

تاريخ الإرسال (2016/04/15)، تاريخ قبول النشر (2016/08/20)

د. علاء محمد موسى حمدان^{*1}د. عادل محمد يسلم السريخ²د. محمد سلامة علسوم³

1 قسم المحاسبة، الجامعة الأهلية، المنامة، مملكة البحرين.

2 قسم المحاسبة، الجامعة الأهلية، المنامة، مملكة البحرين.

3 قسم الإدارة المالية، جامعة مؤتة، مؤتة، الأردن.

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل:

E-mail address: ahamdan@ahlia.edu.bh

هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة؛ إذ تم تقسيم هيكل الملكية إلى أربعة مكونات أساسية هي: تركيز الملكية، وملكية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية. وبالاعتماد على البيانات الطولية لواحد وثلاثين (31) شركة لسلسلة زمنية تمتد لثلاثة عشر (13) عامًا (2002-2014)، وباستخدام نموذج التأثيرات الثابتة (Firm fixed-effect approach) تبين أن مكونات هيكل الملكية تؤدي دورًا سلبيًا في تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، باستثناء ملكية مجلس الإدارة التي كانت تؤدي دورًا إيجابيًا غير فعال في الحد من تكاليف الوكالة.

كلمات مفتاحية:

هيكل الملكية؛ نظرية الوكالة؛ تكاليف الوكالة؛ بورصة البحرين.

The Role of Ownership Structure in Reducing Agency Costs in Bahraini Listed Firms

Abstract

This paper aims to shed lights on the role of ownership structure in Bahrain listed firms, and its role in reducing agency costs. The ownership structure is divided into four basic components mainly, concentrated ownership, board members' ownership, institutional ownership, and foreign ownership. The data were collected based on longitudinal data which consist of (31) firms for time series extends to (13) years (2002-2014). By using the firm fixed-effect approach. The findings of this paper reveal that the components of the ownership structure could lead to a negative role in the Agency's costs of Bahraini listed firms, with the exception of the board members' ownership, which lead to a positive role but not totally effective in reducing agency costs.

Keywords:

Ownership structure, Agency theory, Agency cost, Bahrain Bourse.

مقدمة الدراسة

استدعى هيكل الملكية في الفترة الأخيرة اهتمام الباحثين والمهتمين بشأن الشركات المساهمة العامة، ذلك لما له من تأثيرات في مختلف جوانب أداء الشركة، كما يتأثر سلوك المستثمرين بالإشارات التي يعطيها اختلاف هيكل الملكية، وتنوعه، وأصبحت تركيبة هيكل الملكية من الأدوات الفاعلة في تطبيق -أو عدم تطبيق- قواعد حوكمة الشركات، كعلاقة الملكية المؤسسية والأجنبية وتركز الملكية بتفعيل آليات الحوكمة.

ظهرت دراسات عدة توظّر لدور هيكل الملكية في أداء الشركة: المالي، والتشغيلي، والعلاقة بين الملكية العائلية، ودورها في تنويع تركيبة مجلس الإدارة من جوانب مختلفة؛ كاختلاف: الخبرات، والنوع، والعدد، وتأثيراتها على جوانب الأداء.

يقود فهم هيكل الملكية في الشركات المساهمة العامة إلى فهم أوسع للعلاقة التي تدار بها الشركات، والوسائل التي تحافظ بها على توازن المصالح داخلها؛ ففي الدول ذات التشريعات الراسخة التي تنظم العلاقة بين مختلف أصحاب المصالح داخل الشركة، تقل حاجة الشركات لآليات أخرى لتنظيم هذه المصالح مثل: آليات الحوكمة، وتركيب هيكل الملكية، على العكس من الدول النامية التي تلجأ فيها الشركات لطرق أخرى لتنظيم نفسها؛ لافتقارها لمثل هذه التشريعات الراسخة.

وفي الفترة الأخيرة؛ تعرضت معظم اقتصاديات الدول إلى هزات اقتصادية ومالية جراء عدم التطبيق السليم لقواعد الحوكمة فيها؛ بحيث أصبح من الضروري وضع آليات وأدوات يمكن من خلالها مراقبة ومتابعة إدارة الشركات بفاعلية، وذلك من خلال "حوكمة الشركات" كنظام مالي وإداري حديث؛ لتنظيم وتنسيق العلاقات الداخلية والخارجية للشركات، ولتحديد المسؤوليات لكل الأطراف بشكل منظم ودقيق، بهدف حماية حقوق المساهمين، وأصحاب المصالح الآخرين؛ فوفقاً لدراسة (MacMillan et al., 2004) فإن حوكمة الشركات تعتبر الأداة التي توجه وتدير المؤسسات بكفاءة وفاعلية

وكجانب من دراسة الحوكمة المؤسسية، جاء الاهتمام بدراسة دور هيكل الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة للشركات المدرجة في بورصة البحرين، والتي هي كغيرها من الشركات العاملة في

الدول النامية تواجه الكثير من التحديات، لعل من أبرزها ما يسمى بمشكلات الوكالة. وعليه؛ فإن هذه الدراسة تضع مجموعة من التساؤلات التي تسعى من خلالها إلى تسليط الضوء على أهمية هيكل الملكية. هذه التساؤلات هي: ما هي تركيبة هيكل الملكية في الشركات البحرينية؟ وهل تسعى هذه الشركات من خلالها إلى تنظيم علاقاتها بأصحاب المصالح، وتخفيض مشكلات الوكالة فيها؟ بالإضافة إلى تقديم تفسير لجانب من الصعوبات التي تكتنف طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية من ناحية، وآليات تخفيض تكاليف الوكالة من ناحية.

إنّ دراسة العلاقة بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة بشكل عام له أهمية من حيث اتجاه هذه العلاقة، وتأثيرها في مصالح ذوي العلاقة بالشركات المدرجة في بورصة البحرين؛ حيث تلعب هذه الشركات دوراً مهماً في بناء الاقتصاد الوطني، وتحقيق التنمية الشاملة المستدامة. وعليه، فإن الإجابة على سؤال هذه الدراسة المتمثل بمعرفة علاقة هيكل الملكية بتخفيض تكاليف الوكالة للشركات المدرجة في بورصة البحرين يحتاج إلى دراسة هيكل الملكية من خلال البحث في: تركيز الملكية، وملكية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، بالإضافة إلى رقابة المقرضين، وحجم الشركة وعمرها، وعلاقتها بتكاليف الوكالة. حيث أن التركيز على حوكمة الشركات سوف يؤدي إلى ضبط هذه العلاقة، والتقليل من هذه المشكلات، وتحقيق قدر من التوافق بين مصالح الأطراف ذوات العلاقة، والذي بدوره يؤدي إلى حماية هذه الشركات المدرجة في بورصة البحرين، وكذلك مساعدتها على جذب الاستثمارات من ناحية، وزيادة قدرتها التنافسية، وحماية الاقتصاد بشكل عام من ناحية أخرى. وفي البحرين ذات الاقتصاد المرن والمفتوح على الاستثمارات الأجنبية، والتي تلجأ إلى تنويع قاعدتها الاقتصادية فإن دراسة هيكل الملكية ودوره في تخفيض مشكلات الوكالة سوف يعطي دليلاً نظرياً وعملياً يمكن المساهمة به في الجدل الدائر حول دور آليات الحوكمة في الحد من نزاعات الوكالة.

أطّرت الفقرات السابقة لإشكالية الدراسة وأهميتها. أمّا ما تبقى من هذه الورقة فقد تمّ تنظيمه على النحو الآتي: في القسم التالي تمّ التعرض للإطار النظري، والدراسات السابقة للعلاقة بين هيكل

الملكية ومشكلة الوكالة من أجل تدعيم فرضيات الدراسة، أما القسم الثالث فقد تعرض لمنهجية الدراسة من حيث: تحديد مجتمع الدراسة وعينتها، وأسلوب قياس المتغيرات، مع الوصف المبدئي للعلاقة بين المتغيرات. أما القسم الرابع فقد تضمن كيفية بناء نموذج الدراسة الرياضي، واختبار الفرضيات، وعرض النتائج. أما القسم الخامس والأخير فقد تضمن استنتاجات الدراسة، ومحدداتها والتوصيات.

التأطير النظري لفرضيات الدراسة:

منذ أن أُثير الجدل من قبل كل من Jensen and Meckling (1976) حول نظرية الوكالة وما ينتج عنها من مشكلات، ما انفك مجتمع الباحثين في دراسة العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة؛ وذلك سعياً إلى رصدتها، واقتراح أفضل الممارسات التنظيمية للتخلص منها. وفقاً لهؤلاء الباحثين فإن كفاءة السوق تضمن إفصاحاً كافياً عن المعلومات غير المتحيزة التي تضمن للأقلية من المستثمرين الحفاظ على حقوقهم؛ ويرى Chernenko, et al., (2012) أنه وفقاً لذلك المفهوم فإن الأقلية من المستثمرين يضمنون الحصول على عائد عادل على استثماراتهم. وتشير معظم الأدبيات أن قرارات هيكل الملكية، وهيكل رأس المال إنما تعكس محاولات للتخفيف من حدة مشكلات الوكالة بين مختلف أصحاب المصالح في الشركة. وقد ساهمت نظرية الوكالة في تفعيل الدراسات على المستويين: النظري والتجريبي، التي تبحث في دور مجموعة متنوعة من آليات الرقابة: الداخلية والخارجية، وخصائص الشركة مثل: عقود الدين، وخطط حوافز الإدارة في التخفيف من مشكلات الوكالة وتخفيض تكاليفها (Fleming et al., 2005).

في دراستنا الحالية تم دراسة أربعة مكونات لهيكل الملكية هي: تركّز الملكية، وملكية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية.

تركّز الملكية وتكاليف الوكالة:

تقدم بعض فئات المساهمين رقابة فعّالة على أداء المديرين في سبيل تخفيض تكاليف الوكالة، ومنها ما يعرف بتركّز الملكية؛ إذ يساهم تركّز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين إلى وضع

إجراءات أكثر صرامة في مراقبة تصرفات الإدارة، فضلاً عن الاختيار الأمثل للمديرين ممّن يمثلون مصلحة المساهمين (Craswell et al., 1997; Shleifer and Vishny, 1997;) (Huddart, 1993; Zeckhauser and Pound, 1990). إن الشركات العائلية هي الشكل الأكثر انتشاراً لتركّز الملكية، وقد وجدت هذه الملكيات بشكل كبير في الشركات: صغيرة ومتوسطة الحجم، وهي تساهم بشكل فعّال في اقتصاديات العديد من الدول المتقدمة (Bhattacharya and Ravikumar, 2001). فضلاً عن أهمية تركّز الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة؛ فقد أظهرت بعض الدراسات لدور تركّز الملكية في قيمة الشركة (Pivovarsky, 2003; Sanda, Mikailu and Garba, 1997; Xu and Wang, 2002; Joh, 2005). تدعي نظرية الوكالة التقليدية بأن تركّز الملكية يعزّز قدرة المساهمين في مراقبة إدارة الشركة، ومنعها من اتخاذ القرارات التي تخدم المصالح الذاتية للإدارة، التي تؤثر سلباً على أداء الشركة. إن الإدعاء السابق لنظرية الوكالة يمكن أن يكون صحيحاً في بعض البيئات ذات البنية التشريعية القويّة، التي تحمي مصالح الأقلية من المساهمين مثل الولايات المتحدة الأمريكية. ولكن يجب ألا يغيب عن أعيننا أن تركّز الملكية يخلق مشكلات أخرى أهمّها تقسيم المساهمين إلى: أغلبية وأقلية، ومع وجود بيئة تشريعية ضعيفة لا تساهم في حماية الأقلية من أصحاب المصالح في الشركة، سيكون التركيز عندئذ ذا تأثير سلبي على أداء الشركة، كما وجد سابقاً في بورصة البحرين (Khamis, Hamdan, and Elali, 2015). وأكد نتائج ما توصلت إليه دراسة Abuserdaneh, Zureikat & Al-Sheikh, (2010) من وجود تأثير سلبي لتركّز الملكية في أداء الشركات المدرجة في سوق عمّان للأوراق المالية. وعودة إلى علاقة تركّز الملكية بتكاليف الوكالة في بورصة البحرين؛ فإن افتراضنا في هذه الدراسة الحالية يبقى في تبني الرأي القائم على وجود علاقة عكسية بين تركّز الملكية وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين.

ملكية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة:

إنّ علاقة الوكالة بين ملاك الشركة ومديرها تؤدي حتماً إلى زيادة تكاليف الوكالة؛ لأنّه -وببساطة- فإنّ المديرين قد لا يعملون لصالح الملاك بقدر ما يعملون لصالحهم (Milgrom and Roberts, 1992). هذا السلوك الانتهازي للمديرين يشمل: الإسراف في تخصيص العلاوات لأنفسهم، واختيار الفرص الاستثمارية بناءً على مصالحهم الذاتية، وغيرها من الأساليب التي من شأنها زيادة ثروة المديرين على حساب الملاك (Fleming et al., 2005). إنّ من المؤكّد أنّ مراقبة هذا السلوك من الملاك يحتاج إلى تكاليف من أجل الحفاظ على حالة التوازن بين مصالح المديرين والملاك. وقد كانت هناك العديد من المحاولات لقياس تكاليف الوكالة؛ أولى هذه المحاولات كانت من قبل "جيمس أنج وزملائه" عام 2000 التي قامت على التساؤل فيما إذا كان هناك فرق في تكاليف تشغيل الشركة والاستفادة من أصولها بين شركات لا تتحمل أية تكاليف وكالة وهي التي تُدار من قبل ملاكها فقط، وشركات أخرى تُدار من قبل غير ملاكها التي يتم فيها الفصل بين الملكية والإدارة؛ ففي الشركات التي تُدار من ملاكها فقط، لا يوجد هناك فصل بين الإدارة والملكية، وكافة القرارات تصبّ في مصلحة حملة الأسهم (الملاك)، أمّا الشركات الأخرى التي يتم الفصل فيها بين الإدارة والملكية، أو يكون للمديرين نسبة منخفضة من الملكية فإنّ المديرين يسعون إلى الإفراط في استهلاك العلاوات، واستهلاك مصروفات شخصية أكبر، مقابل بذل أقلّ جهد لتحقيق مصلحة الشركة. وبناءً على ذلك، فإنّ هناك تناسباً عكسياً بين ملكية المديرين في أسهم الشركة وتكاليف الوكالة (Jensen and Meckling, 1976)، ووفقاً لذلك فإنّ الدراسة تفترض وجود علاقة عكسية بين نسبة ملكية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين.

الملكية المؤسسية وتكاليف الوكالة:

توفّر الملكية من خارج الشركة — كالملكية المؤسسية — وسيلة إضافية لمراقبة تصرفات الإدارة (McKnight and Weir, 2009). وقد بيّنت دراسة Brickley, Lease, and Smith (1988) أنّ أصوات المستثمرين من المؤسسات غالباً ما تدعم

عدم سيطرة فئات محدودة من حملة الأسهم على قرارات الشركة، ومعارضة أية قرارات قد تبدو في غير صالح حملة الأسهم. كما أنّ للمستثمرين من المؤسسات حافزاً قوياً للبحث عن الشركات التي تتميّز بأنّها ذات حوكمة مؤسسية مرتفعة (Chung and Zhang, 2011). ولكن يبدو أنّ هذه العلاقة ما كانت لتتحقق بغير الأسواق المالية المتقدّمة ذات البيانات التشريعية التي تحكم العلاقة بين أصحاب المصالح؛ فدراسة Hamdan and Al-Sartawi (2013) لم تجد ميلاً من المستثمرين المؤسسيين للاتجاه نحو الاستثمار في الشركات ذات الحوكمة المؤسسية المرتفعة في السوق المالية الكويتية. وبالعودة لعلاقة الملكية المؤسسية بتكاليف الوكالة، فقد جادل Pound (1988) أنّ المستثمرين من المؤسسات لديهم من الخبرة والموارد ما يمكنهم من إدارة الشركة بأقلّ تكاليف، وبأفضل تنظيم يضمن تحقيق العدالة بين مختلف الأطراف داخلها، بينما لم تجد دراسات أخرى (Singh and Davidson, 2003؛ Doukas et al., 2000) دوراً للملكية المؤسسية في تخفيض تكاليف الوكالة؛ وقد يعزى ذلك لعدم امتلاكهم الخبرة والوقت للعمل على مراقبة تصرفات الإدارة. ومهما يكن من أمر الاختلاف في الدراسات السابقة، فإنّ الدراسة الحالية تفترض وجود تأثير للملكية المؤسسية في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين.

الملكية الأجنبية وتكاليف الوكالة:

يواجه المستثمرون الأجانب العديد من المخاطر؛ وعلى وجه الخصوص عند استثمارهم في الاقتصاديات المتقلّبة، وتتضمن هذه المخاطر: التقلّبات السياسية، ونقص المعلومات أو ما يعرف بعدم تماثل المعلومات (information asymmetry)، ونقص التشريعات التي تحمي المستثمرين (LaPorta et al., 1999). وعليه؛ فإنّ المستثمرين الأجانب لديهم الكثير من القلق بشأن من يدير استثماراتهم (Frith et al., 2008). وقد تباينت الآراء حول تأثير الملكية الأجنبية في تكلفة الوكالة. فمن جانب؛ يرى البعض أنّ وجود المستثمرين الأجانب يشكل ضغطاً كبيراً على الإدارة لتعديل سلوكها نحو خدمة مصلحة حملة الأسهم؛ نظراً للقدرة الكبيرة لدى المستثمرين الأجانب على مراقبة تصرفات الإدارة

مشكلات الوكالة، ومراقبة تصرفات المديرين؛ وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة (Frith et al., 2008; Ang et al., 2000).

منهجية الدراسة:

بورصة البحرين وأسس اختبار العينة:

يعود تاريخ تأسيس أول شركة مساهمة بحرينية إلى العام (1957)، ليتواصل بعدها تأسيس الشركات المساهمة لتصل ذروتها في الثمانينيات من القرن الماضي، وهي الفترة التي شهدت نشاطاً كبيراً في تداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بسوق "الجوهرة"، ثم ما لبث أن شهد انهياراً حاداً متزامناً مع الانهيار الذي شهده سوق المناخ في الكويت عام (1983). لجأت بعدها حكومة البحرين إلى تأسيس سوق رسمي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) عام (1987)، ليبدأ هذا السوق عمله عام (1989) بعدد شركات لا يتجاوز تسعة وعشرين (29) شركة فقط، وفي العام (2010) تم تأسيس بورصة البحرين لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية¹، وقد بلغ عدد الشركات المدرجة فيها حتى تاريخ هذه الدراسة (42) شركة بحرينية، وقد بدأت الدراسة بتجميع البيانات الضرورية لتقدير متغيرات الدراسة من جميع هذه الشركات جميعها، ولفترة ثلاثة عشر (13) عاماً تمتد من (2002-2014)؛ مع استبعاد للشركات التي أدمجت أو أوقلت خلال فترة الدراسة، والأخرى التي لم تتوفر لها البيانات الضرورية، ولتصل عينة الدراسة إلى واحد وثلاثين (31) شركة تمثل ما نسبته (74%) تقريباً من مجتمع الدراسة. هذا؛ ويبين الجدول رقم (1) أسس اختيار عينة الدراسة موزعة على القطاعات المختلفة داخل بورصة البحرين.

لامتلاكهم الخبرة الكافية، وبالتالي فالعلاقة هي عكسية بين الملكية الأجنبية وتكاليف الوكالة (Anderson et al., 2001). ومن جانب آخر؛ يرى البعض أنّ البعد الجغرافي لهؤلاء المستثمرين، ونقص ما لديهم من معلومات، قد لا يمكنهم من مراقبة تصرفات الإدارة، وبالتالي ارتفاع تكاليف الوكالة (Boardman et al., 1994). في هذه الدراسة فإننا نفترض وجود تأثير عكسي لنسبة الملكية الأجنبية في تكاليف الوكالة.

عوامل أخرى في التأثير على تكاليف الوكالة:

أشارت العديد من الدراسات (Agrawal and Knoeber, 1996; Seetharaman et al., 2001; Fleming et al., 2005) إلى أنّ التمويل بالدين يشكل آلية أخرى غير آليات هيكل الملكية في مراقبة تصرفات الإدارة؛ فالتمويل بالدين يشكل مراقبة للإدارة من قبل المقرضين الذين يضعون العديد من الشروط على استغلال الأصول وعلى حوافز الإدارة. ومن جانب آخر؛ فإنّ الديون تحدّ من التدفقات النقدية الحرة التي يمكن المديرين استغلالها في مصالحهم الشخصية، أو في الدخول في مشروعات ذات مردود سلبي على الشركة (Jensen, 1986). وأخيراً فإنّ التمويل بالدين يَبْقَى نسبة ملكية المديرين من أسهم الشركة مرتفعة مما يحفزهم على العمل لصالح الشركة عن المفاضلة بين إصدار أسهم ملكية جديدة أو التمويل بالدين (Fleming et al., 2005). أمّا عن علاقة حجم الشركة بمشكلات الوكالة فيها؛ فمن المحتمل أن تواجه الشركات كبيرة الحجم تكاليف وكالة أقل؛ نظراً لتعرضها للمراقبة من أكثر من جهة كونها تشكل ثقلًا اقتصاديًا (Singh and Davidson, 2003). ولكن من وجهة نظر أخرى، رأى العديد من الباحثين أنّ الشركات كبيرة الحجم تعاني من مشكلات وكالة أكثر، وبالتالي تكاليف وكالة أكبر؛ فالحجم الكبير للشركة، وتعقد عملياتها قد يُعيق سبل الرقابة عليها، على عكس الشركات الصغيرة التي تسهل السيطرة والرقابة عليها (Doukas et al., 2000; Fama & Jensen, 1983). كذلك فإنّ عمر الشركة يرتبط بعلاقة عكسية مع تكاليف الوكالة؛ فالشركات الأقدم تمتلك من الخبرة والدراية ما يمكنها من: تقليص

¹ للمزيد يمكن الاطلاع على موقع بورصة البحرين، الآتي:

www.bahrainbourse.net

جدول رقم (1) مجتمع الدراسة وعينتها

القطاع	الشركات المدرجة	الشركات المُستثناة	عينة الدراسة
البنوك	8	3	5
الاستثمار	12	3	9
التأمين	5	0	5
الخدمات	9	2	7
الصناعة	3	1	2
السياحة والفندقة	5	2	3
المجموع	42	11	31

نموذج الدراسة وأساليب قياس المتغيرات:

تبحث هذه الورقة العلمية في تأثير نوعية هيكل الملكية في الشركات البحرينية في تخفيض تكاليف الوكالة. وعليه؛ فقد طورت الدراسة نموذجها استناداً لمجموعة من المتغيرات المستقلة التي تتمثل في مؤشرات هيكل الملكية؛ وهي: تركيز الملكية، وملكية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية والمتغير التابع وهو تكاليف الوكالة. مع إضافة جملة من المتغيرات الضابطة؛ والتي تتعلق بخصائص الشركة هي: رقابة المقرضين (البنوك)، وحجم الشركة، وعمر الشركة. وقد ظهر الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة في الجدول رقم (2). أما أسلوب قياس تلك المتغيرات فقد تم تلخيصه كالآتي:

قياس تكاليف الوكالة:

هناك العديد من المؤشرات لتكاليف الوكالة التي وردت في أدبيات المحاسبة والاقتصاد المالي، لعل من أكثرها تداولاً في الدراسات السابقة نسبة الانتفاع من الأصول (Assets utilization ratio)، (Singh & Davidson, 2003; Florackis & Ozkan, 2008; McKnight Weir, 2009; Henry, 2010) التي تحسب من خلال قسمة المبيعات السنوية على مجموع أصول الشركة؛ فالشركات التي لديها نسبة منخفضة من الانتفاع بالأصول هي التي تعاني من ارتفاع في تكلفة الوكالة؛ جراء اتخاذ الإدارة لقرارات استثمارية غير صائبة، أو عدم بذلها للجهود الكافية في إدارة الشركة، أو نتيجة لانخفاض الإيرادات الذي قد ينتج عن عدم اتخاذ التدابير اللازمة لتسويق منتجات الشركة، أو جراء الإسراف في

الانفاق على الأصول غير المنتجة والكمالية، كالبذخ في إنشاء المكاتب، والمنتجات، ووسائل النقل (Ang et al., 2000). يُلاحظ من الجدول رقم (2) انخفاض الوسط الحسابي لهذا المتغير خلال سنوات الدراسة، وارتفاع الانحراف المعياري والفرق بين أكبر قيمة وأصغر قيمة؛ مما يُوْشر إلى انخفاض الانتفاع من الأصول في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، كما يُلاحظ أن هذا المتغير لم يقترب من توزيعه الطبيعي وفقاً للقواعد المشار إليها في الجدول رقم (2).

قياس متغيرات هيكل الملكية:

وظفت هذه الدراسة العديد من المتغيرات المرتبطة بهيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، والتي يتوقع أن لها دوراً في تكاليف الوكالة؛ وهي: نسبة تركّز الملكية (Concentration ownership)، ونسبة ملكية مجلس الإدارة من أسهم الشركة (Managerial ownership)، ونسبة الملكية المؤسسية (Institutional ownership)، وأخيراً نسبة الملكية الأجنبية (Foreign ownership). ويمكن تفصيلها كما يأتي:

تركّز الملكية: تبعاً لنظرية الوكالة لكل من Jensen and Meckling, (1976) فإنّه من المتوقع أنّ الشركات التي لديها نسبة مرتفعة من تركّز الملكية سوف تتحمل تكاليف وكالة أقل؛ بمعنى وجود علاقة عكسية بين نسبة تركّز الملكية وتكلفة الوكالة؛ فتركّز الملكية في يد عدد قليل من المديرين قد يساهم في اختيار الإدارة الكفوة التي تحقق مصالح الملاك عبر الاستغلال الأمثل للأصول؛ ممّا يخفّض من تكلفة الوكالة. وقد تمّ قياس متغير تركّز

في الجدول رقم (2)؛ إذ يُبين أنّ ما يزيد عن نصف الأسهم هي مملوكة للمؤسسات، في حين تكاد تكون بعض الشركات مملوكة بالكامل لها.

الملكية الأجنبية: اختلفت الآراء حول اتجاه تأثير الملكية الأجنبية في تكاليف الوكالة، فقد رأى البعض أن لها دوراً عكسياً في تكاليف الوكالة نظراً لامتلاك المستثمرين الأجانب الخبرة الكافية لمراقبة سلوك الإدارة، في حين رأى البعض الآخر أن لهم تأثيراً طردياً في زيادة تكاليف الوكالة نظراً لبعدهم الجغرافي ونقص ما لديهم من معلومات. ومهما يكن من أمر؛ فإنّ البحرين ذات السوق الاقتصادية الحرة والمفتوحة أمام المستثمرين الأجانب التي تزيد فيها هذه الملكية لأكثر من (31%)، فإننا نميل لإتباع الرأي الأول بوجود علاقة عكسية بين الملكية الأجنبية وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين؛ نظراً لأنّ معظم المستثمرين الأجانب هم من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربيّة، ذات البيئة الاقتصاديّة والاجتماعيّة المتشابهة، والموقع الجغرافي القريب، والتداخل الاجتماعي والاقتصادي بين هذه البلدان.

قياس المتغيرات الضابطة:

استندت الدراسة لمجموعة من المتغيرات الضابطة، هي: رقابة المقرضين (البنوك)، وحجم الشركة، وعمر الشركة، وقامت بإدراجها في نموذج العلاقة بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة، هذه المتغيرات من شأنها ضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وتخفيض الخطأ العشوائي، وصولاً لأفضل تمثيل لهذه العلاقة. وفيما يأتي تعريف بهذه المتغيرات:

رقابة المقرضين: أطّرت نظرية الوكالة لدور الدين في تقليص نزاعات الوكالة؛ إذ تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تقليص التدفقات النقدية الحرة التي يمكن أن تستغلها الإدارة في تحقيق مصالحها الشخصية (Jensen, 1986). وعليه؛ فإنّ المصارف المقرضة تؤدي للشركة دوراً مهماً في الرقابة على تصرفات إدارة الشركة، ودفعها نحو الاستغلال الأمثل لأصولها، وتقليص المصروفات غير الضرورية بهدف تحسين ربحية الشركة (Ang et al., 2000). وسابقاً جادل كل من Grossman and Hart (1982) أنّ وجود الدين يدفع المديرين

الملكيّة من خلال قسمة نسبة ملكيّة أكبر مساهم في الشركة، على نسبة تملك أكبر خمسة مساهمين في الشركة (Khamis et al., 2015). من الجدول رقم (2) يُلاحظ ارتفاع تركّز الملكيّة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين؛ إذ يتّضح أنّه بالمتوسط يسيّطر مستثمر واحد على أكثر من نصف الأسهم المملوكة لأكثر خمسة مساهمين، بينما في بعض الشركات امتلك مستثمر واحد نسبة (98%) من حصص أكبر خمسة مساهمين.

ملكيّة مجلس الإدارة: عادة ما تلجأ الشركات إلى زيادة ملكيّة الإدارة في أسهمها، في محاولة للتغلب على مشكلات تكاليف الوكالة، بحيث يصبح المالك هو المدير في آن واحد، ممّا يدفعه للعمل وفقاً لمصلحة الشركة لا لمصلحته الخاصة فيما لو لم يكن يملك من أسهم الشركة شيئاً، وعليه؛ فإنّ العلاقة بين ملكيّة الإدارة، وتكاليف الوكالة يتوقع أن تكون عكسية، على غرار ما توصلت إليه دراسة (Ang et al., 2000). من الجدول رقم (2) يُلاحظ انخفاض نسبة ملكيّة أعضاء مجلس الإدارة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين؛ إذ تجاوزت نسبة التملك (3%) بقليل خلال فترة الدراسة، بينما في شركات أخرى امتلك المديرون نسبة تزيد عن (47%) من أسهم الشركة، وشركات أخرى لم يمتلك المديرون فيها أي نسبة من الأسهم.

الملكيّة المؤسسية: أمّا العلاقة بين الملكية المؤسسية وتكاليف الوكالة فقد وجدت لها تأييداً واسعاً في الدراسات السابقة للدور الذي يمكن أن تؤديه الملكية المؤسسية في مراقبة تصرفات الإدارة (Shleifer & Vishny, 1986, 1997; Agrawal & Mandelker, 1990). وبشكل عام؛ فإنّ هناك اتفاق واسع في أدبيات هيكل الملكية بارتباط الملكية المؤسسية بتكاليف وكالة منخفضة (Frith et al., 2008)، فعادة ما يُنظر إلى المستثمر المؤسسي على أنّه يملك الخبرة والكفاءة في مراقبة تصرفات الإدارة؛ ممّا يخفض بالتالي من تكلفة الوكالة (Henry, 2010). ويقصد بالملكيّة المؤسسية جميع المستثمرين من غير الأفراد، بمعنى المستثمرين من: الشركات، وصناديق التقاعد وغيرها (Hamdan & Sartawi, 2013). تسود في الشركات المدرجة في بورصة البحرين سيطرة الملكية المؤسسية على الشركات المساهمة العامّة، وهذا ما يُلاحظ من المؤشرات الإحصائية الظاهرة

حجم الشركة: استناداً على التأطير النظري لفرضيات الدراسة السابقة؛ فإن حجم الشركة يتوقع أن يرتبط بعلاقة عكسية مع تكاليف الوكالة. واختبار ذلك تم إدراج حجم الشركة ضمن المتغيرات الضابطة للدراسة، وقد تمّ قياس هذا المتغير من خلال اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة.

نحو استهلاك علاوات أقل، مع تحسين أدائهم في قيادة الشركة نحو تحقيق أفضل النتائج؛ لتلافي خطر الإفلاس، وفقدان مناصبهم. وقد تمّ قياس هذا المتغير بالرافعة المالية، ويتوقع أن يكون له علاقة عكسية بتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، على غرار الدراسات السابقة مثل: (Myers & Majulf, 1984; Williams, 1987; Lasfer, 1995; John, 2010).

جدول رقم (2) متوسط المتغيرات الأساسية والضابطة للدراسة خلال الفترة (2002-2014)

تنص الفرضية العدمية لاختبار Jarque-Bera أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. القيمة للأعلى هي للاختبار، وأسفل منها بين قوسين (قيمة الاحتمال). النجمة تعني: البيانات موزعة طبيعياً عند *5%. قيمة الالتواء القريبة من الصفر مع التفرطح القريب من الرقم (2) يشير إلى اقتراب المتغير من توزيعه الطبيعي (Gujarati, 2003). تم معالجة المتغيرات التي لا تقترب من توزيعها الطبيعي بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لها. عدد المشاهدات في كل متغير هي 403 مشاهدة (31 شركة × 13 عاماً).

المؤشرات الاحصائية												المتغير
المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أكبر قيمة	أقل قيمة	الالتواء	التفرطح	Jarque-Bera					
تكاليف الوكالة	0.292	0.367	1.941	0.000	1.963	6.973	486.2					
							(0.000)					
تركز الملكية	600.59	900.23	000.98	300.26	0.139	1.515	35.6					
							(0.000)					
ملكية مجلس الإدارة	3.342	9.900	47.140	0.000	3.463	14.478	280.0					
							(0.000)					
الملكية المؤسسية	54.736	26.869	94.510	0.000	-0.463	2.029	28.1					
							(0.000)					
الملكية الأجنبية	31.630	30.000	94.510	0.000	0.597	1.989	38.2					
							(0.000)					
الرافعة المالية	0.431	0.321	1.155	0.000	0.162	1.533	35.2					
							(0.000)					
حجم الشركة (آلاف الدنانير البحرينية)	775,144	2,128,955	12,344,488	4,008	3.822	16.952	39.4					
							(0.000)					
عمر الشركة	25.816	9.893	54.000	14.000	0.001	3.310	1.5*					
							(0.474)					

خصّص هذا الجزء من الدراسة لتحليل أولي للعلاقة بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين؛ إذ تمّ تقسيم عيّنة الدراسة إلى قسمين بناءً على قيمة الوسيط (Median) لكلّ مؤشر من مؤشرات هيكل الملكية، وفي كلّ قسم تمّ حساب متوسط (Mean) نسبة الاندفاع من الأصول خلال فترة الدراسة (2002-2014)، واختبار الفرق بين

عمر الشركة: تمّ قياس هذا المتغير بعدد السنوات منذ تأسيس الشركة إلى تاريخ الدراسة، ويتوقع أن يكون لهذا المتغير علاقة عكسية مع تكاليف الوكالة.

التحليل المبني للعلاقة بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين:

القسمين تم استخدام الاختبار المعلمي: اختبار الفرق بين عينتين مستقلتين (Two Independent Samples T Test)، والاختبار غير المعلمي للعينتين المستقلتين: "كرومغروف-سميرنوف" (Kolmogorov - Smirnov Z Test). وقد ظهرت النتائج في الجدول رقم (3).

العلاقة بين تركّز الملكية وتكاليف الوكالة:

كما يظهر في الجدول رقم (3) فقد تم تقسيم عيّنة الدراسة إلى: شركات تتميز بتركّز ملكية مرتفعة، وأخرى تتميز بمستوى منخفض من تركّز الملكية، وقد تبين أنّ الشركات ذات تركّز الملكية المنخفض تتميز بنسبة انتفاع أكبر من الأصول؛ إذ بلغت (35.5%)، بينما كانت نسبة الانتفاع من الأصول في الشركات ذات تركّز الملكية المرتفعة ما يقارب (21.2%)، هذا الاختلاف بين الشركات كان ذا دلالة إحصائية عند أقل من (1%) وفقاً للاختبار المعلمي والآخر غير المعلمي. وهذا يعطي مؤشراً أولياً على أنّ تركّز الملكية يرتبط بعلاقة طردية بارتفاع تكاليف

الوكالة؛ إذ أنّ سيطرة عدد قليل من المستثمرين على أسهم الشركة وامتلاكهم لقرار تعيين مجلس الإدارة، قد يدفع بمديرين من غير ذوي الخبرة في إدارة الشركة، ممّا ينتج عنه سوء استغلال للأصول، أو استغلال مقدرات الشركة لصالح هذه الفئة القليلة المسيطرة.

العلاقة بين ملكية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة:

أمّا العلاقة بين ملكية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، فإنّها تتسجم مع نظرية الوكالة؛ إذ يتضح من الجدول رقم (3) أنّ الشركات التي يمتلك فيها المديرون نسبة أكبر من الأسهم انخفضت فيها تكاليف الوكالة، على العكس من الشركات ذات الملكية المنخفضة من ملكية الإدارة، وقد كان هذا الاختلاف ذا دلالة معنوية عند أقل من (1%). إنّ الهدف من زيادة تملك المديرين من أسهم الشركة هو تخفيض نزاعات الوكالة؛ وبالتالي التكاليف الناتجة عنها، لأنّ المديرين سيعملون لصالح الشركة التي هي تعكس مصالحهم الشخصية.

جدول رقم (3)

اختلاف مستويات تكاليف الوكالة تبعاً لاختلاف هيكل الملكية في الشركات البحرينية خلال الفترة (2002-2014)

تم تقسيم متغيرات هيكل الملكية إلى مرتفعة وأخرى منخفضة بناءً على قيمة الوسيط؛ فالشركات التي تساوي أو تزيد نسبة التملك فيها عن نسبة الوسيط تعتبر من الشركات مرتفعة الملكية، وما دون ذلك تعتبر من الشركات منخفضة الملكية، وفي كل فئة تم إيجاد متوسط نسبة الانتفاع من الأصول. في اختبارات الفروق؛ القيمة للأعلى هي للاختبار، وأسفل منها بين قوسين هي (p-value). الرموز تعني أن الفرق في نسبة الانتفاع من الأصول بين الملكية المرتفعة والأخرى المنخفضة ذا دلالة إحصائية عند: ***1%، أو **5%، أو *10%.

متغيرات هيكل الملكية	المستوى	نسبة الانتفاع من الأصول	اختبارات الفروق	
			t-test	Z-test
تركز الملكية	مرتفعة	2.21	-3.917***	2.299***
	منخفضة	5.35	(0.000)	(0.000)
ملكية مجلس الإدارة	مرتفعة	0.51	5.689***	2.458***
	منخفضة	8.23	(0.000)	(0.000)
الملكية المؤسسية	مرتفعة	2.16	-6.909***	3.245***
	منخفضة	5.40	(0.000)	(0.000)
الملكية الأجنبية	مرتفعة	7.15	-7.182***	3.149***
	منخفضة	8.40	(0.000)	(0.000)

التعارض بين مختلف الأطراف ذوي العلاقة بالشركة، وتخفض تكاليف الوكالة. غير أنّ ما يظهره الجدول رقم (3) يشي بأنّ الملكية المؤسسية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين قد

العلاقة بين الملكية المؤسسية وتكاليف الوكالة:

يفترض بالملكية المؤسسية أن تحسن من مستوى حوكمة الشركات (Hamdan & Sartawi, 2013) التي من شأنها أن تزيل

$Agency\ Costs_{it}$: متغير متصل؛ يعبر عن تكاليف الوكالة للشركة (i) خلال الفترة (t) والذي تم قياسه من خلال نسبة الانشغال من الأصول.

β_0 : قيمة الثابت في النموذج، وهي مستوى تكاليف الوكالة بدون أخذ أثر عوامل هيكل الملكية والمتغيرات الضابطة الأخرى.

$\beta_{1..8}$: الميل للمتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج.

$ConcOwn_{it}$: متغير متصل؛ نسبة تركيز الملكية في الشركة (i) في السنة (t)، وتم قياسه من خلال قسمة نسبة ملكية أكبر مساهم على نسبة ملكية أكبر خمسة مساهمين.

$MangOwn_{it}$: متغير متصل؛ نسبة ملكية مجلس الإدارة في أسهم الشركة (i) في السنة (t).

$InstitOwn_{it}$: متغير متصل؛ نسبة الملكية المؤسسية في الشركة (i) في السنة (t).

$ForeOwn_{it}$: متغير متصل؛ نسبة الملكية الأجنبية في الشركة (i) في السنة (t).

$Leverage_{it}$: متغير متصل؛ الرافعة المالية للشركة (i) في السنة (t)، وهي عبارة عن مجموع الالتزامات على مجموع الأصول.

$Size_{it}$: متغير متصل؛ حجم الشركة (i) في السنة (t)، وقد تم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة.

Age_{it} : متغير متصل؛ عمر الشركة (i) في السنة (t).

$Industry_{it}$: متغير وهمي (dummy variable) يبين نوع القطاع الذي تنتمي له الشركة، ويعطى الرقم (1) إذا كانت الشركة تنتمي لقطاع معين، والرقم (صفر) لغير ذلك.

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

اختبار جذر الوحدة:

تستند هذه الدراسة إلى سلسلة زمنية ممتدة لمدة ثلاثة عشر عاماً (2002-2014)، ومن أجل التعرف على درجة تكامل المتغيرات الأساسية في نموذج الدراسة تم اختبار سكون السلسلة الزمنية (جذر الوحدة Unit Root) كخطوة أولى في التحليل؛ من أجل تفادي الخطأ في التقدير. إن الأبحاث التطبيقية التي تستخدم السلاسل الزمنية تفترض استقرار تلك السلاسل (Stationarity)، التي تشترط أن يكون متوسطها وتباينها ثابتين، كما أن قيمة التغاير (Covariance) بين فترتين زمنيةيتين تعتمد فقط على

أدت دوراً سلبياً في تكاليف الوكالة؛ فالشركات المسيطر عليها من قبل المؤسسات، تزيد فيها تكاليف الوكالة؛ نظراً لتنازع المصالح بين مختلف الأطراف، وقد يعود فقدان المستثمرين من المؤسسات لدورهم في تخفيض تكاليف الوكالة إلى انخفاض خبرتهم في هذا المجال، أو إلى تدخل عوامل أخرى في اختيارهم للمديرين الممثلين لهم في إدارة تلك الشركات على أسس شخصية غير مهنية.

العلاقة بين الملكية الأجنبية وتكاليف الوكالة:

على خلاف ما توقعناه سابقاً من وجود علاقة ايجابية للملكية الأجنبية في تخفيض تكاليف الوكالة؛ نظراً لامتلاكهم الأدوات الرقابية والخبرة الكافية لذلك؛ إلا أن الجدول رقم (3) يُبين أن نسبة الانشغال من الأصول هي أفضل في الشركات ذات الملكية الأجنبية المنخفضة، وبالتالي تكاليف وكالة أقل. وقد يعود ذلك إلى بعدهم الجغرافي، وبالتالي انخفاض ما يمتلكون من أدوات رقابية على أعمال الإدارة، وانخفاض ما لديهم من معلومات حول عملياتها التشغيلية، واهتمامهم فقط بجني الأرباح بدون الاهتمام بالقضايا الأخرى للشركة.

الدراسة التطبيقية:

في هذا الجزء من الدراسة سيتم بناء وتحليل نموذج الدراسة، ومن ثم استخدام أساليب الاقتصاد القياسي في التحقق من صحته، وتوقع العلاقة بين متغيراته، وصولاً لاختباره من أجل إثبات أو نفي فرضيات الدراسة.

نموذج الدراسة التطبيقي:

تهدف هذه الدراسة إلى بيان تأثير هيكل الملكية في الحد من نزاعات الوكالة داخل الشركات المدرجة في بورصة البحرين ومن ثم تخفيض تكلفة الوكالة؛ لذا تم بناء النموذج رقم (1)، والذي يعبر طرفه الأيسر عن المتغير التابع "تكاليف الوكالة"، في حين يعبر طرفه الأيمن عن المتغيرات المستقلة والضابطة "مكونات هيكل الملكية وخصائص الشركة".

$$Agency\ Costs_{it} = \beta_0 + \beta_1 ConcOwn_{it} + \beta_2 MangOwn_{it} + \beta_3 InstitOwn_{it} + \beta_4 ForeOwn_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Industry_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

حيث أن:

تظهر نتائج الاختبارات في الجدول رقم (4) أن بعض السلاسل الزمنية (ملكية مجلس الإدارة، والملكية الأجنبية، والرافعة المالية، وحجم الشركة) غير ساكنة عند المستوى، وعند أخذ الفرق الأول للمستوى (1^{st} difference) وإعادة الاختبار لها تبين بأن جميع السلاسل الزمنية أصبحت ساكنة عند الفرق الأول بمستوى معنوية أقل من (1%) وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية بأن بيانات السلاسل الزمنية للدراسة غير مستقرة؛ ويمكن الاستناد عليها في اختبار الفرضيات في الخطوة الآتية.

الجدول رقم (4) نتائج اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية

تتص الفرضية العدمية في اختباري ADF و PP على أن السلسلة الزمنية غير مستقرة (non-stationary) أو أنها تحتوي على جذر الوحدة (بمعنى أنها غير ساكنة). القيمة للأعلى هي لاختبار Fisher Chi-square وأسفل منها بين قوسين (p-value) قيمة الاحتمال لهذا الاختبار. الرموز تعني: أن السلسلة الزمنية ساكنة عند مستوى ***1%، **5%، *10% على التوالي.									
المتغيرات		للمستوى		للفرق الأول					
Agency Costs	تكاليف الوكالة	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
		150.914***	94.853***	135.603***	238.149***	(0.000)	(0.005)	(0.000)	(0.000)
ConcOwn	تركز الملكية	5.129***	5.216***	7.1125***	23.770***	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
MangOwn	ملكية مجلس الإدارة	0.746	5.767***	16.499***	18.755***	(0.990)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
InstitOwn	الملكية المؤسسية	4.926***	4.959***	6.831***	17.296***	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
ForeOwn	الملكية الأجنبية	1.595	3.174**	5.046***	6.839***	(0.470)	(0.033)	(0.001)	(0.000)
Leverage	الرافعة المالية	70.403	79.863*	124.538***	274.200***	(0.217)	(0.063)	(0.000)	(0.000)
Size	حجم الشركة	45.866	49.713	101.805***	194.234***	(0.938)	(0.870)	(0.001)	(0.000)
Age	عمر الشركة	5.646***	5.644***	6.279***	12.401***	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

نماذج الانحدار الطولي إلى أسلوب التأثيرات الثابتة (firm fixed-effect approach FE)، 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

نموذج البيانات الطولية لاختبار فرضيات الدراسة: 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 أكبر، وكفاءة أكثر (Gujarati, 2003). وتنقسم

لكل متغير من المتغيرات المستقلة، ومن ثم يتم إيجاد معامل (Variance Inflation Factor VIF)؛ إذ يُعدّ هذا المعامل مقياساً لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة. إنّ الحصول على قيمة (VIF) أعلى من (5) يشير إلى وجود مشكلة التعدد الخطّي للمتغير المستقل المعني. وعليه؛ فإن نتائج (VIF) الظاهرة في الجدول رقم (5) تؤكد صلاحية نموذج الدراسة وبخلوه من مشكلة التداخل الخطّي. هذا النموذج الذي ظهرت قيمة الثابت له بدلالة احصائية عند أقل من واحد بالمائة، وكذلك قيمة اختبار "فيشر"، وجميعها مؤشرات على جودة النموذج وقدرته على تفسير العلاقة بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين. ولذا؛ فقد بيّنت احصائية معامل التحديد (R^2) أن (34%) من التغيرات في تكاليف الوكالة انما تفسّر من خلال هيكل الملكية والمتغيرات الضابطة الأخرى.

أثر تركّز الملكية في تكاليف الوكالة:

افترضت الدراسة وجود تأثير عكسي لتركّز الملكية في تكاليف الوكالة، بمعنى وجود تأثير طردي بين تركّز الملكية ونسبة الانقاع من الأصول، إلّا أنّ النتائج الظاهرة في الجدول رقم (5) حول تأثير تركّز الملكية في نسبة الانقاع من الأصول تظهر أنّ هناك علاقة عكسيّة بينهما ذات دلالة إحصائية عند أقل من (1%)؛ بمعنى وجود تأثير طردي لتركّز الملكية في تكاليف الوكالة. حيث أنّ تركّز الملكية في أيدي مساهمين محددين في الشركات المدرجة في بورصة البحرين سوف يزيد من تكاليف الوكالة في تلك الشركات، وهي نتيجة لا تتفق ونظرية الوكالة، وكذلك العديد من الدراسات التي بيّنت وجود تأثير عكسي لتركّز الملكية في تكاليف الوكالة (Frith et al., 2008). إنّ هذه النتيجة قد تُفسّر بعدم اتخاذ الملاك الإجراءات الكافية في اختيار المديرين الذين يمثلون مصالحهم، ويحققون أعلى نسبة انقاع من أصول الشركة، وتغليب مصالح الشركة على مصالحهم الذاتية.

الخطأ ε_i (العوامل الأخرى المؤثرة في تكاليف الوكالة)، والمتغيرات المنحدرة $X's$ (هيكل الملكية). فإذا كان الافتراض بأن ε_i و $X's$ غير مرتبطتين، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يكون أفضل، وإلا فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل. في الدراسة الحالية؛ فإنّه لا يمكن إلّا افتراض وجود ارتباط بين الخطأ العشوائي والمتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة؛ ومن أهمّها وجود ارتباط بين دور هيكل الملكية في تحديد هيكل الإدارة في الشركة، مما يجعل من تطبيق نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملاءمة لطبيعة الدراسة. وهذا ما أكّده اختبار "هاوسمان" (Hausman Test)؛ وفيه الفرض العدمي أنّ مقدّرات نموذج التأثيرات الثابتة (FE) ومقدّرات نموذج التأثيرات العشوائية (EF) غير مختلفة، أمّا إذا تمّ رفض الفرض العدمي فإنّ ذلك يكون دليلاً على أنّ نموذج التأثيرات العشوائية غير مناسب، ومن الأفضل استخدام نموذج التأثيرات الثابتة. وقد ظهر احتمال "هاوسمان" "كاي تربيع" لنموذج الدراسة الظاهرة في الجدول رقم (5) دالاً إحصائياً؛ ممّا يعني أنّ مقدّرات نموذج التأثيرات الثابتة (FE) هو الأفضل لتمثيل العلاقة، وهو ما يؤكّد افتراض الباحثين بأنّ ε_i و $X's$ مرتبطتين. وعليه؛ تمّ عرض نتائج اختبار نموذج التأثيرات الثابتة في الجدول رقم (5)، ومنه يُلاحظ أنّ احصائية "داربن واتسون" تساوي (2.241) وهي تقع في المدى الملائم لهذا الاختبار (1.5-2.5). ويشعر الاقتصاديون القياسيون بالاطمئنان إلى نتائجهم عندما تكون قيمة "داربن واتسون" المحسوبة قريبة من (2) ويعتدون أنّ مشكلة الارتباط الذاتي ليست حادة؛ إذ لا دليل على وجود ارتباط ذاتي وموجب. إنّ قوّة النموذج الخطّي العام (General Linear Model GLM) تعتمد أساساً على فرضيّة استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة، وإذا لم يتحقّق هذا الشرط؛ فإنّ النموذج الخطّي العام عندئذ لا يصلح للتطبيق، ولا يمكن اعتباره جيداً لعملية تقدير المعلمات؛ ولتحقيق ذلك يتمّ استخدام مقياس (Collinearity Diagnostics)، باحتساب معامل (Tolerance)

الجدول رقم (5) نتائج اختبار نموذج التأثيرات الثابتة

تنص الفرضية المدمية على عدم وجود أثر لمتغيرات هيكل الملكية في تكاليف الوكالة. إن ظهور علاقة سلبية بين مؤشرات هيكل الملكية والمتغير التابع "نسبة الانتفاع من الأصول" يشير إلى وجود علاقة طردية بين مؤشرات هيكل الملكية وتكاليف الوكالة. قيمة (T) الحرجة عند درجات حرية (402)، ومستوى ثقة 90%، 95%، 99% هي: 1.282 و 1.645 و 2.326 على التوالي. قيمة (F) الحرجة، عند درجات حرية في المقام (394 = 403 - 8 - 1 = n - β - 1)، ودرجات حرية عند البسط (β = 8)، ومستوى ثقة 90%، 95%، 99% هي: 1.77، و 2.10، و 2.80 على التوالي. للأعلى: قيمة اختبار T وأسفل منها بين قوسين (p-value). ذات دلالة إحصائية عند أقل من: *10%، **5%، و ***1%.						
المتغيرات	VIF	أسلوب التأثيرات الثابتة	β	t-Statistic		
الثابت في النموذج		Constant	0.829	9.168***	(0.000)	
متغيرات هيكل الملكية:						
تركز الملكية	1.095	ConcOwn	-0.365	-5.286***	(0.000)	
ملكية مجلس الإدارة	1.099	MangOwn	0.001	0.050	(0.960)	
الملكية المؤسسية	1.791	InstitOwn	-0.005	-6.609***	(0.000)	
الملكية الأجنبية	1.772	ForeOwn	-0.002	-2.241**	(0.026)	
المتغيرات الضابطة:						
الرافعة المالية	1.892	Leverage	0.032	0.455	(0.650)	
حجم الشركة	1.900	Size	-0.046	-3.788***	(0.000)	
عمر الشركة	1.296	Age	0.002	1.028	(0.305)	
معامل الارتباط		R	0.583			
معامل التحديد		R ²	0.340			
إختبار "فيشر"		F-Statistic	26.917***			
احتمال إختبار "فيشر"		p-value (F)	0.000			
اختبار "هاوسمان" (كاي تربيع)		Hausman Test (Chi ²)	13.119			
احتمال اختبار "هاوسمان" (كاي تربيع)		p-value (Chi ²)	0.037			
إختبار "داربين واتسون"		Durbin-Watson stat	2.241			

أثر ملكية مجلس الإدارة في تكاليف الوكالة:

يلجأ الملاك إلى زيادة نسبة تملك المديرين من أسهم الشركة، عبر مكافآت على شكل أسهم أو غيرها من الوسائل، وذلك في سبيل دفعهم للعمل لمصلحة الشركة بدلاً من مصالحهم الشخصية، وعليه فمن المتوقع أن ترتفع نسبة الانتفاع من الأصول عند زيادة نسبة تملك مجلس الإدارة من الشركة، وبالتالي وجود علاقة عكسية بين نسبة تملك مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة. إلا أن هذه العلاقة لم

تكن ذات دلالة إحصائية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، فهذه السياسة لم تؤت أكلها في تخفيض نزاعات الوكالة، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين. لا تتفق هذه النتيجة مع نتائج العديد من الدراسات السابقة التي وجدت تأثيراً مهماً إحصائياً لملكية مجلس الإدارة في تخفيض تكاليف الوكالة؛ ومنها دراسة (Ang et al., 2000) التي وجدت أن من شأن ملكية الإدارة أن تخفض من نزاعات وتكاليف الوكالة

افتراض الدراسة التأثير الإيجابي لهذه الملكية في تكاليف الوكالة قد تمّ نفيه بناءً على هذه النتائج؛ فازدياد الملكية الأجنبية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين من شأنه أن يترك حرية أكبر للمديرين للعمل لمصالحهم الخاصة على حساب مصالح ملائكتها؛ ممّا يزيد من تكاليف الوكالة.

نتائج إضافية:

يظهر الجدول رقم (5) مزيداً من النتائج حول العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، وهي تتعلق بالمتغيرات الضابطة التي تمّ إدراجها في النموذج. فيما يتعلق برقابة المقرضين ودورها في الحدّ من تكاليف الوكالة، يظهر الجدول رقم (5) أنّ لها دوراً إيجابياً في تحسين نسبة الانتفاع من الأصول؛ فالحدّ من التدفقات النقدية التي يمكن استغلالها من قبل المديرين لتحقيق مصالحهم، والدور الفعّال لرقابة المؤسسات المصرفية على أداء المديرين بما تملكه من خبرة طويلة، ساهم في تقليص تكاليف الوكالة. غير أنّ هذا الأثر لم يكن ذا دلالة إحصائية، ولا يمكن تعميم هذه النتيجة في بورصة البحرين؛ ربما لصغر حجم هذه السوق الناشئ، وعدم تفعيل آليات الرقابة المختلفة، ومنها رقابة المقرضين.

إنّ الشركات كبيرة الحجم قد تعاني من تكاليف وكالة أكبر؛ لصعوبة الرقابة عليها؛ لكبر حجمها، وتعقد عملياتها المالية والتشغيلية، على عكس الشركات الصغيرة التي تسهّل السيطرة والرقابة عليها (Doukas et al., 2000; Fama & Jensen, 1983)؛ وهذا ما تحقق في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، فقد لوحظ من اختبار المتغيرات الضابطة في الجدول رقم (5) أنّ حجم الشركة يرتبط بتأثير عكسي ذي دلالة إحصائية مع نسبة الانتفاع من الأصول، وبالتالي له تأثير طردي مع تكاليف الوكالة. ممّا يعني أنّ الشركات كبيرة الحجم هي التي كانت تتعرض لتكاليف الوكالة أكثر من الشركات صغيرة الحجم.

أمّا عمر الشركة فقد تبين أنّ له تأثيراً عكسياً على تكاليف الوكالة (وطردياً مع نسبة الانتفاع من الأصول)؛ فالشركات الأقدم لها من الخبرة والآليات ما يمكنها من حل نزاعات الوكالة، التي تنشأ بين مديريها وملائكتها، غير أنّ هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية في بورصة البحرين، ولا يمكن تعميمها.

في الشركات الأمريكية. ويمكننا تبرير عدم وجود تلك العلاقة المفترضة بانخفاض نسبة تملك المديرين لأسهم الشركات المدرجة في بورصة البحرين، فكانت الملكية أقرب للشكلية منها للمؤثر الفعّال في تحسين عملية استغلال الأصول، وتخفيض تكاليف الوكالة، مع غياب الرقابة بالوسائل الأخرى للملاك على تصرفات الإدارة.

أثر الملكية المؤسسية في تكاليف الوكالة:

على الرغم من انتشار الملكية المؤسسية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، وتجاوزها لنسبة (54%) خلال مدة الدراسة البالغة ثلاثة عشر عاماً، وكذلك الاتفاق الواسع بين الدراسات السابقة على دورها الإيجابي في تخفيض تكاليف الوكالة، إلّا أنّ الدراسة الحالية وجدت أنّ لها تأثيراً سلبياً على نسبة الانتفاع من الأصول، وبالتالي لها تأثيراً طردياً مع تكاليف الوكالة. ويمكن تبرير ذلك بأنّ المؤسسات ربما لا تمتلك الخبرة والأدوات الكافية لمراقبة تصرفات الإدارة، كما أشار بذلك Henry, (2010) بأنّ امتلاك المستثمرين من المؤسسات للخبرة والدراية هو ما يمكنهم من مراقبة تصرفات الإدارة، ودفعهم لتخفيض تكاليف الوكالة. ومهما يكن من أمر؛ فإنّ عدم امتلاك المستثمر المؤسسي للخبرة الكافية في مراقبة تصرفات الإدارة قد يؤدي إلى عدم تأثير هذه الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة؛ غير أنّ وجود تأثير عكسي لهذه الملكية في تكاليف الوكالة هو أمر يدعو لمزيد من التّفكّر. فهذه الملكية — أي الملكية المؤسسية — لم تؤد دورها في حل نزاعات الوكالة، ومن ثمّ تخفيض تكاليفها، بل كان لها دوراً سلبياً في هذا الأمر؛ وهو ما قد يفسّر بأنّ اختيار المديرين في هذه الشركات قد لا يتم على أسس مهنية، بقدر ما يتمّ على أسس شخصية، مع غياب واضح لدور المؤسسات في مراقبة الشركات المدرجة في بورصة البحرين.

أثر الملكية الأجنبية في تكاليف الوكالة:

على الرغم من المميّزات التي يتمتع بها الملاك الأجانب من خبرة وقوة ضغط على الإدارة؛ لتعديل سلوكها لخدمة مصلحة الملاك، إلّا أنّ هذه المميّزات يبدو أنّها لم تكن ذوات جدوى في ظل عدم تماثل المعلومات، والبعد الجغرافي الذي جعل من وجود الملكية الأجنبية عاملاً سلبياً في نزاعات الوكالة، وازدياد تكاليفها. لذا، فإنّ

من المتغيرات التي يصعب ضبطها والتنبؤ بها، وهو ما يشكل المحدد الأساسي لهذه الدراسة. لذا؛ فإن الدراسة تقدم توصيات للباحثين لتناول هذا الموضوع في بيئات أخرى متشابهة؛ كأن يتم تطبيق الدراسة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، أو أن يتم البحث عن العوامل الأخرى المؤثرة في تكاليف الوكالة؛ مثل: حوكمة الشركات، وسياسة توزيع الأرباح.

المراجع:

- Abu-Serdaneh, J., Zuriekat, M., & Al-Sheikh, I. (2010). Ownership Structure and Corporate performance in the Jordanian manufacturing companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 6(3), 426-439.
- Agrawal, A and Nandu j. Nagarajan. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: the case of all-equity firms. *The Journal of Finance*, xlv(4), 1325-1331
- Agrawal, A. and Mandelker, G. N. (1990). Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Anti-Takeover Charter Amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 143-161.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377.
- Anderson, C. W., Jandik, T., & Makhija, A. K. (2001). Determinants of Foreign Ownership in Newly Privatized Companies in Transition Economies. *The Financial Review*, 36(2), 161-176.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- Bhattacharya, U., & Ravikumar, B. (2001). Capital Markets and the Evolution of Family Businesses. *The Journal of Business*, 74(2), 187-219.
- Boardman, A. E., Shapiro, D. M., & Vining, A. R. (1997). The role of agency costs in explaining the superior performance of foreign MNE subsidiaries. *International Business Review*, 6(3), 295-317.

مناقشة نتائج الدراسة، محددات الدراسة والدراسات المستقبلية:
استدعت هذه الدراسة نظرية الوكالة في إطار تفسيرها للعلاقة بين هيكل الملكية وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، وقد استندت في ذلك لبيانات طولية مستقاة من واحد وثلاثين (31) شركة خلال فترة ثلاثة عشر (13) عاماً تمتد من (2002-2014). وبالاعتماد على الدراسات السابقة التي حددت مكونات هيكل الملكية، وما توافر من بيانات مفصّل عنها في قاعدة بيانات بورصة البحرين؛ تمّ تحديد أربعة متغيرات لهيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، وقد مثلت المتغيرات الأربعة المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة، وهي: نسبة تركّز الملكية، ونسبة ملكية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، بالإضافة إلى ثلاثة متغيرات ضابطة هي: رقابة المقرضين، وحجم الشركة وعمرها. وقد استخدمت الدراسة عدد من أدوات الاقتصاد القياسي في قياس متغيرات الدراسة، والتأكد من صحتها. وخلافاً لما تدعوا له نظرية الوكالة؛ فإنّ معظم مؤشرات هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين كان لها تأثيراً عكسياً في تكاليف الوكالة؛ وبحيث ساهم هيكل الملكية في تفاقم مشكلات الوكالة في تلك الشركات. فتركّز الملكية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية كان لها دوراً غير الدور المتوقع منها في الحدّ من نزاعات الوكالة وتخفيض تكاليفها؛ إذ تبين أنّه كلما تركّزت الملكية في أيدي عدد محدود من المساهمين أدى ذلك إلى تفاقم تكاليف الوكالة، وقد ساهمت الملكية المؤسسية — وهي الأكبر — وكذلك الملكية الأجنبية في ازدياد تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين. أمّا ملكية مجلس الإدارة، فعلى الرغم من دورها الإيجابي في تخفيض تكاليف الوكالة في تلك الشركات؛ إلا أنّ هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية.

ومهما يكن من أمر هذه العلاقة غير المتوقعة؛ وخلافاً لما تمّ مناقشته في ثنايا البحث من تبرير لها، فإنّ الادّعاء بالمقدرة على تعميم نتائج هذه الدراسة هو ادّعاء يجانبه الصواب؛ فعلى الرغم من الإجراءات العلمية التي تمّ اتخاذها في التأصيل لفرضيات الدراسة، وبناء نموذجها الرياضي والتحقق منه، وكون عينة الدراسة كبيرة نسبياً؛ إلا أنّ العلوم الاجتماعية تبقى تخضع للكثير

- Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 24–46.
- Huddart, S. (1993). The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value. *Management Science*, 39(11), 1407–1421.
- Jensen, M. (1986). Agency Cost Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution Exist, and the failure of internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48(1), 831–850
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, (3), 305–360.
- Joh, S. (2002). Control, Ownership and Firm Performance: The Case of Korea. Working Paper, Corea Development Institute.
- John, B. (2010). Financial Policies & The Agency Costs of Free Cash Flow: Evidence from The Oil Industry, International Review of Accounting. *Journal of Banking & Finance*, 2(1), 408– 418.
- Khamis, R., Hamdan, A., & Elali, W. (2015). The Relationship between Ownership Structure Dimensions and Corporate Performance: Evidence from Bahrain. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(4), 38–56.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(1), 471–517.
- Lasfer, M.A. (1995). Agency Costs, Taxes and Debt: The UK Evidence. *European Financial Management*, 1(3), 265–285.
- MacMillan, K., Downing, S., Money, K. and Hillenbrand, C. (2004). Governance and performance. *Journal of General Management*. 24(3), 11–21
- Mcknight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139–158.
- Brickley, J., Lease, R. C., & Smith, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267–291.
- Chernenko, S., Foley, C. F., & Greenwood, R. (2012). Agency Costs, Mispricing, and Ownership Structure. *Financial Management*, 41(4), 885–914.
- Chung, K., and Zhang, H. (2011). Corporate Governance and Institutional Ownership, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46, (1). 247–273.
- Craswell, A. T., Taylor, S. L., & Saywell, R. A. (1997). Ownership structure and corporate performance: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(3), 301–323.
- Doukas, J., Kim, C., & Pantzalis, C. (2000). Security analysts, agency costs, and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56(6), 54–63.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 327–349.
- Firth, M , Fung , P & Rui , O .(2008). Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China's listed firms. *Journal of Asset Management*, 9 (2), 90–101
- Fleming, G., Heaney, R., & Mccosker, R. (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(1), 29–52.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 37–59.
- Gandia, J. (2008). Determinants of internet-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies. *Journal of Financial Reporting & Accounting*, (32)6, pp.791–817.
- Grossman, S. and Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives". in McCall, J. (ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic econometrics*. Boston: McGraw Hill.
- Hamdan, A., & Al-Sartawi, A. (2013). Corporate Governance and Institutional Ownership: Evidence from Kuwait's Financial Sector. *Jordan Journal of Business Administration*, 9(1), 191–203.

- Milgrom, P., Roberts, J. (1992). Economics, Organisation and Management. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf. (1984). Corporate Financing Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 187-221.
- Pivovarsky, A. (2003). Ownership Concentration and Performance in Ukraine's Privatized Enterprises. IMF Staff Papers, 50(1), 10-42.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Sanda, A., Mikailu, A., and Garba, T. (2005) Corporate governance mechanism and firm financial performance in Nigeria, AERC research paper 149, Nairobi: African Economic Research Consortium.
- Seetharaman, A., Swanson, Z.L., Srinidhi, B. (2001). Analytical and empirical evidence of the impact of tax rates on the trade-off between debt and managerial ownership. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16, 249 – 272.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, M., & Ii, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 793-816.
- Williams, J. (1987). Perquisites, Risk and Capital Structure. *Journal of Finance*, 42(1), 29-58.
- Xu, X. and Wang, Y. (1997). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm's Performance: The Case of Chinese Stock Companies, Working Paper, Amherst College and the World Bank.
- Zeckhauser, R.J., Pound, J., (1990). Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. In: Hubbard, R.G. (Ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. The University of Chicago Press, Chicago, pp. 149-180.