Gujarati, D. 2015. Basic Econometrics. Translated by:

Awda, H., and Al-Desh, A. KSA: Dar Almarekh Mars

for Publishing and Distribution, First Edition.

Hamdan, A., Al-Sartawi, A., and Jaber, R. 2013. The Effect of Corporate Governance on the Financial and

المراجع الأجنبية

Abu-Serdaneh, J., Zuriekat, M., Al-Sheik, I. 2010. Ownership Structure and Corporate Performance in the Jordanian Manufacturing Companies, *Jordan Journal of Business Administration*, 6(3), 426-440.

Adams, R., Ferreira, D., 2007. A Theory of Friendly Boards. *Journal of Finance*, 62 (1): 217–250.

Adams, R., Hermalin Benjamin, E., Weisbach, M. 2010. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: a Conceptual Framework & Survey. *Journal of Economic Literature*, 48 (1), 58–107.

Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., Williamson, R. 2009. Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences. *Review of Financial Studies*, 22 (8): 3131–3169.

Atmaja, L. 2010. Dividend and Debt Policies of Family Controlled Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 6(2): 128–142.

Balsmeier, B., Buchwald, A., Stiebale, J. 2014. Outside Directors on the Board and Innovative Firm Performance. *Research Policy*, 43(1): 1800–1815.

Baysinger, B. and Hoskisson, R. 1990. The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management Review*, 15(1): 72–87.

Baysinger, B. D., Kosnik, R. D. and Turk, T. 1991. Effects of Board and Ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34(1): 205–14.

Berle, A., Means, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMil-lan, New York.

Bhagat, S., & Black, B. 2001. The Non-correlation between Board Independence and Long-term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27(1): 231–273.

Black, B., Khanna, V., 2007. Can Corporate Governance

Operational Performance and of Stock Performance in Kuwait Stock Exchange. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 20(2): 255-302.

Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India. *Journal of empirical legal studies*, 4 (4): 749–796.

Black, B., Kim, W., 2012. The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data. *Journal of Financial Economics*, 104(1): 203–226.

Boone, A., Field, L., Karpoff, J., Raheja, C., 2007. The Determinants of Corporate Board Size and Independence: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 85 (1): 65–101.

Bruno, V., Claessens, S., 2010. Corporate Governance and Regulation: Can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation*, 19(4): 461–482.

Chaganti, R., Mahajan, V. and Sharma, S. 1985. Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in the Retailing Industry. *Journal of Management Studies*, 22(4): 400- 417.

Cicero, D., Wintoki, M.B., Yang, T., 2013. How do Firms Adjust their Board Structures? *Journal of Corporate Finance*, 23: 108–127.

Coles, J., Daniel, N., Naveen, L., 2008. Boards: Does One Size Fit it all? *Journal of Financial Economics*, 87 (2): 329–356.

Coles, J., Daniel, N., Naveen, L., 2010. Co-opted Boards. SSRN Working Paper, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1699272>.

Coles, J., Daniel, N., Naveen, L., 2012. Board Advising. SSRN Working Paper, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=2002250>.

Dahya, J., Dimitrov, O., & McConell, J. 2008. Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A

- Cross-country Analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73–100.
- Daily, C., & Dalton, D. 1992. The Relationship between Governance Structure and Corporate Performance in Entrepreneurial Firms. *Journal of Business Venturing*, 7(5): 375-386.
- Dalton, D. R., Daily, C., Ellstrand, A. and Johnson, J. 1998. Meta-Analytic Review of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 19(3): 269–290.
- Dittmann, I., Maug, E., Schneider, C. 2010. Bankers on the Boards of German Firms: What they do, what they are worth, and why they are (still) there. *Review of Finance*, 14 (1): 35–71.
- Donaldson, L. 1990a. The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management theory. *Academy of Management Review*, 15(3): 369–381.
- Donaldson, L. 1990b. A Rational Basis for Criticisms of Organizational Economics: a Reply to Barney. *Academy of Management Review*, 15(3): 394–401.
- Donaldson, L., and Davis, J. 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1): 49-65.
- Donaldson, L., and Davis, J. 1994. Boards and Company Performance - Research Challenges the Conventional Wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 2(3): 151-160.
- Duchin, R., Matsusaka, J., Ozbas, O. 2010. When are Outside Directors Effective? *Journal of Financial Economics*, 96 (2): 195–214.
- Fahlenbrach, R., Low, A., Stulz, R., 2010. Why do Firms Appoint CEOs as Outside Directors? *Journal of Financial Economics*, 97 (1): 12–32.
- Fama, E., Jensen, M., 1983. Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26 (2): 301–325.
- Ferreira, M., Matos, P., 2008. The Colors of Investors' Money: the Role of Institutional Investors Around the World. *Journal of Financial Economics*, 88(3): 499–533.
- Ferris, S., Jagannathan, M., Pritchard, A., 2003. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance*, 58 (3): 1087–1112.
- Fich, E., Shivdasani, A. 2006. Are Busy Boards Effective Monitors? *Journal of Finance*, 61 (2): 689–724.
- Hamdan, A., Sartawi, A. 2013. Corporate Governance and Institutional Ownership: evidence from Kuwait's financial sector. *Jordan Journal of Business Administration*, 9(1): 191-203.
- Hermalin, B., Weisbach, M. 1991. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 21(4): 101–112.
- Hermalin, B., Weisbach, M. 2003. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9(1): 7–26.
- Hill, C., Snell, S. 1988. External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-intensive Industries. *Strategic Management Journal*, 9(6): 577–590.
- Hussain, S., Mallin, C. 2003. The Dynamics of Corporate Governance in Bahrain: structure, responsibilities and operation of corporate boards. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3): 249-261.
- Johnson, R., Daniel, W. 1999. The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance. *The Academy of Management Journal*, 42(5): 564-576.
- Kenser, I. 1987. Directors' Stock Ownership and Organizational Performance: An investigation of fortune 500 companies. *Journal of Management*, 13(3): 499-508.
- Kesner, I., Victor, B., & Lamont, B. 1986. Research Notes. Board Composition and The Commission Of Illegal Acts: An Investigation Of Fortune 500 Companies. *Academy of Management Journal*, 29(4): 789-799.
- Khamis, R., Elali, W., & Hamdan, A. 2015a. The Effect of Dividends and Institutional Ownership on Performance of Companies Listed in Bahrain Stock Exchange. *Jordan*

- Journal of Business Administration*, 11(4): 921-941.
- Khamis, R., Elali, W., & Hamdan, A. 2015b. The Relation between Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bahrain Bourse. *Journal of Ownership and Control*, 13(1): 97-114.
- Khamis, R., Hamdan, A., & Elali, W. 2015c. The Relationship between Ownership Structure Dimensions and Corporate Performance: Evidence from Bahrain. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(4): 38-56.
- Klapper, L., Love, I. 2004. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5): 703-728.
- Klein, A. 1998. Firm Performance and Board Committee Structure. *Journal of Law & Economics*, 41(1), 275-303.
- Kor, Y., Sundaramurthy, C. 2009. Experience-based Human Capital and Social Capital of Outside Directors. *Journal of Management*, 35 (4), 981-1006.
- Linck, J., Netter, J., Yang, T. 2008. The Determinants of Board Structure. *Journal of Financial Economics*, 87 (2): 308-328.
- MacAvoy, P., Cantro, S., Dana, J., and Peck, S. 1983. "ALI Proposal for Increased Control of the Corporation by the Board of Directors: An Economic Analysis" in Statement of Business Roundtable on the American Law Institute's Proposed. Principals of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendation. New York: Business Roundtable.
- Masulis, R., Mobbs, S. 2011. Are all Inside Directors the Same? Evidence From the External Directorship Market. *Journal of Finance*, 66 (3): 823-872.
- Maug, E. 1997. Boards of Directors and Capital Structure: Alternative forms of Corporate Restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 3(2): 113-139.
- McCahery, J., Sautner, Z., Starks, L. 2010. Behind the Scenes: the Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. Working Paper.
- Mehran, H. 1995. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 38(2): 163-184.
- Mobbs, S. 2013. CEOs under Fire: the Effects of Competition from Inside Directors on forced CEO turnover and CEO Compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(3): 669-698.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 293-315.
- Post, C., Rahman, N., and Rubow, E. 2011. Green Governance: Boards of Directors' Composition and Environmental Corporate Social Responsibility. *Business and Society*, 50(1): 189-223.
- Raheja, C., 2005. Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40 (2), 283-306.
- Rutherford, M., Buchholtz, A. 2007. Investigating the Relationship between Board Characteristics and Board Information. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (4): 576-584.
- Schmidt, R. 1975. Dose Board Composition Really Make a Difference? Conference Board Record, 12(10): 38-41.
- Shaukat, A., Qiu, Y., and Trojanowski, G. 2015. Board Attributes, Corporate Social Responsibility Strategy, and Corporate Environmental and Social Performance. *Journal of Business Ethics*, 129(1): 1-17.
- Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2): 431-460.
- Wintoki, M., Linck, J., Netter, J. 2012. Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 105 (3): 581-606.
- Zahra, Sh., and Pearce, J. 1989. Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2): 291-334.

The Relation between Board Independence and Firm Performance: Evidence from Bahrain

*Allam Mohammed Mousa Hamdan**

ABSTRACT

This study is based on Stewardship theory to explaining the relation between board of director's independence and company performance in Bahrain. The study used panel data of (42) companies listed in Bahrain Bourse in the years (2009-2013). It also used several econometric techniques to confirm its results as: Firm Fixed-effect approach, Two-Stage Least Squares 2SLS and Generalized Method of Moments GMM to overcome the endogeneity effect that presents in this relation. The study found that there is an inverse effect of board independence on company performance which was measured using three different models: Tobin's Q, ROA and ROE. Based on these results, it was found that internal directors are more effective in enhancing the management of the company as information asymmetry problem and lack of company specific experience leads to inefficiency of independent directors in taking proper decisions that enhance company performance.

Keywords: Independent directors; Firm performance; Bahrain Bourse; Stewardship theory; Agency theory.

* Associate Professor of Accounting, Department of Accounting and Economics, Ahlia University., Bahrain.

allamh3@hotmail.com

Received on 26/7/2015 and Accepted for Publication on 27/12/2015.