

تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة:

نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

دكتور

سيد سالم محمد أبو سالم

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

محمد فؤاد محمد علوان

مدرس مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

**تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة:
نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف
دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية "**

سيد سالم محمد أبو سالم

مدرس بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

محمد فؤاد محمد علوان

مدرس مساعد بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

ملخص

تستهدف هذه الدراسة التحقق من تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركات المساهمة المصرية. وتختبر الدراسة الحالية التأثير المحتمل لخمس آليات للتحصين الإداري على قيمة الشركات المساهمة المصرية. وتتضمن تلك الآليات: إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والرافعة المالية (المديونية). ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة، اعتمد الباحثان على عينة مكونة من ١٠١ شركة مساهمة مصرية (٦٠٦ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتتنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠١٠م و٢٠١٥م. وقد استعانت هذه الدراسة بمؤشرين لقياس قيمة الشركة، هما: نسبة توبين كيو (Q -Ratio)، ونسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ$). وبعد ضبط تأثيرات كل من حجم الشركة، ربحية الشركة، حجم مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية على قيمة الشركة، توصل الباحثان باستخدام تحليل الإنحدار الخطى المتعدد إلى وجود علاقة سالبة بين كل من إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، نسبة المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وبين قيمة الشركة. كذلك، توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين كل من نسبة الملكية الإدارية، الرافعة المالية (المديونية) وبين قيمة الشركة. في حين أخفق الباحثان في التوصل إلى أي تأثير معنوي لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على قيمة الشركة.

الكلمات الدالة: التحصين الإداري، قيمة الشركة، نظرية الوكالة، نظرية الإشراف، مؤشر توبين كيو ($Tobin's Q$).

١. مشكلة البحث

يمتلك المديرون في منظمات الأعمال مساحة من الحرية لتقرير سياسات الاستثمار الخاصة بها، لذا فإنه يمكن للمديرون استخدام تلك الحرية من أجل تحقيق منافع ذاتية أو تخفيض حجم الجهد المبذول. إلا أن إحراز ذلك يتطلب من المديرين تبني استراتيجيات للتحسين يمكنهم من خلالها توسيع مساحتهم الخيارية، وإعاقة أو إفشال آليات الرقابة الداخلية أو الخارجية المطبقة لضمان أن قرارات المديرين تتوافق مع اهتمامات أصحاب المصالح في الشركة (Rodrigues and António, 2011). ويرى (Shleifer and Vishny, 1989) أنه عندما يضطر أصحاب المصالح في الشركة لقبول تصرفات اختيارية للإدارة ضد خلق القيمة، فإنه يمكن القول بأنه يوجد تحصين إداري (Managerial Entrenchment)^(١).

ويعرف (Weisbach, 1988: p. 435) التحصين الإداري بأنه: "يحدث عندما يكتسب المديرون سلطة كبيرة تمكنهم من إستغلال الشركة لتحقيق مصالحهم الذاتية أو الشخصية بدلاً من مصالح المساهمين". كما يعرف (Berger et al., 1997: p. 1411) التحصين الإداري بأنه: "المدى الذي يستطيع عنده المديرون إسقاط أو إفشال الحنكة الانضباطية (Experience Discipline) التي يمكن إحرازها في إطار النطاق الكامل لحوكمة الشركات وآليات الرقابة، متضمنة المراقبة من قبل مجلس الإدارة، التهديد بالفصل أو الإستيلاء، وحوافز الأداء القائمة على الأسهم أو المكافأة". فبعض المديرين يبدون محصنين لأنفسهم إلى حد كبير ضد الضغوط التي يمكن أن تمارس عليهم من قبل آليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية. لذا، ينظر إلى تحصين الإدارة على أنه موقف يتسم بامتلاك المديرين لقوة أكبر مقارنة بأصحاب المصالح الآخرين في الشركة، بمعنى أنهم يمتلكون قوة أكبر من الأطراف الأخرى التي تعتمد على استدامة وأداء الشركة (عفيفي، ٢٠١٧).

ومع الإهتمام المتزايد الذي إكتسبه مفهوم التحصين الإداري على مدار العقود القليلة الماضية، نتيجة لمضامينه المهمة لحوكمة الشركات، فقد طُرحت نظريتان على طرفي نقيض بشأن تفسير تأثير التحصين الإداري وبيان مضامينه على أداء وقيمة الشركة، هما: نظرية الوكالة (Agency Theory)، ونظرية الإشراف (Stewardship Theory).

(١) يمكن لتلك السلوكيات الاختيارية أن تأخذ شكل استثمارات أكثر أو أقل في بعض الأحيان من المستوى الأمثل.

فمن ناحية، تصوغ نظرية الوكالة العلاقة بين الملاك والإدارة فى شكل علاقة وكالة يعرفها (Jensen and Meckling, 1976: p. 308) بأنها: "عقد يتفق بمقتضاه شخص أو أكثر يسمى (الأصيل) مع شخص آخر يسمى (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، والذي يتضمن تفويض سلطة اتخاذ بعض القرارات للوكيل." لعلاقة الوكالة، إذن، طرفان: موكل (أو أصيل) ووكيل. ووفقاً لتلك العلاقة يوفر الطرف الأول (الأصيل) الموارد التى يعهد بها إلى الطرف الثانى (الوكيل) ليقوم بإدارتها نيابة عن الأصيل.

ويشير (Jensen and Meckling, 1976) إلى أنه إذا كان طرفى علاقة الوكالة يحاولان تعظيم منفعتهما أو فائدتهما، فإن ذلك أدعى للإعتقاد بأن الوكيل (الإدارة) لن يتصرف دائماً بالشكل الذى يحقق مصلحة الأصيل (الملاك). وهو ما يعنى أنه إذا تعارضت مصلحة الأصيل مع مصلحة الوكيل فى أى موقف قرارى، فإن الوكيل سيقدم مصلحته الذاتية على مصلحة الأصيل، وإلا ما كان له أن يتسم بالرشد الاقتصادى. وفى أغلب الأحوال، قد يعنى تقديم الوكيل مصلحته الذاتية على مصلحة موكله، الإنتقاص من مصلحة (ورفاهية) الأصيل. ويطلق على تعظيم الوكيل منفعته الذاتية على حساب منفعة الأصيل "مشكلة الوكالة" (أبو العز، ٢٠١٥).^(٢)

ومما يبسر للوكيل تعظيم منفعته الذاتية على حساب مصلحة الأصيل، هو إتسام معظم علاقات الوكالة بأن الوكيل يتوافر لديه معلومات أفضل من الأصيل

(٢) لمشكلة الوكالة ثلاثة جوانب أو مظاهر، هى: (١) المخاطرة الأخلاقية (Moral Hazard): وتشير إلى عدم بذل الجهد الكافى من جانب الوكيل. بمعنى آخر، أن الوكيل قد يبدو متراحياً أو متعاساً (Shirking) عن بذل الجهد المطلوب، وذلك لأن الوكيل يفضل بذل الجهد الأقل على الجهد الأكبر (Jensen and Meckling, 1976). وبالطبع، تلعب ظاهرة عدم تماثل المعلومات المتوافرة لدى كل من الأصيل والوكيل دوراً رئيسياً فى تحقق هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة، حيث أن الأصيل يجهل حالة المتغيرات البيئية ومستوى الجهد الفعلى الذى يبذله الوكيل. وبطبيعة الحال، يستطيع الوكيل دائماً أن يتعلل بأثر المتغيرات العشوائية الذى لا تحكم له فيها لى يبرر الأداء السيئ (أبو العز، ١٩٩٥؛ ٢) الاختيار المعاكس (Adverse Selection): ينشأ هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة لأن الأصيل لا يستطيع التحقق تماماً من مهارات أو قدرات الوكيل سوء وقت تعيينه أو أثناء ممارسته لمهامه (Jensen and Meckling, 1976). لذا يطلق (أبو العز، ١٩٩٥) على هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة "الغش فى المستوى المهارى"، والغش هنا يحدث لأن الوكيل يستطيع أن يلوم مرة أخرى حالة الطبيعة على تدنى مستوى أدائه، ليصرف نظر الأصيل عن تدنى مستوى مهاراته الإدارية؛ (٣) الإستهلاك الزائد أو غير المنتج (Over-consumption): يظهر هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة، عندما يقوم الوكيل بتخصيص كميات كبيرة من موارد المنشأة - والتى تتميز بطبيعتها بالندرة النسبية - لاستهلاكه الخاص فى شكل إمتيازات أو علاوات استثنائية (Perquisites)، لمجرد إشباع حاجات مظهرية، مثل: المكاتب الفخمة ذات الأثاث الراقى والمزودة بأدوات الرفاهية من تكييفات وأدوات إتصال سريعة، السيارات الفارهة، طاقم كبير من السكرتارية يفوق كثيراً الطلب الحقيقى على خدماته، وما شابه (Jensen and Meckling, 1976). وهذه الأنماط الإستهلاكية غير المنتجة تشبع رغبات وحاجات الوكيل على حساب مصلحة (ورفاهية) الأصيل (أبو العز، ٢٠١٥).

عن الأحداث المتوقعة مستقبلاً واحتمالاتها، مما يخلق صعوبة بشأن الرقابة على أداء الوكيل، حيث إن معظم - إن لم يكن كل - المعلومات المناسبة والمتعلقة بالرقابة على أداء الوكيل متاحة للوكيل وليس للأصيل (حجازى، ١٩٨٨). فالوكيل غالباً ما يتمتع بمعلومات خاصة متميزة عن مستوى الجهد الذى يبذله فى إدارة أموال الموكل، وعن حالة الطبيعة (أى عن البيئة الإنتاجية، البيئة التسويقية، حالة المنافسة.. إلخ)، وهى معلومات لا تتوافر للموكل نتيجة عدم قدرته على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة. واعتماداً على هذه الميزة المعلوماتية، يستطيع الوكيل دائماً أن يلقى باللائمة على حالة الطبيعة التى يجهلها الموكل، لكى يبرر تدنى مستوى الأداء وتواضع النتائج. هذه الفجوة فى المعلومات - إن صح التعبير - تعرف بظاهرة "عدم تماثل المعلومات" (أبو العز، ٢٠١٥).

ويشير (Jensen and Meckling, 1976) إلى أن الأصيل يمكنه أن يحد من الانحرافات عن تحقيق مصلحته، من خلال وضع أو خلق الحوافز المناسبة للوكيل، ومن خلال تكبد تكاليف مراقبة تصمم للحد من الأنشطة الشاذة للوكيل. بالإضافة إلى ذلك، فإن هناك بعض الحالات أو المواقف التى ستدفع الوكيل لإنفاق موارد (تكاليف الضمانة) لضمان أنه - أى الوكيل - لن يتخذ أية إجراءات من شأنها أن تضر بمصلحة الأصيل، أو لضمان أن الأصيل سيتم تعويضه إذا ما اتخذ الوكيل مثل هذه الإجراءات. وبالطبع، ينشد الوكيل من تكبد تلك النفقات كسب ثقة الأصيل وتقديره، من خلال إقناع الأصيل بأنه يعمل جاهداً لتعظيم رفاهيته، وأنه يتخذ قرارات مثلى من وجهة نظر الأصيل. ويؤكد (Jensen and Meckling, 1976) على أنه من المستحيل عادةً بالنسبة للأصيل أو الوكيل عند تكلفة صفر، التأكد من أن الوكيل سوف يقوم باتخاذ قرارات مثلى من وجهة نظر الأصيل. ففى معظم علاقات الوكالة سينتكد كل من الأصيل والوكيل تكاليف مراقبة وضمانة موجبة (غير مالية إضافة إلى المالية). علاوة على ذلك، يشير (Jensen and Meckling, 1976) إلى أنه سيكون هناك بعض الاختلافات بين القرارات التى يتخذها الوكيل من وازع منفعتة الذاتية وتلك القرارات التى من شأنها أن تعظم رفاهية الأصيل.

لذا، يشير (Shleifer and Vishny, 1997) إلى أن آليات حوكمة الشركات توفر بعض التأكيد بأن المديرين سوف يسعون جاهدين لتحقيق النتائج التى تصب فى مصلحة المساهمين. فقد وضعت آليات حوكمة الشركات لرقابة

مشكلة الوكالة وضمن اتخاذ المديرين لقراراتهم وتصرفاتهم بالشكل الذى يتلائم ويتوافق مع مصالح الأصيل، وبما لا يخل فى نفس الوقت بتوازن المصالح بين الوكيل والأصيل. حيث يتمثل الهدف من تطبيق تلك الآليات فى حماية مصالح المساهمين، تخفيض تكاليف الوكالة، وضمن أن مصالح كل من الأصيل والوكيل متوافقة (Davis et al., 1997).

من هذا المنطلق، يرى (Bebchuk et al., 2009) أن آليات تحسين الإدارة يمكن أن تسمح للمديرين بالسعى نحو تحقيق مصالحهم الخاصة، والقيام باستخلاص الثروة على حساب المساهمين الخارجيين. لذا، يمكن أن ينطوى تحسين الإدارة على تأثيرات عكسية على سلوك وحوافز الإدارة. وبذلك، فإن مفهوم تحسين الإدارة، فى إطار نظرية الوكالة، ينشأ من رغبة واستعداد الوكيل (الإدارة) للتحرر، ولو جزئياً، من رقابة الأصيل (المساهمين) من أجل تعظيم منفعه الذاتية على حساب المساهمين الخارجيين (Pigé, 1998). ومن ثم، فإن تحسين المديرين يكون ضد مصالح المساهمين وفعالية المنظمات (Jensen, 1993).

وهكذا، نجد أن التفكير بشأن الإدارة الاستراتيجية وسياسة الأعمال فى ظل نظرية الوكالة، يذهب إلى أن المديرين لن يعملوا من أجل تعظيم عوائد المساهمين، ما لم يتم تزويد الشركات كبيرة الحجم هيكل الحوكمة المناسبة للحفاظ على مصالح المساهمين (Donaldson and Davis, 1991). فوجهة النظر السائدة فى ظل نظرية الوكالة، أنه سيتم حماية مصالح المساهمين فقط عندما لا يتولى المدير التنفيذى الأول منصب رئيس مجلس الإدارة، أو عندما يكون لدى المدير التنفيذى الأول نفس المصالح التى لدى حملة الأسهم، من خلال خطة تعويضات تحفيزية مصممة بشكل مناسب (Williamson, 1985).

مثل وجهة النظر هذه، مع ذلك، تتعارض أو تتناقض مع تفكير آخر بشأن الإدارة الاستراتيجية، والذى يذهب إلى أن العامل الأكثر أهمية بالنسبة لعوائد المساهمين هو الهيكل التنظيمى المصمم بشكل صحيح، والذى يسمح للمدير التنفيذى الأول باتخاذ إجراءات فعالة تصب فى مصلحة المساهمين (Donaldson and Davis, 1991). فالنموذج البشرى أو الإنسانى (The Model of Man) الذى تنبنى عليه نظرية الوكالة يتسم بأنه فرد ذاتى المصلحة، يعظم مكاسبه الإقتصادية بشكل عقلانى. هذا النموذج البشرى يؤمن بالفرديانية، وينبنى على فكرة وجود صراع أو تعارض فى المصالح بين المالك والمدير. علاوة على ذلك، هذا

النموذج هو أحد النماذج فردية الحساب للتكاليف والمنافع المحتملة، وبالتالي يسعى هذا النموذج لتحقيق أو الحصول على المكافآت وتجنب العقوبة، وخاصةً تلك المالية. هذا النموذج يطلق عليه من قبل علماء علم النفس التنظيمي "نظرية X" (Donaldson and Davis, 1991).^(٣)

هناك، مع ذلك، نماذج بشرية أو إنسانية أخرى نشأت في علم النفس التنظيمي وعلم الاجتماع التنظيمي. هناك دور تنظيمي يمكن تصوره بدافع كسب رضاء ذاتي من خلال أداء الأعمال التي تمثل تحدياً بطبيعتها بنجاح، لممارسة السلطة والمسئولية، ومن ثم، كسب التقدير والإعتراف من قبل الزملاء والرؤساء. وبالتالي، هناك محفزات غير مالية (Herzberg et al., 1959; McClelland 1961). علاوة على ذلك، إرتباط هوية المديرين بالشركة، وخصوصاً إذا كانوا قد خدموا بها لفترات طويلة شكلت تكوينهم واتجاهاتهم، يعزز دمج الأنا الفردية والشركة، وبالتالي خلط أو إمتزاج التقدير الذاتي للفرد مع هوية الشركة (Corporate Prestige). وحتى عندما يظن المدير بأن مسار العمل غير مجزى شخصياً، فإنه بالرغم من ذلك قد يضطلع به من قبيل الشعور أو الإحساس بالواجب، وهذا هو، معيارياً فعل الإمتثال (Etzioni, 1975). إلى الدرجة التي يشعر عندها المدير التنفيذي الأول بأن ثروته المستقبلية مرتبطة أو مقيدة بثروة أصحاب الشركة التي يعمل بها، ومن خلال توقع الحصول على فرصة عمل في المستقبل أو حقوق معاشات، فإن المدير

(٣) نظرية X ونظرية Y، هما نظريتين تصفان موقفين مختلفين للغاية بشأن الدوافع البشرية. يرجع الفضل في تطويرهما إلى دوغلاس ماكجريجور (Douglas McGregor). حيث قدم ماكجريجور هاتين النظريتين عبر كتابه الشهير "الجانب الإنساني للمشروع" (The Human Side of Enterprise) في ستينيات القرن المنصرم. وقد قام ماكجريجور بجمع إفتراضات النظرية التقليدية للإدارة وأطلق عليها اسم (نظرية X) وحاول وضع بديل لهذه النظرية التقليدية وأطلق عليه (نظرية Y). وتتبنى نظرية X على إفتراض أساسي مؤداه أن الفرد بطبيعته كسول ويتجنب بذل الجهد إذا ما كان في وسعه ذلك، أضف إلى ذلك أنه إنسان منغلق داخلياً، كل ما يهيمه هو تحقيق مصلحته الذاتية. لذا، فإن فلسفة الإدارة بشأن توجيه سلوك الأفراد في ظل هذه النظرية، تقوم على ضرورة توجيه طاقاتهم وتحفيزهم والرقابة على أفعالهم وتغيير سلوكهم بما يتوافق مع أهداف وحاجات المنشأة، وأنه بدون هذا التدخل النشط من جانب الإدارة، فإن الأفراد ستسودهم حالة التراخي، وسيسعون بكل السبل الممكنة لتحقيق أهدافهم الذاتية حتى ولو كان ذلك على حساب تحقيق أهداف المنشأة. وعلى النقيض من نظرية X، تفترض نظرية Y أنه ليس من طبيعة البشر التراخي في تحقيق أهداف المنشأة أو معارضتها، وأنهم غير كارهين لبذل الجهد. لذا، فإن فلسفة الإدارة بشأن توجيه سلوك الأفراد في ظل هذه النظرية، تقوم على ضرورة خلق ظروف وطرق العمل المناسبة التي تجعل الأفراد أكثر قدرة على تحقيق أهدافهم من خلال توجيه جهودهم وطاقاتهم نحو تحقيق أهداف المنشأة ذاتها، وذلك بإعطائهم بعض الحرية لتوجيه أنشطتهم ولتحمل مسؤولياتهم وإشباع بعض حاجاتهم السيكولوجية مثل إحترام وتحقيق الذات. ويتضح من ذلك، أن نظرية X تعتمد كلية على الرقابة الخارجية للسلوك البشري، حيث أن فلسفة تقييم الأداء في ظل هذه النظرية لا تخرج عن كونها عملية فحص الفرد بوضعه تحت الميكروسكوب، وذلك فيما يعرف "بمفهوم الإدارة باللوائح". في حين تعتمد نظرية Y كلية على الرقابة والتوجيه الذاتي للفرد، فالمضمون الحقيقي لفلسفة تقييم الأداء في ظل هذه النظرية هو قيام الفرد بتقييم أدائه بنفسه، طالما أنه قام بوضع الأهداف التي يود تحقيقها بنفسه أيضاً، وذلك فيما يعرف "بمفهوم الإدارة بالأهداف" (سليمان وأبو إدريس، ١٩٩٦).

التنفيذى الأول قد ينظر إلى مصلحته بوصفها متوافقة مع مصلحة الشركة ومساهمتها، حتى في حالة غياب أى مساهمة من قبل هذا المدير التنفيذى الأول في هيكل ملكية الشركة (Donaldson and Davis, 1991).

هذه الاعتبارات النظرية تقترح وجهة نظر بديلة لنظرية الوكالة بشأن الدافع أو الحافز الإدارى، والتي يتم تسميتها إصطلاحاً بـ "نظرية الإشراف". نظرية الإشراف تجد جذورها في علم النفس وعلم الاجتماع، ومصممة للباحثين لإختبار الحالات أو المواقف التي يكون فيها التنفيذيون، بوصفهم وكلاء (Stewards) عن مساهمى الشركة، لديهم الحافز للعمل على تحقيق أفضل مصالح لموكليهم. فقد صيغت نظرية الإشراف بوصفها تمثل السلوك التنظيمى الذى يشكل الثقل الموازن لنظريات التصرفات العقلانية للإدارة (Donaldson and Davis, 1993; Davis et al., 1997).

تفترض نظرية الإشراف أنه ليس هناك تعارض فى المصالح بين المديرين والملاك، وأن الهدف من الحوكمة هو، على وجه التحديد، إيجاد الآليات والهيكل التى تسهل التنسيق الأكثر فعالية بين الطرفين (Donaldson, 1990). كما تفترض هذه النظرية عدم وجود مشكلة متأصلة فى حوافز أو دوافع المديرين التنفيذيين للشركات، ويعنى ذلك أن المديرين التنظيميين يميلون إلى أن يكونوا حميدين أو معتدلين فى تصرفاتهم (Donaldson, 2008). فالمدير التنفيذى الأول، فى ظل هذه النظرية، بعيد عن أن يكون متقاعساً إنتهازياً، بشكل أساسى يريد أداء عمله بشكل جيد، ليكون وكيلاً جيداً لأصول الشركة (Donaldson and Davis, 1991).

ونظراً لعدم وجود مشكلة تحفيزية باطنية (Inner Motivational Problem) فيما بين المديرين التنفيذيين، فإن هناك ثمة تساؤل، هو: إلى أى مدى يستطيع المديرون التنفيذيون تحقيق أداء جيد لشركاتهم إلى المستوى الذى يطمحون أو يتطلعون إليه؟ هنا نجد أن نظرية الإشراف تذهب إلى أن إختلاف مستويات الأداء تنشأ من مما إذا كان الوضع التنظيمى الذى يتواجد فيه المدير التنفيذى الأول يسهل له التصرف بشكل فعال أم لا. فالقضية تصبح ما إذا كان الهيكل التنظيمى يساعد المديرون التنفيذيون على صياغة وتنفيذ الخطط التى تكفل تحقيق مستويات أداء مرتفعة للشركة أم لا (Donaldson, 1985).

على وجه التحديد، فيما يتعلق بدور المدير التنفيذى الأول، هل يساعد الهيكل التنظيمى للشركة المدير التنفيذى الأول على ممارسة عمله بالشكل الذى

يؤدي إلى تحقيق أداء متميز من قبل الشركة، إلى المدى الذي يمارس فيه المدير التنفيذي الأول سلطة كاملة على الشركة، وأن دوره غير مبهم ودون منازع. يتحقق هذا الوضع بسهولة أكثر عندما يكون المدير التنفيذي الأول هو أيضاً رئيس مجلس الإدارة، وتكون السلطات والصلاحيات مركزة في شخص واحد، بحيث لا يكون هناك مجالاً للشك بشأن من له سلطة ومسئولية اتخاذ القرار الخاص بمسألة أو قضية معينة تخص الشركة (Davis et al., 1997).

كذلك، فإن التوقعات بشأن قيادة الشركة سوف تكون أكثر وضوحاً وأكثر اتساقاً على حد سواء للمديرين المرؤوسين، ولالأعضاء الآخرين في مجلس إدارة الشركة، وهو ما يجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة. وبالتالي، فإن نظرية الإشراف تركز ليس على دوافع المدير التنفيذي الأول، ولكن بالأحرى على تيسير القيام بدوره ومهامه، والهيكل التي تمنحه سلطات واسعة. لذا، ترى نظرية الإشراف أن دمج منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول سيعزز من الفعالية والإنتاجية، ونتيجة لذلك، ستتحقق عوائد مجزية للمساهمين عنه في حالة الفصل بين المنصبين (Donaldson and Davis, 1991).

كما تقترح نظرية الإشراف منح المديرين التنفيذيين للشركات الحكم الذاتي (Autonomy) المبني على الثقة، الأمر الذي يسهم في تخفيض تكاليف المراقبة لسلوك هؤلاء المديرين. وذلك انطلاقاً من أن تحقيق النجاح التنظيمي سيبنى أيضاً رغبات واحتياجات المديرين التنفيذيين للشركات، الأمر الذي سيساعد تلقائياً في ربط مصالح هؤلاء المديرين بوصفهم وكلاء عن أصول الشركة بمصالح موكليهم، الأمر الذي يسهم في تحسين أداء الشركة وتعظيم قيمتها في الأجل الطويل (Bathula, 2008).

من هذا المنطلق، يرى (Charreaux and Desbrières, 1998) أنه ليس من الضروري أن ينظر إلى التحصين الإداري على أنه ضد مصالح المساهمين وفعالية المنظمات، حيث يمكن للتحصين أن يكون مفيداً إذا كان قادراً على خلق قيمة للمنظمة، مما يعكس بالإيجاب على مساهميتها. ومن ثم، فإنه يجب على آليات حوكمة الشركات أن توفر هامشاً للمناورة، يستطيع المديرين من خلاله استخدام قدراتهم الإدارية بكل ثقة (Donaldson, 1990).

وفي ضوء هذا التناقض الواضح بين هاتين النظريتين بشأن تفسير تأثير التحصين الإداري وبيان مضامينه على قيمة الشركة، يتضح أن هذه القضية تعد

مجالاً خصباً لمزيد من البحث والدراسة، وأن هناك العديد من التساؤلات المهمة التي تتعلق بالآثار الإقتصادية لتحسين الإدارة، لا تتطوى على إجابات كافية. من هذا المنطلق، يسعى البحث الحالى إلى الإجابة على التساؤل التالى: ما هو تأثير آليات التحسين الإدارى على قيمة الشركات المساهمة المصرية؟

٢. هدف البحث

فى ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسى للبحث الحالى فى التعرف على تأثير آليات التحسين الإدارى على قيمة الشركات المساهمة المصرية.

٣. أهمية البحث

ترجع أهمية البحث الحالى إلى عدة اعتبارات لعل من أهمها ما يلى:

- (١) الحاجة الماسة لدراسة منهجية تستهدف التعرف على تأثير آليات التحسين الإدارى على قيمة الشركات المساهمة المصرية، خاصةً فى ظل ندرة الدراسات السابقة - لحد علم الباحثان - التى تم إجراؤها فى البيئة المصرية للتحقق من طبيعة هذا التأثير.
- (٢) يسهم البحث الحالى فى اختبار القوة التفسيرية لكل من نظرية الوكالة ونظرية الإشراف بشأن ما قدمته هاتين النظريتين من تحليلات متناقضة لواقع وحوافز المديرين التنفيذيين، وذلك من خلال ما تمثله نتائج البحث الحالى من أدلة إمبريقية قد تدعم أو تدحض توقعات أي من هاتين النظريتين بشأن التأثيرات المحتملة لآليات التحسين الإدارى على قيمة الشركة.
- (٣) توفر نتائج البحث الحالى رؤى حيوية للمستثمرين الدوليين ومدبرى التمويل بشأن استراتيجيات تنويع محافظهم الاستثمارية. كذلك، فإن نتائج وأثار تحسين الإدارة على قيمة الشركة تعد معلومات مهمة للمستثمرين ومدبرى التمويل فى اختيارهم للشركات المصرية للاستثمار فيها.
- (٤) أن الطبيعة التحولية والانتقالية للاقتصاد المصرى، والإهتمام المتزايد الذى أولته الدولة المصرية فى السنوات الأخيرة لترسيخ دعائم حوكمة الشركات باعتبارها المتغير التنظيمى الرئيسى الذى يسهم فى توفير الحماية القانونية الكافية للمستثمرين بشكل عام، وحقوق الأقلية من حملة الأسهم بشكل خاص، توفر فرصة حيوية لاختبار تأثير آليات التحسين الإدارى على قيمة الشركات المساهمة المصرية.

٥) يمثل البحث الحالى مساهمة فى الأدبيات المتعلقة بمفهوم التحصين الإدارى، حيث أنه على الرغم من أن مفهوم التحصين الإدارى ينتمى إلى مجال حوكمة الشركات، إلا أن هذا المفهوم تم التعرض إليه بشكل محدود من قبل الأدبيات السابقة، وهو ما يضيف المزيد من الأهمية على البحث الحالى.

٤. خطة البحث

فى ضوء مشكلة البحث، وتحقيقاً لهدفه الأساسى، تسير خطة البحث على النحو الآتى:

- القسم الأول: آليات التحصين الإدارى وعلاقتها بقيمة الشركة
- القسم الثانى: مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث
- القسم الثالث: تصميم البحث
- القسم الرابع: تحليل النتائج
- القسم الخامس: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

القسم الأول

آليات التحسين الإداري وعلاقتها بقيمة الشركة

يهدف هذا القسم إلى توفير التأصيل النظري للتأثيرات المحتملة لآليات التحسين الإداري على قيمة الشركة. وسوف يتناول البحث الحالي خمس آليات ينطوي كل منها على إرتباطات متوقعة بالتحسين الإداري، وتتضمن تلك الآليات: ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والرافعة المالية (المديونية).

١. ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول

تشير ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEO Duality) إلى الحالات التي يتم فيها الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) من قبل ذات الشخص.^(٤) ووفقاً لنظرية الوكالة، فإن وجود ازدواجية في دور المدير التنفيذي الأول تعد إشارةً على غياب الفصل بين إدارة القرار ورقابة القرار، الأمر الذى يقيد من استقلالية مجلس الإدارة، ويقلل من قدرته على أداء الدور المنوط به بشأن توجيه ومراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة (Fama and Jensen, 1983).

ويشير كل من (Jensen, 1993; Lai, 2009) إلى أن تقلد المدير التنفيذي الأول لمنصب رئيس مجلس الإدارة يجعله قادراً على التحكم فى جدول أعمال المجلس، والتأثير فى شتى قراراته بالشكل الذى يتوافق أو ينسجم مع مصالح الإدارة التنفيذية للشركة، فضلاً عن تدخله بشكل كبير فى عملية عزل وتعيين أعضاء المجلس ومحاولته الإحتفاظ بمنصبه لأطول فترة ممكنة. ومن ثم، فإن دمج تلك الأدوار والمسئوليات فى يد شخص واحد يعد تركيزاً للسلطة، كما أنه يزيد من احتمالات نشوب تعارضات الوكالة نتيجة سعى الإدارة التنفيذية للشركة لتحقيق مصالحها الذاتية أو الشخصية بشكل إنتهازي على حساب باقى الأطراف الأخرى ذات المصلحة فى الشركة (Fama and Jensen, 1983).

(٤) يعرف دليل الحوكمة المصرى فى نسخته المحدثة الصادرة فى يولييه ٢٠١٦م رئيس مجلس الإدارة بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذى يختاره أعضاء المجلس من بينهم ليرأس اجتماعات المجلس، ويكون الممثل القانونى للشركة". فى حين يعرف المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذى ينتدبه المجلس ليقوم بالإدارة الفعلية للشركة، ويعتلى هرم السلطة التنفيذية بها، ويحدد مجلس الإدارة اختصاصاته ومكافأته" (فقرة ٨/١). وعند استقراء الواقع المصرى بشأن تحديد العلاقة بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) داخل الشركات المصرية، نجد أن دليل الحوكمة المصرى فى نسخته الثانية الصادرة فى مارس ٢٠١١م ينادى بضرورة أن "يكون رئيس المجلس مسئولاً عن إدارة المجلس وتحقيق أهدافه، بينما يكون العضو المنتدب مسئولاً وحده عن إدارة الشركة ورفع تقارير دورية للمجلس. وليس للمجلس أو رئيسه التدخل فى الإدارة اليومية للشركة إلا استثناءً إذا عجز العضو المنتدب عن القيام بعمله ولحين تعيين عضو منتدب آخر" (فقرة ٧/٢/٥).

لذا، فإن الفصل التام بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول، وفقاً لنظرية الوكالة، يجعل المجلس قادراً على إظهار فعالية أكبر فى توجيه ومراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية، ويجنب الشركة مخاطر الوقوع تحت سيطرة أو هيمنة الإدارة التنفيذية، الأمر الذى يؤدي إلى تحسين أداء الشركة وتعظيم قيمتها فى الأجل الطويل (Jensen, 1993; Daily and Schwenk, 1996).^(٥)

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يشير (Brickley et al., 1997) إلى أن غالبية المناقشات التى دارت بشأن الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول تجاهلت تماماً قضيتين على جانب كبير من الأهمية، تتعلق أولهما، بحوافز المدير غير التنفيذى (الخارجى) الذى يتقلد منصب رئاسة المجلس، حيث إنه على الرغم من أن الفصل بين المنصبين يمكن أن يقلل من تكاليف الوكالة المتعلقة بمراقبة سلوك المدير التنفيذى الأول، إلا أنه يولد تكاليف وكالة جديدة تتعلق بمراقبة سلوك رئيس مجلس الإدارة، خاصة وأن منح رئيس مجلس الإدارة حقوق متزايدة لاتخاذ قرارات بشأن أمور من قبيل عزل المدير التنفيذى الأول، إعداد جدول أعمال المجلس، قد يزيد من شعور المساهمين بالقلق إزاء إمكانية جنى رئيس مجلس الإدارة لمنافع إضافية، مستوى الجهد المبذول، وتفضيلات الاستثمار.

أما القضية الثانية، فتتعلق بتكلفة المعلومات، حيث يستوجب الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذى للشركة القيام بعملية نقل مكلفة وغير مكتملة عموماً لمعلومات حرجة بين الرئيس التنفيذى للشركة ورئيس مجلس الإدارة. وهو ما يعنى أن التكاليف المترتبة على الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذى للشركة تكون أكبر من الفوائد التى يحققها هذا الفصل لمعظم الشركات الكبيرة. لذا، تذهب نظرية الإشراف إلى أن وجود ازدواجية فى دور المدير التنفيذى الأول يقلل من التعارضات المتعلقة بتبادل المعلومات أو الإتصال فى بيانات تتسم بعدم التأكد، ويجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة، الأمر الذى يسهم فى تحسين أداء الشركة، وتعظيم قيمتها فى الأجل الطويل (Donaldson and Davis, 1991).

(٥) اتساقاً مع وجهة النظر هذه، يشدد مشروع القواعد التنفيذية لحكومة الشركات المقيدة ببورصتى القاهرة والإسكندرية الصادر عن الهيئة العامة لسوق المال المصرى فى نوفمبر ٢٠٠٦م على أنه: "لا يجوز الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب أو المدير العام إلا إذا كانت هناك مبررات قوية وظروف استثنائية ولفترة محدودة توافق عليها الجمعية العمومية للشركة" (فقرة ٤/١/٢). وهو الأمر ذاته الذى نادى به دليل الحوكمة المصرى فى نسخته المحدثّة الصادرة فى يولييه ٢٠١٦م عندما نص على أنه: "يتولى مجلس الإدارة إنتخاب رئيس المجلس وتعيين العضو المنتدب، ولا يفضل الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب. وفى حال عدم إمكان ذلك يجب الإفصاح عن أسباب ذلك فى التقرير السنوى والموقع الإلكتروني للشركة. وفى هذه الحالة وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة مستقل يرأس الإجتماعات التى تناقش أداء الإدارة التنفيذية" (فقرة ١/٢/٢).

٢. فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه

وفقاً لنظرية الوكالة، فإنه كلما طالت فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، كلما كان محصناً أكثر بسبب إمتلاكه الفرصة والوقت الكافيين لبناء التحالفات وتجميع القوة، ويصبح من المحتمل أن يزيد ذلك من قوته وسعيه نحو هيكله حزمة المكافآت التي يحصل عليها لتعزيز مصلحته الخاصة، مما قد يؤثر سلباً على أداء وقيمة الشركة (Hill and Phan, 1991). واتساقاً مع وجهة النظر هذه، يشدد دليل الحوكمة المصري الصادر في مارس ٢٠١١م على أنه: "لا يجب أن تتجاوز مدة التعاقد الواحدة لعضو مجلس الإدارة التنفيذي أكثر من ثلاث سنوات، ما لم يكن ذلك لأسباب واضحة ومحددة يتم الإفصاح عنها في الجمعية العامة للشركة ويجوز تجديد التعاقد لمدة أو مدد أخرى" (فقرة ١٧-٢-٥)، وهو ما يشير إلى أهمية عدم بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه لفترة طويلة، حيث أن شغله لمنصبه فترة طويلة، حددها الدليل بفترة ثلاث سنوات، يمثل تحصيلاً للمدير التنفيذي الأول.

ويُرجع كل من (عفيفي، ٢٠١٧؛ Hill and Phan, 1991; Shen, 2003; Cook and Burrell, 2013) أن المديرين التنفيذيين الأول الذين يشغلون مناصبهم لفترات طويلة ربما يبذلون محصنون إلى ثلاثة أسباب رئيسية، وهي: (١) أن الأمان أو الثبات الوظيفي الذي يتمتع به المدير التنفيذي الأول نتيجة لسجل أدائه الجيد قد يؤدي إلى تزايد نفوذه وتأثيره على مجريات الأمور داخل الشركة؛ (٢) أن المدير التنفيذي الأول الذي يشغل منصبه لفترة طويلة يكون قادراً على بسط سيطرته على نظم المعلومات الداخلية للشركة، وهو ما يمنحه القدرة على الاستحواذ على معلومات حرجة تساعده على التأثير على برامج وخطط مجلس إدارة الشركة؛ (٣) أن بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه لفترة طويلة يجعله قادراً على ممارسة تأثير متزايد على تشكيل مجلس إدارة الشركة، وتعيين مديرين جدد يدينون له بالولاء.

وكوجهة نظر بديلة لنظرية الوكالة، تذهب نظرية الإشراف إلى أن وجود تقارب في المصالح بين المدير التنفيذي الأول والمنظمة التي يتولى أمر إدارتها، يجعل من المفيد للشركة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه لفترات طويلة، حيث أن شغله لمنصبه لفترة طويلة يجعله قادراً على تفهم التعقيدات والصعوبات التي تواجه الشركة، وأكثر كفاءة في التعامل مع القضايا التقنية أو الفنية للأعمال في ظل معرفته المتميزة (Superior Knowledge) بواطن الأمور الخاصة بجميع العمليات والأعمال الخاصة بالشركة (Muth and Donaldson, 1998). وهو الأمر الذي قد يترك أثراً إيجابية على أداء وقيمة الشركة.

٣. استقلالية مجلس الإدارة

يلعب مجلس إدارة الشركة دوراً مهماً وحاسماً في وضع الأهداف الإستراتيجية لها، وإقرار الإستراتيجيات والسياسات العامة التي تهيمن على سير العمل بها. لذلك، فإن لقرارات المجلس تأثير كبير على أداء أية شركة (وزارة الاستثمار، ٢٠١١). ويعد استقلال مجلس الإدارة أحد المكونات المهمة لهياكل حوكمة الشركات، حيث بات ينظر إلى المديرين غير التنفيذيين (الخارجيين) في مجالس الإدارة باعتبارهم آلية رئيسية من آليات الرقابة الداخلية، ومؤشراً مهماً من مؤشرات جودة تطبيق حوكمة الشركات.

وتعد الآثار السلبية التي قد يقود إليها غياب الفصل بين إدارة القرار ورقابة القرار على أداء وقيمة الشركة في ظل هيمنة أو سيطرة المديرين التنفيذيين (الداخليين) على مجريات الأمور داخل مجلس الإدارة، الحجة الرئيسية لوجود المديرين غير التنفيذيين (الخارجيين) داخل المجلس لضمان استقلاليته عن الإدارة التنفيذية للشركة، وذلك عن طريق الفصل الواضح بين مهام الرقابة ومهام الإدارة (Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983).

وطبقاً لنظرية الوكالة، فإن وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل المجلس سوف تجعله يبدو أكثر فعالية في الحد من الإنتهازية الإدارية. وذلك انطلاقاً من أن المديرين غير التنفيذيين يتوافر لديهم الحافز لبناء سمعة جيدة من خلال مراقبة الإدارة التنفيذية، بسبب وجود منافسة بينهم في سوق العمل (Fama and Jensen, 1983). بالإضافة إلى ذلك، فإن وجود المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة يساعد على تسوية أى خلافات أو نزاعات إدارية داخلية، فضلاً عن تحسين العلاقات بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح الآخرين. فالمديرين غير التنفيذيين يعدون في وضع أفضل للإضطلاع بوظيفة المراقبة من المديرين التنفيذيين (Marashdeh, 2014).

وعلى النقيض، تذهب نظرية الإشراف إلى أن الأداء المتميز للشركة يكون مرتبطاً بوجود أغلبية من المديرين التنفيذيين داخل مجلس إدارتها. وذلك انطلاقاً من أن هؤلاء المديرين التنفيذيين يكون لديهم فهم أفضل لطبيعة أعمال الشركة وتعقيدها، ويعدون في وضع أفضل لقيادة وإدارة قرارات الشركة من المديرين غير التنفيذيين، نتيجة ما يتمتعون به من معلومات خاصة متميزة عن أنشطة وعمليات الشركة، ومن ثم، فإن وجود أغلبية من المديرين التنفيذيين داخل مجلس الإدارة تجعله قادراً على اتخاذ قرارات متميزة تقود إلى تحسن أداء وقيمة الشركة (Donaldson, 1990; Donaldson and Davis, 1991).

٤. الملكية الإدارية

طبقاً لنظرية الوكالة، فإن تزايد نسبة الملكية الإدارية يساعد على ربط مصالح المديرين بمصالح المساهمين الآخرين في الشركة (Jensen and Meckling, 1976). وذلك إنطلاقاً من أن تزايد نسبة ملكية الإدارة في أسهم الشركة التي يتولون زمام أمورها، يولد لديهم دوافع قوية للعمل بالشكل الذي يتوافق أو ينسجم مع مصالح المساهمين الخارجيين لتعزيز قيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل (Shuto and Takada, 2010). وفي المقابل، يكون من المتوقع أن تتوافر لدى المديرين النزعة للعمل بإنتهازية، عندما تكون حصتهم في رأس مال الشركة هامشية، حيث يكون من المتوقع في هذه الحالة أن يقوم المديرين بتحويل بعض موارد الشركة تدريجياً نحو أنشطة غير معظمة للقيمة في الأجل الطويل (Bos et al., 2013).

من ناحية أخرى، يرى (Morck et al., 1988) أن أثر التحصين الذي يمكن أن يقود إليه تزايد نسبة ملكية الإدارة في أسهم الشركة التي يتولون زمام أمورها، من المحتمل أن يدحض توقعات نظرية الوكالة، حيث أن تزايد نسبة الملكية الإدارية من الممكن أن يقود إلى تزايد السلوك الإنتهازى للإدارة، وذلك إنطلاقاً من أن استحواذ المديرين على نسبة كبيرة من أسهم الشركة يتيح لهم قدر أكبر من التحكم فيها، ومن ثم تتاح لهم فرصة أكبر للعمل على تحقيق مصالحهم الخاصة بشكل إنتهازى يضر بمصالح المساهمين الخارجيين.

٥. الرافعة المالية (المديونية)

بات ينظر إلى مستوى المديونية كأحد آليات تحصين الإدارة، حيث يؤدي ارتفاع مستوى المديونية إلى انخفاض احتمالات التحصين الإدارى، وذلك إنطلاقاً من أن ارتفاع مستوى المديونية سيدفع المقرضين نحو فرض المزيد من الإجراءات الرقابية على الشركات المقترضة، وذلك من خلال ما تتضمنه عقود المديونية من اشتراطات وتعهدات.^(٦)

(٦) يقوم المقرضون عادةً بتضمين عقود المديونية العديد من الإشتراطات أو التعهدات (Debt Covenants)، والتي تتمثل أهمها في: وضع قيود على إجراء توزيعات نقدية للمساهمين وكذلك على إعادة شراء الأسهم، إبقاء رأس المال العامل فوق حد أدنى محدد في العقد، وضع قيود على أنشطة الإندماج مع شركات أخرى ذات مخاطرة عالية، وضع قيود على الإستثمارات في منشآت أخرى، وضع قيود على إصدار الديون الإضافية لمنع إصدار ديون جديدة ذات أولوية أعلى أو تساوى ترتيب الدين الحالى، وضع قيود على تصفية الأصول بحيث لا يسمح بها إلا في حدود معينة مثل استخدام حصيلة البيع في شراء أصول جديدة أو تخفيض جزء من الديون الخارجية (الدوراوى، ١٩٩٤). وعادةً ما تنص عقود المديونية على أن الدين يكون واجب السداد فوراً إذا ما انتهكت أو أخلت الإدارة بأي من الإشتراطات المنصوص عليها في تلك العقود، حيث يجب على الإدارة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذها لأى قرارات تتعلق بتلك الإشتراطات أو التعهدات (هندي، ١٩٩٨).

ويشير (Jensen, 1986) إلى أن ارتفاع مستوى المديونية سوف يثنى المديرين عن إهدار التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة في استثمارات غير مربحة، وذلك من خلال إجبار المديرين على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة الدين، الأمر الذي يسهم في كبح الإنتهازية الإدارية المتعلقة بإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة. لذا، يرى (Berger et al., 1997) أن المديرين قد يفضلون مستويات المديونية المنخفضة، وذلك انطلاقاً من أن ارتفاع مستوى المديونية سوف يحد من قدرتهم على تحويل التدفقات النقدية الحرة نحو تحقيق أهدافهم الشخصية على حساب تعظيم القيمة، فضلاً عن أن مستويات الدين المرتفعة قد تجبر المديرين على تقليص حجم الشركة عن طريق تصفية العمليات غير الفعالة.

من ناحية أخرى، ومن منظور تعارض المصالح بين المساهمين والمقرضين، فإن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين قد يدفع المديرين إلى التصرف بالشكل الذي يحقق مصلحة المساهمين، وذلك من خلال التخلي عن المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. فالشركات التي يتزايد لديها مستوى المديونية يتزايد بها تعارضات الوكالة بين المساهمين وأصحاب الديون، نظراً لأن المساهمين في هذه الشركات يتوافر لديهم دوافع قوية لتخفيض الإستثمارات، وذلك فيما يعرف بمشكلة "قصور الإستثمار" (Underinvestment Problem)، وإمكانيات أكبر للاستعاضة بتحويل أو نقل المخاطر. وهو ما يشير إلى أن التمويل بالدين قد يكون له تأثير سلبي على قيمة الشركة، خاصةً بالنسبة للشركات التي يتوافر لديها فرص للنمو (McConnell and Servaes, 1995).

وبعد الإنتهاء من توفير التأسيس النظرى للتأثيرات المحتملة لآليات التحصين الإدارى على قيمة الشركة، يقوم الباحثان فى القسم التالى (الثانى) باستعراض أهم الدراسات السابقة التى تم إجراؤها على المستوى الاختبارى بشأن تأثير تلك الآليات على قيمة الشركة، بما يسهم فى تطوير فرضيات البحث الحالى.



القسم الثاني

مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث

يهدف هذا القسم إلى دعم الدراسات التحليلية التي تم تناولها في القسم السابق بعدد من الدراسات الاختبارية التي تم إجراؤها بهدف التحقق من تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة، بما يسهم في تطوير فرضيات البحث الحالي.

١. ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول

يعد التناقض أو التعارض هو السمة الأساسية التي تكتنف نتائج الدراسات السابقة التي تم إجراؤها بهدف التحقق من طبيعة العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة. فمن ناحية، توصل عدد من الدراسات السابقة (مثل: El-Masry, 2010; Rashid, 2010; Wellalage, 2012; Topal and Doğan, 2014) إلى وجود علاقة سالبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وتوفر تلك النتائج دليلاً إمبريقياً يؤيد ما ذهبت إليه نظرية الوكالة من أن الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول يدعم من استقلالية مجلس الإدارة عن الإدارة التنفيذية للشركة، وهو الأمر الذي يقود إلى تحسن قيمة الشركة بفضل تحسن عملية المراقبة والإشراف.

من ناحية أخرى، توصل عدد آخر من الدراسات السابقة (مثل: Al-Shammari and Al-Sultan, 2009; Gill and Mathur, 2011; Vintilă and Gherghina, 2013; Mahrous, 2014) إلى وجود علاقة موجبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وتوفر تلك النتائج دليلاً إمبريقياً على أن الشركات التي يتم فيها الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول من قبل ذات الشخص تتعاطم قيمتها، وهو ما يمكن تفسيره من خلال نظرية الإشراف والتي ترى أن الإدارة الفعالة هي التي تركز على مبدأ توحيد القيادة، حيث تذهب هذه النظرية إلى أن وجود ازدواجية في دور المدير التنفيذي الأول يقلل من التعارضات المتعلقة بتبادل المعلومات أو الإتصال في بيئات تتسم بعدم التأكد، فضلاً عن أنه يخلق شعوراً واضحاً للقرار الإستراتيجي.

وبرغم النتائج السابقة، توجد دراسات سابقة عديدة (مثل: الخيال، ٢٠٠٩؛ Haniffa and Hudaib, 2006; Ntim, 2009; Arslan et al., 2010; Lin, 2011; Desoky and Mousa, 2012; Otman, 2014; Vo and Nguyen, 2014; Singla, 2016; Vu and Nguyen, 2017) اختبرت العلاقة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، وأخفقت في التوصل إلى علاقة معنوية بينهما. وبذلك يمكن للباحثان، في ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج، صياغة الفرضية الأولى للبحث الحالي في صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالي:

ف١: لا توجد علاقة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة.

٢. فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه

يعد التناقض أو التعارض هو الآخر السمة الأساسية التي تكتنف نتائج الدراسات الاختبارية التي تم إجراؤها بهدف التحقق من طبيعة العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وقيمة الشركة، على الرغم من الندرة النسبية في عدد تلك الدراسات الاختبارية.

فمن ناحية، توصلت دراسة (Limbach et al., 2015)، والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من ١٢٤٢٧ مشاهدة لشركات أمريكية مدرجة بمؤشر (Standard and Poor's 1500) وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ١٩٩٨م و٢٠١١م، إلى وجود علاقة موجبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وهي ذات النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Diks, 2016)، والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من ٤٨٠ شركة أمريكية مدرجة بمؤشر (Standard and Poor's 500) في الفترة بين عامي ٢٠٠٠م و٢٠١٥م. وتوفر تلك النتائج دليلاً إمبريقياً يؤكد ما ذهب إليه نظرية الإشراف من أن شغل المدير التنفيذي الأول لمنصبه لفترة طويلة يجعله قادراً على تفهم التعقيدات والصعوبات التي تواجه الشركة، وأكثر كفاءة في التعامل مع القضايا التقنية أو الفنية للأعمال، وهو الأمر الذي يقود إلى تحسن قيمة الشركة.

من ناحية أخرى، توصلت دراسة (Singla, 2016)، والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من ١٠١ شركة هندية دولية (٧٠٧ مشاهدة) في الفترة بين عامي ٢٠٠٢م و٢٠٠٨م، إلى وجود علاقة سالبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي

الأول في منصبه وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وتدعم تلك النتيجة من توقعات نظرية الوكالة من أنه كلما طال فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، كلما كان من المحتمل أن يزيد ذلك من قوته وسعيه نحو تحقيق مصلحته الخاصة، مما يؤثر سلباً على قيمة الشركة. وبذلك يمكن للباحثان، في ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج، صياغة الفرضية الثانية للبحث الحالي في صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالي:

ف٢: لا توجد علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وقيمة الشركة.

٣. استقلالية مجلس الإدارة

توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج مختلطة بشأن علاقة استقلالية مجلس الإدارة بقيمة الشركة. فمن ناحية، توصل عدد من الدراسات السابقة (مثل: الخيال، ٢٠٠٩؛ El-Masry, 2010; Lin, 2011; Bouaziz and Triki, 2012; Wellalage, 2012; Rehman and Shah, 2013; Vintilă and Gherghina, 2013; Otman, 2014) إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وتوفر تلك النتائج دليلاً إمبريقياً يؤيد ما ذهبت إليه نظرية الوكالة من أن تزايد نسبة المديرين غير التنفيذيين (الخارجيين) داخل مجلس إدارة الشركة تضمن استقلاليتها عن الإدارة التنفيذية للشركة، وهو الأمر الذي يقود إلى تحسن قيمة الشركة بفضل تحقق الفصل الواضح بين مهام الرقابة ومهام الإدارة.

من ناحية أخرى، توصل عدد آخر من الدراسات السابقة (مثل: Yermack, 1996; Arslan et al., 2010; Fauzi and Locke, 2012; Kao et al., 2013; Vo and Nguyen, 2014; Singla, 2016) إلى وجود علاقة سالبة بين نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وتوفر تلك النتائج دليلاً إمبريقياً على أن الشركات التي تزايد بها نسبة المديرين التنفيذيين (الداخليين) داخل مجالس إدارتها تتعاطم قيمتها، وهو ما يمكن تفسيره من خلال نظرية الإشراف، والتي تذهب إلى أن المديرين التنفيذيين يكون لديهم فهم أفضل لطبيعة أعمال الشركة وتعقيدها من المديرين غير التنفيذيين، وذلك نتيجة ما يتمتعون به من معلومات خاصة متميزة عن أنشطة وعمليات الشركة، ومن ثم يستطيعون اتخاذ قرارات متميزة تقود إلى تحسن أداء وقيمة الشركة.

وبرغم النتائج السابقة، توجد دراسات سابقة عديدة (مثل: Haniffa and Hudaib, 2006; Al-Shammari and Al-Sultan, 2009; Ntim, 2009; O'Connell and Cramer, 2010; Desoky and Mousa, 2017; Vu and Nguyen, 2017; Mahrous, 2014) اختبرت العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركة، وأخفقت في التوصل إلى علاقة معنوية بينهما. وبذلك يمكن للباحثان، في ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج، صياغة الفرضية الثالثة للبحث الحالي في صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالي:

ف٣: لا توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركة.

٤. الملكية الإدارية

يوفر عدد من الدراسات السابقة دليلاً قوياً يؤيد فرضية تقارب المصالح والتي ترجح أنه كلما تزايدت نسبة ملكية المديرين في أسهم الشركة، فإنهم سيصبحون أقل عرضةً لتحويل موارد الشركة بعيداً عن تعظيم القيمة والسعى لتحقيق مصالحهم الشخصية، مما يؤدي إلى تحسن قيمة الشركة. فقد توصلت دراسة (Yermack, 1996) والتي تم اجرائها على عينة مكونة من ٤٥٢ شركة أمريكية (٣٤٠٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ١٩٨٤م و١٩٩١م، إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية الإدارية وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q).

وبالمثل، توصلت دراسة (Rashid, 2010) والتي تم اجرائها على عينة مكونة من ٩٣ شركة بنغالية (٨٢٥ مشاهدة) مقيدة ببورصة دكا وتنتمي إلى ثمانية عشر قطاعاً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠٠٠م و٢٠٠٩م، إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية الإدارية وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وباستخدام عينة مكونة من ٧٩ شركة نيوزيلندية (٣٩٥ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى ستة قطاعات إقتصادية (هي: الموارد الأساسية، الطاقة، البضائع، العقارات، الخدمات، والاستثمار) في الفترة بين عامي ٢٠٠٧م و٢٠١١م، توصلت دراسة (Fauzi and Locke, 2012) إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية الإدارية وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q).

وبرغم النتائج السابقة، توجد دراسات سابقة عديدة (مثل: Haniffa and Hudaib, 2006; Arslan et al., 2010; El-Masry, 2010; O'Connell and Cramer, 2010; Desoky and Mousa, 2012; Rehman and Shah, 2013; Vo and Nguyen, 2014) اختبرت العلاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة، وأخفقت في التوصل إلى علاقة معنوية بينهما. وبذلك يمكن للباحثان، في ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج، صياغة الفرضية الرابعة للبحث الحالي في صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالي:

ف: لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة.

٥. الرافعة المالية (الديونية)

تظهر الدراسات السابقة نتائج مختلطة عن أثر الرافعة المالية (الديونية) على قيمة الشركة. فمن ناحية، توصلت دراسة (Zeitun and Tian, 2007)، والتي تم اجراؤها على عينة مكونة من ١٦٧ شركة أردنية مقيدة ببورصة عمان وتنتمي إلى ستة عشر قطاعاً غير مالي في الفترة بين عامي ١٩٨٩م و٢٠٠٣م، إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (الديونية) مقيسة بنسبة الديون الإجمالية إلى إجمالي الأصول وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وعلى عينة مكونة من ٧٨ شركة هولندية (٣٨١ مشاهدة) مقيدة ببورصة يورونكست امستردام وتنتمي إلى ثمانية قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ٢٠٠٧م و٢٠١١م، توصلت دراسة (Korotkikh, 2012) إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (الديونية) مقيسة بنسبة الديون الإجمالية إلى إجمالي الأصول وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q).

وباستخدام عينة مكونة من ٤٧٤ شركة أمريكية مدرجة بمؤشر (Standard and Poor's 500) في الفترة بين عامي ٢٠٠٣م و٢٠١١م، توصلت دراسة (Martis, 2013) إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (الديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). أيضاً، توصلت دراسة (Tifow and Sayilir, 2015)، والتي تم اجراؤها على عينة مكونة من ١٣٠ شركة تركية مقيدة ببورصة أسطنبول وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ٢٠٠٨م و٢٠١٣م، إلى وجود علاقة

سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q).

وباستخدام عينة مكونة من ١٠٠ شركة نيجيرية (٤٤٥ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ٢٠١٠م و٢٠١٤م، توصلت دراسة (Dada and Ghazali, 2016) إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وعلى نحو مماثل، توصلت دراسة (Singh and Bansal, 2016)، والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من ٥٨ شركة هندية مقيدة ببورصة بومباي في الفترة بين عامي ٢٠٠٧م و٢٠١٦م، إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية وبين مؤشر (Tobin's Q).

من ناحية أخرى، توصلت دراسة (Manawaduge et al., 2011)، والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من ١٥٥ شركة سريلانكية (٥٠٦ مشاهدة) مقيدة ببورصة كولومبو وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ٢٠٠٢م و٢٠٠٨م، إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). وعلى عينة مكونة من ٢٣٧ شركة ماليزية مقيدة ببورصة كوالالمبور وتنتمي إلى ستة قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ١٩٩٥م و٢٠١١م، توصلت دراسة (Salim and Yadav, 2012) إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون قصيرة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q).

وعلى نحو مماثل، توصلت دراسة (Ebrati et al., 2013)، والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من ٨٥ شركة إيرانية مقيدة ببورصة طهران وتنتمي إلى أربعة قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ٢٠٠٦م و٢٠١١م، إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) مقيسة بأي من نسبة الديون الإجمالية، أو نسبة الديون طويلة الأجل، أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وبين قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر (Tobin's Q). ونظراً لوجود هذا

التعارض (أو التناقض) الواضح فى نتائج الدراسات السابقة التى اختبرت تأثير الرافعة المالية (المديونية) على قيمة الشركة، فإنه يمكن للباحثان صياغة الفرضية الخامسة للبحث الحالى فى صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالى:

فء: لا توجد علاقة بين الرافعة المالية (المديونية) وقيمة الشركة.

وبعد توفير دعم اختبارى أسهم فى تطوير فرضيات البحث الحالى، يقوم الباحثان فى القسم التالى (الثالث) بتصميم البحث وصياغة النموذج الملائم لاختبار تلك الفرضيات.

القسم الثالث تصميم البحث

أولاً: مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث الحالي في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية في الفترة بين عامي ٢٠١٠م و٢٠١٥م، وذلك بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير المالية، الأمر الذي يخلق صعوبة بشأن القابلية للمقارنة نتيجة الاختلافات في الضوابط والقوانين المنظمة.

ولضمان وجود تجانس بين شركات كل قطاع من القطاعات الداخلة في عينة البحث، وهو أمراً ضرورياً للبحث الحالي، خاصةً في ظل اعتماد الباحثان في قياس المتغير التابع على إحدى مقاييس قيمة الشركة الذي يتطلب قياسه لكل شركة من شركات العينة حتمية تعديله بمتوسط قيمته على مستوى الصناعة التي تنتمي لها الشركة، فقد قام الباحثان باختيار عينة الشركات الذي سيعتمد عليها البحث الحالي في اختبار فرضياته بالشكل الذي يمكن معه وضع شركات العينة في قطاعات متجانسة، بما يضمن تحقيق دقة القياس لمتوسط هذا المؤشر أو المقياس على مستوى كل صناعة.

وبمراعاة البعد الإجرائي السابق، إنتهى الباحثان إلى اختيار عينة من الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية يبلغ حجمها ١٠١ شركة موزعة على خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً متجانساً (مرفق ملحق رقم "١" بأسماء شركات عينة البحث)، وبما يعادل ٥٩٪، ٥٩٪، ٥٨٪، ٥٨٪، ٥٧٪، ٥٧٪ تقريباً من إجمالي عدد الشركات المساهمة المقيدة المتاح سحب عينة البحث الحالي منه خلال السنوات الست فترة الدراسة على الترتيب. ويوضح الجدول رقم (١) العينة النهائية للبحث الحالي مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي المقترح من قبل الباحثان.

جدول رقم (١): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

السنوات وعدد الشركات						عدد الشركات	القطاع
٢٠١٥م	٢٠١٤م	٢٠١٣م	٢٠١٢م	٢٠١١م	٢٠١٠م		
١٧	١٧	١٧	١٧	١٧	١٧	١٠٢	الاستثمار العقاري
١٠	١٠	١٠	١٠	١٠	١٠	٦٠	الفنادق والمنتجات السياحية
٨	٨	٨	٨	٨	٨	٤٨	الصناعات الدوائية
٨	٨	٨	٨	٨	٨	٤٨	الصناعات الكيماوية
٨	٨	٨	٨	٨	٨	٤٨	صناعة الأسمت
٧	٧	٧	٧	٧	٧	٤٢	طحن الغلال وصناعة الخبز
٧	٧	٧	٧	٧	٧	٤٢	صناعة المنسوجات
٦	٦	٦	٦	٦	٦	٣٦	الصناعات المعدنية
٦	٦	٦	٦	٦	٦	٣٦	الصناعات الهندسية
٥	٥	٥	٥	٥	٥	٣٠	صناعة وطباعة مواد التعبئة والتغليف
٥	٥	٥	٥	٥	٥	٣٠	خدمات الموانئ والتوكيلات الملاحية
٤	٤	٤	٤	٤	٤	٢٤	صناعة الخزف والسيراميك
٤	٤	٤	٤	٤	٤	٢٤	الإنتاج الداجني
٣	٣	٣	٣	٣	٣	١٨	التكنولوجيا
٣	٣	٣	٣	٣	٣	١٨	الزيوت المستخلصة ومشتقاتها
١٠١	١٠١	١٠١	١٠١	١٠١	١٠١	٦٠٦	إجمالي
٢٢١	٢١٤	٢١٢	٢١٣	٢١٣	٢١٢		عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ^(٧)
٤٣	٣٨	٣٨	٣٨	٤١	٤٢		عدد الشركات المالية المقيدة بالبورصة ^(٨)
١٧٨	١٧٦	١٧٤	١٧٥	١٧٢	١٧٠		عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة
%٥٧	%٥٧	%٥٨	%٥٨	%٥٩	%٥٩		نسبة عدد شركات العينة إلى عدد الشركات غير المالية المتاح سحب العينة منه

وقد اعتمد الباحثان في الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات العينة، واللازمة لإتمام البحث الحالي، على مصدرين أساسيين، هما: شركة مصر لنشر المعلومات، وموقع البورصة المصرية بما يحتويه من تقارير إفصاح إلزامية تعدها الشركات المساهمة المقيدة طبقاً لقواعد القيد.

ثانياً: صياغة نموذج البحث والتعريفات الإجرائية للمتغيرات

سوف يعتمد الباحثان بشأن اختبار فرضيات البحث الحالي على نموذج للإندثار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Model)، والذي يبني على أن قيمة الشركة تعد دالة في كل من آليات التحصين الإداري، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{قيمة الشركة} = \text{دالة (آليات التحصين الإداري + المتغيرات الضابطة)}$$

(٧) المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية لعام ٢٠١٥م.

(٨) يقصد بالشركات المالية المقيدة بالبورصة: الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك.

وسوف يعتمد الباحثان بشأن قياس قيمة الشركة على مؤشرين، هما: نسبة توبين كيو ($Q\text{-Ratio}_{it}$)، ونسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط تلك النسبة على مستوى الصناعة التي تنتمي لها الشركة ($Industry\text{-Adj}Q_{it}$). وبذلك يمكن صياغة نموذج البحث الحالي على النحو التالي:

$$F_VALUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEODUAL_{it} + \beta_2 CEOTENURE_{it} + \beta_3 BIND_{it} + \beta_4 MOWN_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 FSIZE_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 BSIZE_{it} + \beta_9 IOWN_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث إن:

ثابت الانحدار	=	β_0
معاملات الانحدار لمتغيرات التحصين الإداري	=	$\beta_1 - \beta_5$
معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة	=	$\beta_6 - \beta_9$
المتبقى إحصائياً من تقدير النموذج (الخطأ العشوائي)	=	ε_{it}
قيمة الشركة i في الفترة t	=	F_VALUE_{it}
إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول للشركة i في الفترة t	=	$CEODUAL_{it}$
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول للشركة i في الفترة t في منصبه	=	$CEOTENURE_{it}$
استقلالية مجلس الإدارة للشركة i في الفترة t	=	$BIND_{it}$
الملكية الإدارية للشركة i في الفترة t	=	$MOWN_{it}$
الرافعة المالية (المديونية) للشركة i في الفترة t	=	LEV_{it}
حجم الشركة i في الفترة t	=	$FSIZE_{it}$
ربحية الشركة i في الفترة t	=	$PROF_{it}$
حجم مجلس الإدارة للشركة i في الفترة t	=	$BSIZE_{it}$
الملكية المؤسسية للشركة i في الفترة t	=	$IOWN_{it}$

ويوضح الجدول رقم (٢) وصفاً لمتغيرات البحث الحالي والتعريف الإجرائي لها، حيث يتم قياس قيمة الشركة، آليات التحصين الإداري، والمتغيرات الضابطة على النحو التالي:

جدول رقم (٢): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
<i>المتغير التابع (قيمة الشركة)</i>		
يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية لأصول الشركة i في نهاية الفترة t إلى قيمتها الدفترية، والتي يتم حسابها من خلال قسمة القيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للأصول.	$Q-Ratio_{it}$	نسبة توبين كيو
يتم قياسها بالفرق بين نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$) للشركة i في نهاية الفترة t ومتوسط تلك النسبة على مستوى الصناعة التي تنتمي لها الشركة في نهاية الفترة t .	Industry-Adj Q_{it}	نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة
<i>آليات التحصين الإداري</i>		
متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة i خلال الفترة t يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.	CEODUAL $_{it}$	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول للشركة i في منصبه منذ تعيينه كرئيس تنفيذي للشركة وحتى نهاية الفترة t .	CEOTENURE $_{it}$	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه
يتم قياسها بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة للشركة i خلال الفترة t ، والتي يتم حسابها من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس.	BIND $_{it}$	استقلالية مجلس الإدارة
نسبة الأسهم المملوكة من قبل أفراد الإدارة العليا للشركة i خلال الفترة t .	MOWN $_{it}$	الملكية الإدارية
نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة t .	LEV $_{it}$	الرافعة المالية (المديونية)
<i>المتغيرات الضابطة</i>		
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة t .	FSIZE $_{it}$	حجم الشركة
يتم قياسها بمعزل العائد على الأصول للشركة i خلال الفترة t ، والذي يتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب كما يظهر بقائمة الدخل مضافاً إليه مصروف الفوائد الخالي من الضرائب على متوسط إجمالي الأصول خلال الفترة ^(٩) .	PROF $_{it}$	ربحية الشركة
عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة i خلال الفترة t .	BFSIZE $_{it}$	حجم مجلس الإدارة
نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين للشركة i خلال الفترة t .	IOWN $_{it}$	الملكية المؤسسية

(٩) نظراً لأن إجمالي الأصول (مقام النسبة) ممول من رأس المال المملوك والمقترض أيضاً، بينما صافي الربح بعد الضرائب هو عائد المساهمين (رأس المال المملوك)، ولا يشمل أي عائد للدائنين (رأس المال المقترض) لأن مصروف الفائدة استبعد من الإيرادات قبل التوصل إلى رقم صافي الربح، لذا فإنه تم رد مصروف الفائدة الخالي من الضرائب إلى صافي الربح ليُمثل البسط بعد هذا التعديل العائد الكلي على إجمالي الأصول، دون تفرقة بين مصادر التمويل، وحتى يتحقق التجانس بين بسط ومقام النسبة (أبو العز، ٢٠٠٧).

ثالثاً: مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نموذج البحث

١. حجم الشركة

تتمتع الشركات الكبيرة بمزايا اقتصاديات الحجم الكبير في أوجه النشاط المختلفة من توظيف وإنتاج وتسويق، فضلاً عن تمتعها بتوافر إمكانيات إدارية ذات كفاءة ومهارة عالية مقارنةً بمثيلاتها في الشركات صغيرة الحجم، وهو أمر يساعدها في تحقيق مزايا نسبية في العديد من المجالات، مثل: الرقابة على التكاليف، والاستغلال الكفء للموارد البشرية المتاحة، مما يؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة الشركة (Buzzell et al., 1975).

من ناحية أخرى، يرى (Jensen, 1986) أن حجم الشركة يمكن أن يستخدم كمؤشر على تعارضات الوكالة بين المديرين والمساهمين. حيث يرى (Jensen, 1986) أن المديرين يتوافر لديهم الدافع لزيادة حجم الشركة إلى ما بعد الحجم الأمثل أو المستهدف، وذلك لاكتساب المزيد من القوة أو السلطة عندما تكون قيمة الأصول الخاضعة لسيطرتهم أو تحكمهم أكبر^(١٠) وقد يسبب هذا التضخم الزائد في الحجم ترهل تنظيمي وإنخفاض للإنتاجية، وذلك لأن قدرة الإدارة على مراقبة أو التحكم في الأنشطة الاستراتيجية والتشغيلية للشركة تتقلص مع زيادة حجمها، مما يؤدي إلى آثار سلبية على أداء وقيمة الشركة (Agrawal and Knoeber, 1996).

٢. ربحية الشركة

مهد ظهور الشركات المساهمة لانفصال الملكية عن الإدارة، وضرورة استعانة الملاك بفريق من المديرين المحترفين كوكلاء عنهم لإدارة أنشطة الوحدة مقابل عائد يدفعه الملاك لهم (أبو سالم، ٢٠١٧). ومن الضروري أن تسعى إدارة الشركة إلى تحقيق أهداف الملاك بوصفهم أصحاب المصلحة الرئيسية في بقاء الشركة واستمرارها في الأجل الطويل. ولكي يتحقق ذلك، ينبغي أن يعكس هدف الإدارة الأهداف التي يسعى الملاك إلى تحقيقها، وذلك

(١٠) اتساقاً مع هذه النقطة تحديداً، يشير (أبو العز، ٢٠١٥) إلى أنه إذا توقع المدير أن يترك المنشأة قبل نهاية عمرها - وهذه هي الحالة الواقعية السائدة - فمن الطبيعي والمتوقع أن يركز المدير (الوكيل) على تعظيم منفعة في الأجل القصير الذي يعنيه، حتى ولو كان ذلك ضاراً لمصالح المساهمين (الموكل). فالمدير الذي يتوقع أن يغادر المنشأة في المستقبل القريب يعطي وزناً قليلاً لنتائج القرارات التي تتكشف بعد مغادرته للمنشأة، وذلك فيما يعرف "بمشكلة الأفق الزمني". فعندما يتوافر لدى الشركة المزيد من الأموال المتولدة داخلياً، قد يجد المديرين الحافز لإهدار الأموال الفائضة أو الزائدة في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما يؤدي إلى ظهور مشكلة "الإفراط في الاستثمار" (Jensen, 1986).

على اعتبار أن هدف الإدارة يعد بمثابة المعيار الذي يتم على أساسه اتخاذ مختلف القرارات الخاصة بالشركة، تلك القرارات التي يمتد أثرها في النهاية إلى مصالح الملاك. وهنا يثار التساؤل عن هدف الملاك، أو بعبارة أخرى، معيار إتخاذ القرارات الذي يرى فيه الملاك حمايةً لمصالحهم (هندي، ١٩٩٩).

يرتبط هدف تعظيم الربح ارتباطاً وثيقاً بالملاك، وما زال هذا الهدف يحتل مكاناً بارزاً في تقييم أداء الإدارة من وجهة نظر الملاك. وتعكس ربحية الشركة مدى فاعلية الإدارة في استخدام الموارد التي أوكل إليها أمر إدارتها خلال فترة ما. ومن ثم، فإن مستوى ربحية الشركة يعكس إلى أي مدى نجحت الشركة في تأدية أنشطتها وعملياتها واستخدام مواردها بشكل مربح (أبو العز، ٢٠٠٧). لذا، يظل تعظيم الربح أهم مؤشرات قياس الكفاية الإنتاجية والأداء الإقتصادي للشركة، لأن تعظيم الربح يؤدي إلى زيادة القوة الإيرادية للأموال المستثمرة بارتفاع معدل العائد المحقق على هذه الأموال، ومن ثم، ارتفاع القيمة السوقية للشركة (حميد، ٢٠٠١).

٣. حجم مجلس الإدارة

يعد حجم مجلس الإدارة أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات التي حظيت باهتمام وافر من قبل العديد من الدراسات السابقة، وإن اختلفت فيما بينها بشأن التأثير المتوقع لحجم المجلس على قيمة الشركة. فمن ناحية، يرى (Haniffa and Hudaib, 2006) أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فاعلية في كبح دوافع المديرين نحو التهرب من مسؤولياتهم تجاه الشركة، كما أنها تساعد على سرعة إنجاز القرارات الخاصة بالشركة، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تكون أقل تقيداً بمشاكل البيروقراطية وأكثر وظيفية في القيام بمهامها، الأمر الذي يكون له مردود إيجابي على قيمة الشركة.

من ناحية أخرى، يرى كل من (John and Senbet, 1998; Dalton et al., 1999; Kiel and Nicholson, 2003) أن المجالس كبيرة الحجم تفيد فعلاً الشركة ليس فقط في أنها توفر التنوع في مساعدة الشركة على تأمين الموارد الحرجة والعقود، ولكن أيضاً في جلب ثروة من الخبرة والتجربة إلى الشركة، وذلك من خلال قدرتها على اجتذاب مدى واسع من المديرين الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات المتنوعة التي تسهل من أداء المجلس لمهامه ووظائفه، وتعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، الأمر الذي قد يترك أثراً إيجابية على أداء وقيمة الشركة.

٤. الملكية المؤسسية

يشير كل من (Bange and De Bondt, 1998; Chung et al., 2002) إلى أن المستثمرين المؤسسيين يتوافر لديهم الموارد، القدرات، المهارات، والفرص المناسبة لرقابة المديرين وضبط سلوكهم بالشكل الذى يضمن اختيارهم لمستويات الاستثمار التى تؤدى إلى تعظيم القيمة فى الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على مقابلة أهداف الربحية قصيرة الأجل. ومن ثم، فإن تزايد نسبة ما تمتلكه هيئات الإستثمار فى أسهم الشركة، وفقاً لوجهة النظر هذه، يمكن أن يعمل كآلية لتخفيض تكاليف الوكالة التى يمكن أن تنشأ نتيجة السلوك الإنتهازى للمديرين.

وعلى النقيض، يرى كل من (Graves and Waddock, 1990; Jacobs, 1991; Hsu and Koh, 2005) أن المستثمرين المؤسسيين يتصرفون فى أحيان كثيرة كمستثمرين مؤقتين ذوى توجه قصير الأجل،^(١١) وذلك من خلال تركيزهم بشكل كبير على تعظيم الأرباح الحالية للشركة بدلاً من التركيز على تعظيم قيمتها فى الأجل الطويل. وهو الأمر الذى قد يؤدى إلى تقليص الدافع لدى المستثمرين المؤسسيين للقيام بعمل استثمارات فى مجال الإشراف على أداء الشركات المستثمر فيها، خاصةً وأن الإستفادة من المنافع التى قد تتولد من جراء تلك الاستثمارات قد لا تتحقق فى الأجل القصير الذى يصبون إلى تعظيم مصالحهم خلاله.

وبعد صياغة نموذج البحث، وكذلك التعريف الإجرائى للمتغيرات، يقوم الباحثان فى القسم التالى (الرابع) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية ونتائج تحليل الإنحدار.

(١١) يتم وصفهم أيضاً بالمستثمرين قصيرى النظر (Myopic Investors)، وذلك نتيجة تعاملهم كتجار وليس كملاك، وتركيزهم على أفق زمنى قصير المدى للاستثمار.

القسم الرابع تحليل النتائج

أولاً: إحصاءات وصفية

يعرض جدول رقم (٣) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة فى نموذج البحث الحالى مصنفة إلى ثلاث مجموعات، وهى: المتغير التابع (قيمة الشركة)، المتغيرات المستقلة (آليات التحصين الإدارى)، والمتغيرات الضابطة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث.

جدول رقم (٣): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الإحراف المعيارى
المتغير التابع (قيمة الشركة)					
نسبة توبين كيو	٠,٢٣٠١	٧,٩١٩٢	١,٣٤٢٤	١,٠٩٦٠	٠,٨١٥٣
نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة	- ١,٩٩٨٧	٥,٦١٥٠	- ٠,٠٠٠١	- ٠,١١٩٧	٠,٧٠١٦
آليات التحصين الإدارى					
إزواجية دور المدير التنفيذى الأول	٠,٠٠٠	١,٠٠٠	٠,٦٨٦٥	١,٠٠٠	٠,٤٦٤٣
فترة بقاء المدير التنفيذى الأول فى منصبه	١,٠٠٠	١٨,٠٠٠	٦,٠٠	٥,٠٠	٤,٤٢٩٢
استقلالية مجلس الإدارة	٠,٠٠٠	١,٠٠٠	٠,٦٤٦٥	٠,٧٢٧٣	٠,٢٤٦٧
الملكية الإدارية	٠,٠٠٠	٠,٧٥٠٣	٠,٠٧٢٢	٠,٠٠٠٥	٠,١٤٧٣
الرافعة المالية (المديونية)	٠,٠٠٧٨	١,٥٩٧٩	٠,٣٨٧٠	٠,٣٥٤٤	٠,٢٣١٥
المتغيرات الضابطة					
حجم الشركة (لوغاريتم طبيعى)	١٧,٠١٠٩	٢٣,٣٢٩٦	٢٠,١٤١٦	٢٠,٠٩٢٥	١,٣٤٧١
ربحية الشركة (العائد على الأصول)	- ٠,٣٧٢٨	٠,٥٠٧٥	٠,٠٦٨٨	٠,٠٦٠٨	٠,٠٩٥٥
حجم مجلس الإدارة	١,٠٠٠	١٨,٠٠٠	٨,٠٠	٧,٠٠	٢,٨٤٣٠
الملكية المؤسسية	٠,٠٠٠	٠,٩٨٦٣	٠,٥٦١٠	٠,٦٢٠٧	٠,٣٠٠١
عدد المشاهدات (N) = ٦٠٦ مشاهدة					

فيما يتعلق بمؤشرى قياس قيمة الشركة، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$) على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة، تتراوح قيمتها ما بين (٠,٢٣٠١، ٧,٩١٩٢ تقريباً)، وذلك بمدى واسع يبلغ ٧,٦٨٩١ تقريباً، وأن متوسط تلك النسبة على مستوى شركات العينة يبلغ ١,٣٤٢٤ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة القيمة السوقية للشركات فى العينة إلى قيمتها الدفترية أكبر من الواحد الصحيح، بمعنى أن متوسط القيمة السوقية للشركات فى العينة أكبر من قيمتها الدفترية. كما تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$) على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح قيمتها ما بين (-١,٩٩٨٧، ٥,٦١٥ تقريباً)، وذلك بمدى واسع يبلغ ٧,٦١٣٧ تقريباً، وانحراف معيارى قدره ٠,٧٠١٦ تقريباً.

وفيما يخص آليات التحصين الإداري، يتضح من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن هناك ١٩٠ مشاهدة فقط بنسبة قدرها ٣١,٤٪ من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث الحالي أظهرت وجود فصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب)، بمعنى عدم وجود ازدواجية فى تولى المنصبين من قبل ذات الشخص، وهو ما يشير - على مستوى عينة البحث - إلى عدم التزام غالبية شركات العينة بمتطلبات كل من دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى، ومشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة فيما يتعلق بضرورة الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، حيث إن ٦٨,٦٪ من عدد المشاهدات الخاصة بعينة الدراسة (٤١٦ مشاهدة) أظهرت وجود جمع بين المنصبين من قبل ذات الشخص.^(١٢) كذلك، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين عاماً واحداً وثمانية عشر عاماً وذلك بمدى واسع يبلغ سبعة عشر عاماً، وأن متوسط (وسيط) فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه على مستوى شركات العينة يبلغ ٦ (٥) أعوام، وذلك بانحراف معيارى قدره ٤,٤٢٩٢ تقريباً.

أيضاً، تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) إلى أن متوسط (وسيط) نسبة المديرين غير التنفيذيين فى مجالس إدارات شركات العينة خلال فترة الدراسة يبلغ ٦٤,٦٥٪ (٧٢,٧٣٪) وذلك بمدى واسع يتراوح ما بين عدم الاستقلالية الكاملة، والاستقلالية الكاملة، وهو ما يعد مؤشراً على التزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل الحوكمة المصرى فيما يتعلق بضرورة أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين فى الشركة. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن نسبة الملكية الإدارية تتراوح بين (صفر٪، ٧٥,٠٣٪) بمتوسط (وسيط) يبلغ ٧,٢٢٪ (٠,٠٥٪) وبانحراف معيارى قدره ٠,١٤٧٣ تقريباً، وهو ما يشير إلى انخفاض الوزن النسبى للمساهمات المباشرة لأعضاء مجالس إدارات شركات العينة فى هياكل ملكية الشركات المساهمة المصرية خلال فترة الدراسة. أما

(١٢) لعل السبب الرئيسى فى ذلك، قد يرجع إلى الطريقة التى يتم بها تشكيل مجالس إدارات الشركات المساهمة المصرية، والتى تراعى فى المقام الأول أن يعكس المجلس نسب توزيع رأس المال، حيث يكون من حق المساهم (مجموعة المساهمين) صاحب النسبة الحاكمة فى رأس المال، وخاصة فى ظل ما تنتم به الشركات المساهمة المصرية من ارتفاع معدلات تركيز الملكية بها، اختيار العدد الأكبر من أعضاء مجلس الإدارة الذى يتناسب مع حصته فى رأس مال الشركة، ومن ثم تتاح له الفرصة الكافية لتعيين نفسه أو تعيين من ينوب عنه فى منصب رئيس مجلس الإدارة، ولأن المساهم فى هذه الحالة غالباً ما يتصرف بأسلوب المالك لا بأسلوب المستثمر، فإنه يتولد لديه الدافع أو الرغبة القوية فى بسط نفوذه وسيطرته على كافة مجريات الأمور داخل الشركة، فيقوم بتعيين ذات الشخص الذى تم تعيينه كرئيس لمجلس الإدارة فى منصب الرئيس التنفيذى للشركة أيضاً، ومن ثم يتحقق الجمع بين المنصبين من قبل ذات الشخص.

فيما يتعلق بمتغير الرافعة المالية (المديونية)، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن متوسط نسبة إجمالي الإلتزامات إلى إجمالي الأصول يبلغ على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة ٣٨,٧٠٪ تقريباً، مما يعنى أن متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يبلغ ٦١,٣٠٪ تقريباً، وتعكس تلك النسبة ميل الشركات للاعتماد بشكل أكبر على حقوق الملكية مقارنة بالديون عند تحديد التشكيلة التي تتكون منها مصادر التمويل.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن حجم شركات العينة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين (١٧,٠١٠٩، ٢٣,٣٢٩٦ تقريباً باللوغاريتم الطبيعي) وذلك بمدى واسع يبلغ ٦,٣١٨٧ تقريباً باللوغاريتم الطبيعي، ومتوسط يبلغ ٢٠,١٤١٦ تقريباً، وبانحراف معياري قدره ١,٣٤٧١ تقريباً. وفيما يتعلق بربحية الشركة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن متوسط (وسيط) العائد على الأصول على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يبلغ ٦,٨٨٪ (٦,٠٨٪) وذلك بانحراف معياري يبلغ ٠,٠٩٥٥ تقريباً. كذلك، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن أحجام مجالس إدارات شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين عضواً واحداً وثمانية عشر عضواً وذلك بمدى واسع يبلغ سبعة عشر عضواً، وأن متوسط (وسيط) عدد أعضاء مجلس الإدارة على مستوى شركات العينة يبلغ ٨ (٧) أعضاء، وذلك بانحراف معياري قدره ٢,٨٤٣٠ تقريباً. كما تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) إلى أن نسبة الملكية المؤسسية تتراوح بين (صفر٪، ٩٨,٦٣٪) بمتوسط (وسيط) يبلغ ٥٦,١٪ (٦٢,٠٧٪) وبانحراف معياري قدره ٠,٣٠٠١ تقريباً، وهو ما يشير إلى أهمية الوزن النسبي لمساهمات المستثمرين المؤسسيين في هيكل ملكية الشركات المساهمة المصرية.

ثانياً: تحليل الارتباط

تعد مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذج البحث الحالي^(١٣) وتظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بالجدول رقم (٤)، أن الإزدواج الخطى لا يمثل مشكلة في البحث الحالي، حيث إن كل معاملات الارتباط بين

(١٣) يستخدم تعبير الإزدواج الخطى (Multicollinearity) للإشارة إلى وجود علاقة خطية أو قريبة من الخطية بين المتغيرات التفسيرية في معادلة الانحدار المتعدد، ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية تعد مقبولة وغير خطيرة إذا بلغ معامل الارتباط بين أي منها (٠,٨) كحد أقصى.

المتغيرات التفسيرية في البحث الحالي (آليات التحصين الإداري، والمتغيرات الضابطة) أقل من (٠,٨٠)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط بين المتغيرات التفسيرية في نموذج البحث (٠,٦٣) وذلك بين متغيري الملكية الإدارية والملكية المؤسسية.^(١٤)

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين المؤشرين المستخدمين في البحث الحالي لقياس قيمة الشركة، فكما هو موضح بالجدول رقم (٤)، بلغ معامل الارتباط بين نسبة توبين كيو ونسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (٠,٨٦). وتجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن معامل الارتباط بين المؤشرين المستخدمين في البحث الحالي لقياس قيمة الشركة أكبر من (٠,٨٠)، إلا أن ذلك لا يمثل مشكلة إزدواج خطي في البحث الحالي، حيث سيتم الاعتماد على مؤشر واحد فقط من هذين المؤشرين عند تشغيل نموذج البحث.

وفيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين آليات التحصين الإداري ومؤشري قياس قيمة الشركة، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٤) عدم وجود ارتباط معنوي بين أي من إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، أو استقلالية مجلس الإدارة وبين أي من المؤشرين المستخدمين لقياس قيمة الشركة. كما تظهر نتائج تحليل الارتباط وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين الملكية الإدارية وبين قيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة. كذلك، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٤) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين الرافعة المالية (المديونية) وبين أي من المؤشرين المستخدمين في البحث الحالي لقياس قيمة الشركة.

أما فيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٤) وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ٥٪) بين حجم الشركة وقيمتها معبراً عنها بنسبة توبين كيو. يتبين، كذلك، وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين ربحية الشركة معبراً عنها بالعائد على الأصول وبين قيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٤) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين الملكية المؤسسية وبين أي من المؤشرين المستخدمين في البحث الحالي لقياس قيمة الشركة.

(١٤) هناك اختبار آخر للحكم على مدى خطورة مشكلة الإزدواج الخطي فيما بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذج البحث الحالي، سيتعرض له الباحثان بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الإنحدار.

جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)
١	نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)	١										
٢	نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة	**٠,٨٦	١									
٣	إدراجية دور المدير التنفيذي الأول	٠,٠٢	٠,٠٣	١								
٤	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	-٠,٠٣	-٠,٠٥	-٠,٠١	١							
٥	استقلالية مجلس الإدارة	-٠,٠٤	-٠,٠٦	**٠,٢٧-	*٠,١٠	١						
٦	الملكية الإدارية	-**٠,١١	-**٠,١١	-٠,٠٢	**٠,٣١	٠,٠١	١					
٧	الرافعة المالية (المديونية)	**٠,١٢	**٠,١٣	**٠,١٢	**٠,٢٢-	**٠,٢١-	**٠,١٤-	١				
٨	حجم الشركة (لوغاريتم طبيعي)	*٠,١٠-	-٠,٠٦	*٠,٠٨-	**٠,١٢-	**٠,١١	**٠,٢٠-	**٠,١١	١			
٩	ربحية الشركة (العائد على الأصول)	**٠,٢٦	**٠,١٨	٠,٠٣	٠,٠٢	٠,٠٠١	٠,٠٥	**٠,٣٣-	*٠,٠٩	١		
١٠	حجم مجلس الإدارة	٠,٠٧	٠,٠٨	-٠,٠٧	-٠,٠٣	**٠,٤٨	-٠,٠٣	-٠,٠٨	**٠,٣٩	**٠,١٥	١	
١١	الملكية المؤسسية	**٠,١٨	**٠,٢١	٠,٠٤	**٠,٢٨-	-٠,٠٦	**٠,٦٣-	**٠,٢٣	**٠,٣٩	**٠,١١	**٠,١٣	١

**، * الارتباط دال عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪) على الترتيب.

ثالثاً: تحليل الإنحدار

اعتمد الباحثان فى دراسة العلاقة بين المتغير التابع (قيمة الشركة) والمتغيرات المستقلة (آليات التحصين الإدارى، والمتغيرات الضابطة) على نموذج الإنحدار الخطى المتعدد، كما سبق الإشارة، وذلك بهدف الوقوف على تأثير آليات التحصين الإدارى الخمس محل الاختبار فى البحث الحالى، بما يسهم فى اختبار فرضياته. وقد اعتمد الباحثان فى تقدير معالم هذا النموذج على طريقة المربعات الصغرى ("Ordinary Least Squares "OLS)، حيث تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً فى تقدير معالم نماذج الإنحدار الخطية. ويرجع السبب فى ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، فضلاً عن أنه من بين جميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة تتميز مقدرات المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات أى أن لها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١).

ولاختبار مدى ملائمة بيانات البحث الحالى لافتراضات تحليل الإنحدار، استعان الباحثان بمعامل تضخم التباين (The Variance Inflation Factor "VIF") للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فى نموذج البحث الحالى خطيرة أم لا.^(١٥) وقد توصل الباحثان إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية فى نموذج البحث الحالى منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها فى نموذج البحث الحالى بلغت (٢,٠٦٢)، وكانت لمتغير الملكية المؤسسية ($IOWN_{it}$). ويؤكد ذلك على عدم وجود مشكلة إزدواج خطى بين المتغيرات التفسيرية فى نموذج البحث الحالى، الأمر الذى يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى لتقدير معالم النموذج.

(١٥) يستخدم معامل تضخم التباين (VIF) للتعبير عن خطورة مشكلة الإزدواج الخطى فى نموذج الإنحدار، وليس الحكم على ما إذا كان الإزدواج الخطى موجوداً أم لا، حيث لا يوجد حتى الآن اختبار إحصائى يمكن أن يعطى إجابة قاطعة لنا على مثل هذا التساؤل (عنانى، ٢٠١١). ويقاس معامل تضخم التباين (VIF) مقدار الزيادة فى تباين تقديرات معالم معادلة الإنحدار نتيجة وجود الإزدواج الخطى، فكلما كانت قيمة هذا المعامل كبيرة، كلما زاد تباين التقديرات، وزادت بالتالى الأخطاء المعيارية لها، مما يودى إلى إنخفاض قيمة (t) المحسوبة المستخدمة فى اختبارات المعنوية الإحصائية للمعالم. لذا، يعد معامل تضخم التباين وسيلة مهمة لاكتشاف مدى ارتباط كل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى فى معادلة الإنحدار المتعدد. ومعنى هذا أنه يتم حساب قيمة لمعامل تضخم التباين لكل متغير مستقل فى معادلة الإنحدار. ونظراً لأنه لا توجد جداول إحصائية يمكن استخدامها للحكم على معنوية قيم معاملات تضخم التباين (VIF)، فقد تم الاستقراء إحصائياً على أنه إذا زادت قيمة معامل تضخم التباين عن (١٠)، فإن ذلك يعتبر مؤشراً على خطورة الإزدواج الخطى فى نموذج الإنحدار (عنانى، ٢٠١١).

ويعرض الجدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التي تم التوصل إليها بشأن نموذج البحث الحالي (معادلة الانحدار رقم "١") والمتعلق بانحدار قيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry- $AdjQ_{it}$) على كل من آليات التحصين الإداري، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٥) معنوية نموذج الانحدار الخطي بين قيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry- $AdjQ_{it}$)، ومجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بهذا النموذج، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) للنموذجين بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن (P-Value = Sig. < 5%).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٥) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$) على كل من آليات التحصين الإداري، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٤٢١)، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في هذا النموذج تفسر ٤٢,١٪ من التباين في قيمة شركات عينة البحث معبراً عنها بنسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$). أيضاً، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٥) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry- $AdjQ_{it}$) على كل من آليات التحصين الإداري، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٢٨)، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في هذا النموذج تفسر ٢٢,٨٪ من التباين في قيمة شركات عينة البحث معبراً عنها بنسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry- $AdjQ_{it}$).

وتشير نتائج تحليل الانحدار المتعدد لنموذج البحث الحالي، والموضحة بالجدول رقم (٥)، إلى وجود علاقة سالبة ودالة احصائياً بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ($CEODUAL_{it}$) وقيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry- $AdjQ_{it}$). وتدعم تلك النتيجة من توقعات نظرية الوكالة بأن الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول سوف يدعم من استقلالية مجلس الإدارة عن الإدارة التنفيذية للشركة، وهو الأمر الذى يقود إلى تحسن قيمة الشركة بفضل تحسن عملية المراقبة والإشراف. ويتضح أن

تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الأولى للبحث الحالى بعدم وجود علاقة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، لذا، لا يمكن قبولها.

كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٥) عدم وجود تأثير معنوى لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه ($CEOTENURE_{it}$) على قيمة الشركة معبراً عنها بأى من نسبة توبين كيو ($-Q$) ($Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$). ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الثانية للبحث الحالى بعدم وجود علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه وقيمة الشركة، لذا، لا يمكن رفضها.

أيضاً، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٥) وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين نسبة المديرين غير التنفيذيين (الخارجيين) داخل مجلس الإدارة ($BIND_{it}$) وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$). وتدعم تلك النتيجة من توقعات نظرية الإشراف بأن الشركات التى تتزايد بها نسبة المديرين التنفيذيين (الداخليين) فى مجالس إدارتها تتعاطم قيمتها، وذلك إنطلاقاً من أن المديرين التنفيذيين يكون لديهم فهم أفضل لطبيعة أعمال الشركة وتعقيداتها من المديرين غير التنفيذيين، نتيجة ما يتمتعون به من معلومات خاصة متميزة عن أنشطة وعمليات الشركة، ومن ثم يستطيعون اتخاذ قرارات متميزة تقود إلى تحسن قيمة الشركة. ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الثالثة للبحث الحالى بعدم وجود علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركة، لذا، لا يمكن قبولها.

واتساقاً مع فرضية تقارب المصالح، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٥) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٠٪) بين نسبة الملكية الإدارية ($MOWN_{it}$) وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$). وتدعم تلك النتيجة من توقعات نظرية الوكالة بأن تزايد نسبة ملكية الإدارة فى أسهم الشركة التى يتولون زمام أمورها، يولد لديهم دوافع قوية للعمل بالشكل الذى يتوافق أو ينسجم مع مصالح المساهمين الخارجيين لتعزيز قيمة أسهم الشركة فى الأجل الطويل. فكلما تزايدت نسبة ملكية المديرين فى أسهم الشركة، فإنهم سيصبحون أقل عرضة لتحويل أو نقل موارد الشركة بعيداً عن تعظيم القيمة، مما يؤدي إلى تحسن قيمة الشركة. ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الرابعة للبحث الحالى بعدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة، لذا، لا يمكن قبولها.

تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٥)، كذلك، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين نسبة المديونية (LEV_{it}) وقيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$). وتدعم تلك النتيجة من وجهة النظر التي تذهب إلى أنه كلما زاد اعتماد الشركة على الديون في تمويل عملياتها، فإن اشتراطات أو تعهدات المديونية التي تتعرض لها الشركة من قبل المقرضين تعمل على تقييد الإنفاق غير المثالي للشركة، وتضعها تحت مراقبة أكبر من قبل هؤلاء المقرضين بالشكل الذي يسهم في دعم وتعزيز قيمة الشركة. ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الخامسة للبحث الحالي بعدم وجود علاقة بين الرافعة المالية (المديونية) وقيمة الشركة، لذا، لا يمكن قبولها.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم الشركة ($FSIZE_{it}$) وقيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$). كما تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين ربحية الشركة ($PROF_{it}$) مقيسة بمعدل العائد على الأصول وقيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم مجلس الإدارة ($BSIZE_{it}$) وقيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$). وعلى نحو مشابه، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين نسبة الملكية المؤسسية ($IOWN_{it}$) وقيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو ($Q-Ratio_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ_{it}$).

جدول رقم (٥): نتائج تحليل إندثار قيمة الشركة على آليات التحصين الإداري والمتغيرات الضابطة

نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry-AdjQ _{it})			نسبة توبين كيو (Q-Ratio _{it})			المتغيرات المستقلة		
معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الإندثار		معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الإندثار				
	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)		مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
	***,٠٠٠	٣,٦٥٢	١,٠٦٦		***,٠٠٠	٨,٥٣٩	٢,٣٨١	ثابت الإندثار (Constant)
١,١٠٥	**٠,٠٤٩	١,٩٧٢-	٠,٠٧٧-	١,١٠١	***,٠٠٨	٢,٦٧٢-	٠,٠٩٩-	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEODUAL _{it})
١,١٨٥	٠,٧٥٨	٠,٣٠٨	٠,٠٠١	١,١٧٢	٠,٢٠٩	١,٢٥٨	٠,٠٠٥	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه (CEOTENURE _{it})
١,٤٩٢	**٠,٠٣٠	٢,١٨٢-	٠,١٨٦-	١,٥١١	٠,١٧٨	١,٣٥٠	٠,١١١	استقلالية مجلس الإدارة (BIND _{it})
١,٨١٠	*٠,٠٩٣	١,٦٨١	٠,٢٦٣	١,٧٩٤	٠,٣٢٥	٠,٩٨٥-	٠,١٤٦-	الملكية الإدارية (MOWN _{it})
١,٢٥٧	***,٠٠٠	٤,٦٦٤	٠,٤١٣	١,٢١١	***,٠٠٠	٦,٣٢٣	٠,٥٤٥	الرافعة المالية (LEV _{it})
١,٣٧٢	***,٠٠٠	٦,٠١٦-	٠,٠٩١-	١,٣٨٩	***,٠٠٠	٦,٦٥٨-	٠,٠٩٧-	حجم الشركة (FSIZE _{it})
١,١٩١	***,٠٠٠	٧,٢٣٤	١,٤٨٨	١,١٦٠	***,٠٠٠	١٧,٢٦٠	٣,٤٤٣	ربحية الشركة (PROF _{it})
١,٥٦٩	***,٠٠٠	٥,٥٣٨	٠,٠٤٢	١,٦١٦	***,٠٠٩	٢,٦١٥	٠,٠١٩	حجم مجلس الإدارة (BSIZE _{it})
٢,٠٥١	***,٠٠٠	٥,١٥٠	٠,٤٢٧	٢,٠٦٢	***,٠٠٣	٢,٩٤٦	٠,٢٣٤	الملكية المؤسسية (IOWN _{it})
	٠,٢٢٨				٠,٤٢١			معامل التحديد (R ²)
	٠,٢١٦				٠,٤١٢			معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²)
	١٨,٥٣٥				٤٥,٠٩٦			قيمة (F) المحسوبة
	***,٠٠٠				***,٠٠٠			دلالة اختبار (F)
	١,٩٢٩				١,٨٢٥			نتيجة اختبار (Durbin-Watson)
	٥٧٥				٥٦٨			عدد المشاهدات (N)

***, **, * الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، ٥٪، ١٠٪ على الترتيب.

ويوفر الجدول رقم (٦) ملخصاً لنتائج اختبار فرضيات البحث الحالي على ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج لتحليل إنحدار المؤشرين المستخدمين لقياس قيمة الشركة على آليات التحصين الإداري الخمس محل الاختبار في البحث الحالي، وذلك وفقاً لنموذج الإنحدار المتعدد السابق صياغته في القسم الثالث من هذا البحث.

جدول رقم (٦): ملخص نتائج اختبار فرضيات البحث

نتيجة اختبار الفرضيات	مؤشرى قياس قيمة الشركة		المتغيرات	
	نسبة توبين كيو المعدلة (Industry-AdjQ _{it})	نسبة توبين كيو (Q-Ratio _{it})		
رفض الفرضية	سالبة	سالبة	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	آليات التحصين الإداري
قبول الفرضية	غير دالة إحصائياً	غير دالة إحصائياً	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	
رفض الفرضية	سالبة	غير دالة إحصائياً	استقلالية مجلس الإدارة	
رفض الفرضية	موجبة	غير دالة إحصائياً	الملكية الإدارية	
رفض الفرضية	موجبة	موجبة	الرافعة المالية (المديونية)	

وبعد الإنتهاء من تحليل النتائج واختبار فرضيات البحث، يقوم الباحثان في القسم التالي (الخامس) بتقديم خلاصة موجزة لهذا البحث، وإقتراح العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية.

القسم الخامس

خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

خلاصة البحث

طُرحت نظريتان على طرفي نقيض بشأن تفسير تأثير تحصين الإدارة وبيان مضامينه على قيمة الشركة. فمن ناحية، تذهب نظرية الوكالة إلى أن تحصين الإدارة يمكن أن ينطوي على تأثيرات عكسية على سلوك وحوافز الإدارة، حيث تسمح آليات التحصين الإداري للمديرون بالسعى نحو تحقيق مصالحهم الخاصة، والقيام باستخلاص الثروة على حساب المساهمين الخارجيين. من ناحية أخرى، تذهب نظرية الإشراف إلى أنه ليس من الضروري أن يكون تحصين الإدارة غير فعال، حيث يمكن للتحصين أن يكون مفيداً إذا كان قادراً على تعظيم قيمة الشركة، مما ينعكس بالإيجاب على مساهميها.

وانطلاقاً من هذا التناقض الواضح بين هاتين النظريتين بشأن تفسير تأثير التحصين الإداري وبيان مضامينه على قيمة الشركة، يتضح أن هذه القضية تعد مجالاً خصباً لمزيد من البحث والدراسة، وأن هناك العديد من التساؤلات المهمة التي تتعلق بالآثار الاقتصادية لتحصين الإدارة، لا تنطوي على إجابات كافية. لذا، استهدف البحث الحالي التعرف على تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركات المساهمة المصرية.

وباستخدام عينة مكونة من ١٠١ شركة مساهمة مصرية (٦٠٦ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠١٠م و٢٠١٥م، اختبر البحث الحالي التأثير المحتمل لخمس آليات للتحصين الإداري على قيمة الشركات المساهمة المصرية. وتتضمن تلك الآليات: ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والرافعة المالية (المديونية). ومن أجل اختبار فرضيات البحث، تم الاستعانة بمؤشرين لقياس قيمة الشركة، هما: نسبة توبين كيو (Q -Ratio)، ونسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry-AdjQ$).

وبعد ضبط تأثيرات كل من حجم الشركة، ربحية الشركة، حجم مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية على قيمة الشركة، توصل الباحثان باستخدام

الإندجار الخطى المتعدد إلى وجود علاقة سالبة بين إزدواجية دور المدير التنفيذى الأول وقيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو (Q -Ratio $_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry$ -AdjQ $_{it}$). كما توصل الباحثان إلى علاقة سالبة بين نسبة المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry$ -AdjQ $_{it}$).

كذلك، توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية الإدارية وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry$ -AdjQ $_{it}$). أيضاً، توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (المديونية) وقيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو (Q -Ratio $_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry$ -AdjQ $_{it}$). فى حين أخفق الباحثان فى التوصل إلى أى تأثير معنوى لفترة بقاء المدير التنفيذى الأول فى منصبه على قيمة الشركة معبراً عنها بأي من نسبة توبين كيو (Q -Ratio $_{it}$)، أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة ($Industry$ -AdjQ $_{it}$).

وفى المجلد، يشير الباحثان إلى أن بعض نتائج البحث الحالى تحمل بين طياتها دعماً إمبريقياً لتوقعات نظرية الوكالة بأن تحصين الإدارة يمكن أن ينطوى على تأثيرات عكسية على سلوك وحوافز الإدارة، ومن ثم، فإن تحصين الإدارة يكون ضد مصالح المساهمين وفعالية المنظمات. فى حين يوفر البعض الآخر من نتائج البحث الحالى دعماً إمبريقياً لتوقعات نظرية الإشراف بأنه ليس من الضرورى أن يكون تحصين الإدارة غير فعال، حيث يمكن للتحصين أن يكون مفيداً إذا كان قادراً على تعظيم قيمة الشركة.

الدراسات المستقبلية

فى ضوء ما توصل إليه البحث الحالى من نتائج، يقترح الباحثان عدداً من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلى:

(١) نظراً لأن البحث الحالى قام بدراسة واختبار التأثير الفردى لآليات التحصين الإدارى على قيمة الشركات المساهمة المصرية، لذا، يمكن دراسة واختبار تأثير تحصين الإدارة بشكل مجمل، وذلك من خلال تركيب مؤشر للتحصين الإدارى، على قيمة الشركات المساهمة المصرية.

(٢) أحد حدود هذا البحث هو استبعاد الشركات المالية من عينة البحث، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير المالية، لذا، يمكن دراسة العلاقة بين آليات التحصين الإدارى وقيمة الشركات التى تنتمى للقطاع المالى المصرى.

(٣) إجراء دراسة مقارنة عن تأثير آليات التحصين الإدارى على قيمة كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.

(٤) دراسة تأثير الأزمات الاقتصادية والسياسية على العلاقة بين آليات التحصين الإدارى وقيمة الشركات المصرية، حيث تعتبر مصر بيئة خصبة لإجراء مثل تلك الدراسة، خاصةً فى ظل ما شهدته الدولة المصرية مؤخراً من أزمات سياسية وما أعقبها من أزمات اقتصادية.

(٥) فى ظل الإقتراح بأن ربحية الشركة تعمل كمتغير وسيط فى العلاقة بين آليات التحصين الإدارى وقيمة الشركة، لذا يمكن استخدام نموذج للمعادلات الهيكلية وتحليل المسار لتصميم نموذج سببى أو بنائى يوضح علاقات التأثير والتأثر بين آليات التحصين الإدارى (كمتغير مستقل)، ربحية الشركة (كمتغير وسيط)، وقيمة الشركة (كمتغير تابع)، ويختبر التأثير المباشر لآليات التحصين الإدارى على قيمة الشركة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر لآليات التحصين الإدارى (عن طريق: ربحية الشركة) على قيمة الشركة.



قائمة المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية

- أبو العز، محمد السعيد، ٢٠٠٧، "تحليل القوائم المالية لأغراض الإئتمان والاستثمار"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو العز، محمد السعيد، ٢٠١٥، "موضوعات فى المحاسبة الإدارية"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو سالم، سيد سالم محمد، ٢٠١٧، "العلاقة بين إدارة الدخل والأداء المالى: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول: ٥٣٥-٥٨٦.
- التقرير السنوى للبورصة المصرية، ٢٠١٥، متاح على:
http://www.egx.com.eg/get_pdf.aspx?ID=6947&Lang=ARB
- الخيال، توفيق عبدالمحسن، ٢٠٠٩، "تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالى لشركات المساهمة السعودية: دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول: ١-٥٤.
- الدهراوى، كمال الدين مصطفى، ١٩٩٤، "أثر عقود الحوافز وشروط المديونية على سلوك الإدارة عند إعداد التقارير الخارجية"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد السابع والأربعون: ١٩٥-٢٥٠.
- الهيئة العامة لسوق المال، ٢٠٠٦، "مشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة ببورصتى القاهرة والإسكندرية"، متاح على:
<http://www.kantakji.com/media/9434/file1268.pdf>
- الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصرى، ٢٠١٦، "الدليل المصرى لحوكمة الشركات"، الإصدار الثالث، متاح على:
http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/guide.pdf
- حجازى، إبراهيم رسلان، ١٩٨٨، "استخدامات نظرية الوكالة فى المحاسبة الإدارية"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول: ٣٠٩-٣٥٥.
- حميد، محمد عثمان إسماعيل، ٢٠٠١، "الإدارة المالية فى مشروعات الأعمال: مدخل لإتخاذ القرارات المالية فى الأسواق المالية والمشروعات الدولية"، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، القاهرة.

سليمان، حنفى محمود، ومحمد العزازى أبو إدريس، ١٩٩٦، "السلوك الإدارى"، المؤلفين، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عفيفى، هلال عبد الفتاح، ٢٠١٧، "أثر التحصين الإدارى وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة: دراسة اختيارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول: ٣٣٩-٤٤٢.

عنانى، محمد عبد السميع، ٢٠١١، "التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام *Windows SPSS*"، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

هندى، منير إبراهيم، ١٩٩٨، "الفكر الحديث فى مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف، الإسكندرية.

هندى، منير إبراهيم، ١٩٩٩، "الإدارة المالية: مدخل تحليلى معاصر"، الطبعة الرابعة، المكتب العربى الحديث، الإسكندرية.

وزارة الاستثمار، مركز المديرين المصرى، ٢٠١١، "دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية"، الإصدار الثانى، متاح على:

http://www.ecgi.org/codes/documents/code_cg_egypt_13feb2011_ar.pdf

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

Agrawal, A., and C. R. Knoeber, 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377-397.

Al-Shammari, B., and W. Al-Sultan, 2009, "Corporate Governance and Corporate Performance: Evidence from Kuwait", *Corporate Ownership and Control* 7 (1): 334-349.

Arslan, Ö., M. B. Karan, and C. Ekşi, 2010, "Board Structure and Corporate Performance", *Managing Global Transitions* 8 (1): 3-22.

Bange, M. M., and W. F. De Bondt, 1998, "R&D Budgets and Corporate Earnings Targets", *Journal of Corporate Finance* 4 (2): 153-184.

- Bathula, H., 2008, “*Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand*”, PhD Thesis, Auckland University of Technology, New Zealand.
- Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell, 2009, “What Matters in Corporate Governance?”, *The Review of Financial Studies* 22 (2): 783-827.
- Berger, P. G., E. Ofek, and D. L. Yermack, 1997, “Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions”, *The Journal of Finance* 52 (4): 1411-1438.
- Bos, S., A. Pendleton, and S. Toms, 2013, “*Earnings Management in the UK: Managerial Share Ownership, Minority Shareholder Protection and Discretionary Accruals*”, SSRN Working Papers, Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1747919>
- Bouaziz, Z., and M. Triki, 2012, “The Impact of the Board of Directors on the Financial Performance of Tunisian Companies”, *Universal Journal of Marketing and Business Research* 1 (2): 56-71.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and G. Jarrell, 1997, “Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board”, *Journal of Corporate Finance* 3 (3): 189-220.
- Buzzell, R. D., B. T. Gale, and R. Sultan, 1975, “Market Share - A Key to Profitability”, *Harvard Business Review* 53 (1): 97-106.
- Charreaux, G., and P. Desbrières, 1998, “Gouvernance des Entreprises: Valeur Partenariale contre Valeur Actionnariale”, *Finance Contrôle Stratégie* 1 (2): 57-88.
- Chung, R., M. Firth, and J. Kim, 2002, “Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management”, *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 29-48.

- Cook, M. L., and M. J. Burrell, 2013, "The Impact of CEO Tenure on Cooperative Governance", *Managerial and Decision Economics* 34 (3-5): 218-229.
- Dada, A. O., and Z. B. Ghazali, 2016, "The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from Nigeria", *Journal of Economics and Finance* 7 (4): 23-30.
- Daily, C. M., and C. Schwenk, 1996, "Chief Executive Officers, Top Management Teams, and Boards of Directors: Congruent or Countervailing Forces?", *Journal of Management* 22 (2): 185-208.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson, and A. E. Ellstrand, 1999, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis", *Academy of Management Journal* 42 (6): 674-686.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson, 1997, "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review* 22 (1): 20-47.
- Desoky, A. M., and G. A. Mousa, 2012, "Do Board Ownership and Characteristics Affect on Firm Performance? Evidence from Egypt", *Global Advanced Research Journal of Economics, Accounting and Finance* 1 (2): 15-32.
- Diks, J., 2016, "*The Impact of CEO Characteristics on Firm Value*", Master Thesis, Tilburg School of Economics and Management, Tilburg University, Netherlands.
- Donaldson, L., 1985, "*In Defence of Organization Theory: A Reply to the Critics*", Cambridge University Press.
- Donaldson, L., 1990, "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *Academy of Management Review* 15 (3): 369-381.

- Donaldson, L., 2008, “Ethics Problems and Problems with Ethics: Toward a Pro-Management Theory”, *Journal of Business Ethics* 78 (3): 299-311.
- Donaldson, L., and J. H. Davis, 1991, “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”, *Australian Journal of Management* 16 (1): 49-65.
- Donaldson, L., and J. H. Davis, 1993, “The Need for Theoretical Coherence and Intellectual Rigour in Corporate Governance Research: Reply to Critics of Donaldson and Davis”, *Australian Journal of Management* 18 (2): 213-224.
- Ebrati, M., F. Emadi, R. Balasang, and G. Safari, 2013, “The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Tehran Stock Exchange”, *Australian Journal of Basic and Applied Sciences* 7 (4): 1-8.
- El-Masry, A. A., 2010, “Corporate Governance, Ownership Structure and Firm Performance of Egyptian Listed Companies”, *Corporate Ownership and Control* 8 (1): 535-551.
- Etzioni, A., 1975, “*A Comparative Analysis of Complex Organizations*”, Revised and Enlarged Edition, New York: Free Press.
- Fama, E. F., 1980, “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *The Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, “Separation of Ownership and Control”, *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Fauzi, F., and S. Locke, 2012, “Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms”, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 8 (2): 43-67.

- Gill, A., and N. Mathur, 2011, “The Impact of Board Size, CEO Duality, and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms”, *Journal of Applied Finance and Banking* 1 (3): 83-95.
- Graves, S. B., and S. A. Waddock, 1990, “Institutional Ownership and Control: Implications for Long-Term Corporate Strategy”, *The Executive* 4 (1): 75-83.
- Gujarati, D. N., 2003, “*Basic Econometrics*”, 4th Edition, New York: McGraw Hill.
- Haniffa, R., and M. Hudaib, 2006, “Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies”, *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (7-8): 1034-1062.
- Herzberg, F., B. Mausner, and B. Snyderman, 1959, “*The Motivation to Work*”, 2th Edition, New York: John Wiley and Sons.
- Hill, C. W., and P. Phan, 1991, “CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay”, *Academy of Management Journal* 34 (3): 701-717.
- Hsu, G., and P. Koh, 2005, “Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia”, *Corporate Governance: An International Review* 13 (6): 809-823.
- Jacobs, M. T., 1991, “*Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*”, Boston: Harvard Business School Press.
- Jensen, M. C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review* 76 (2): 323-329.

- Jensen, M. C., 1993, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- John, K., and L. W. Senbet, 1998, “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance* 22 (4): 371-403.
- Kao, M., L. Hodgkinson, and A. Jaafar, 2013, “Board Characteristics, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Taiwan”, *Seventh Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference*, Kobe, Japan, 26-28 July.
- Kiel, G. C., and G. J. Nicholson, 2003, “Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance”, *Corporate Governance: An International Review* 11 (3): 189-205.
- Korotkikh, K., 2012, “*The Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence from the Netherlands*”, Master Thesis, School of Management and Governance, University of Twente, Netherlands.
- Lai, L., 2009, “Managing Earnings to Meet Critical Thresholds and the Role of Corporate Governance: A Case Study of China”, *The Canadian Academic Accounting Association Annual Conference*, Montreal, Quebec, Canada, 4-7 June.
- Limbach, P., M. Schmid, and M. Scholz, 2015, “All Good Things Come to an End: CEO Tenure and Firm Value”, *The 13th Paris December International Finance Meeting*, Paris, France, 17 December.

- Lin, C., 2011, "An Examination of Board and Firm Performance: Evidence from Taiwan", *The International Journal of Business and Finance Research* 5 (4): 17-34.
- Mahrous, S. A., 2014, "*The Effect of Board Characteristics on the Financial Performance of Firms: An Empirical Study on the Most Active Firms in the Egyptian Stock Exchange*", Master Thesis, Arab Academy for Science, Technology and Maritime Transport, Egypt.
- Manawaduge, A., A. De Zoysa, K. Chowdhury, and A. Chandarakumara, 2011, "Capital Structure and Firm Performance in Emerging Economies: An Empirical Analysis of Sri Lankan Firms", *Corporate Ownership and Control* 8 (4): 253-263.
- Marashdeh, Z., 2014, "*The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan*", PhD Thesis, University of Central Lancashire, UK.
- Martis, R. N., 2013, "*Capital Structure and Firm's Financial Performance: An Empirical Analysis of the S&P500*", Master Thesis, Tilburg School of Economics and Management, Tilburg University, Netherlands.
- McClelland, D. C., 1961, "*The Achieving Society*", Princeton: David Van Nostrand Company.
- McConnell, J. J., and H. Servaes, 1995, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics* 39 (1): 131-157.
- McGregor, D., 1960, "*The Human Side of Enterprise*", New York: McGraw Hill.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20 (1): 293-315.

- Muth, M., and L. Donaldson, 1998, "Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach", *Corporate Governance: An International Review* 6 (1): 5-28.
- Ntim, C. G., 2009, "*Internal Corporate Governance Structures and Firm Financial Performance: Evidence from South African Listed Firms*", PhD Thesis, Faculty of Law, Business and Social Sciences, University of Glasgow, Scotland, UK.
- O'Connell, V., and N. Cramer, 2010, "The Relationship between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland", *European Management Journal* 28 (5): 387-399.
- Otman, K. M., 2014, "*Corporate Governance and Firm Performance in Listed Companies in the United Arab Emirates*", PhD Thesis, College of Business, Victoria University of Melbourne, Australia.
- Pigé, B., 1998, "Enracinement des Dirigeants et Richesse des Actionnaires", *Finance Contrôle Stratégie* 1 (3): 131-158.
- Rashid, A., 2010, "CEO Duality and Firm Performance: Evidence from a Developing Country", *Corporate Ownership and Control* 8 (1): 163-175.
- Rehman, A., and S. A. Shah, 2013, "Board Independence, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Pakistan", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* 5 (3): 832-845.
- Rodrigues, J. M., and N. J. António, 2011, "Managers' Entrenchment, Power and Corporate Governance", *Euro Asia Journal of Management* 21 (40): 39-50.
- Salim, M., and R. Yadav, 2012, "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies", *Social and Behavioral Sciences* 65: 156-166.

- Shen, W., 2003, “The Dynamics of the CEO-Board Relationship: An Evolutionary Perspective”, *Academy of Management Review* 28 (3): 466-476.
- Shleifer, A, and R. Vishny, 1989, “Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial Economics* 25 (1): 123-139.
- Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Shuto, A., and T. Takada, 2010, “Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect”, *Journal of Business Finance and Accounting* 37 (7-8): 815-840.
- Singh, A. K., and P. Bansal, 2016, “Impact of Financial Leverage on Firm’s Performance and Valuation: A Panel Data Analysis”, *Indian Journal of Accounting* 48 (2): 73-80.
- Singla, C., 2016, “*Impact of Board and CEO Characteristics on Firms’ Performance*”, Unpublished Working Paper, Indian Institute of Management, Ahmedabad, India.
- Tifow, A. A., and O. Sayilir, 2015, “Capital Structure and Firm Performance: An Analysis of Manufacturing Firms in Turkey”, *Eurasian Journal of Business and Management* 3 (4): 13-22.
- Topal, Y., and M. Doğan, 2014, “Impact of Board Size on Financial Performance: The Case of BIST Manufacturing Industry”, *International Journal of Business Management and Economic Research* 5 (4): 74-79.
- Vintilă, G., and Ş. C. Gherghina, 2013, “Board of Directors Independence and Firm Value: Empirical Evidence Based on the Bucharest Stock Exchange Listed Companies”, *International Journal of Economics and Financial Issues* 3 (4): 885-900.

- Vo, D. H., and T. M. Nguyen, 2014, “The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam”, *International Journal of Economics and Finance* 6 (6): 1-13.
- Vu, N. H., and T. Nguyen, 2017, “*Impacts of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study of Listed Singaporean Companies*”, Master Thesis, School of Economics and Management, Lund University, Sweden.
- Weisbach, M. S., 1988, “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Wellalage, N. H., 2012, “*Corporate Governance and Financial Performance of Sri Lankan Listed Companies*”, PhD Thesis, The University of Waikato, Hamilton, New Zealand.
- Williamson, O. E., 1985, “*The Economic Institutions of Capitalism*”, New York: Free Press.
- Yermack, D., 1996, “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics* 40 (2): 185-211.
- Zeitun, R., and G. G. Tian, 2007, “Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan”, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal* 1 (4): 40-61.

ملحق رقم (١): قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
الصناعات الدوائية		الاستثمار العقاري	
٢٨	النيل للأدوية	١	دلتا للإنشاء والتعمير
٢٩	مينا فارم للأدوية	٢	القاهرة للإسكان والتعمير
٣٠	الإسكندرية للأدوية	٣	الشمس للإسكان والتعمير
٣١	القاهرة للأدوية	٤	المتحدة للإسكان والتعمير
٣٢	ممفيس للأدوية	٥	سوديك للتنمية والاستثمار
٣٣	جلاكسو سميثكلين	٦	العالمية للاستثمار والتنمية
٣٤	العربية للأدوية - أدكو	٧	المصريين للإسكان والتعمير
٣٥	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	٨	المجموعة المصرية العقارية
الصناعات الكيماوية		٩	القاهرة للاستثمارات والتنمية
٣٦	سماد مصر - ايجيفرت	١٠	مصر الجديدة للإسكان والتعمير
٣٧	مصر لصناعة الكيماويات	١١	العقارية للبنوك الوطنية للتنمية
٣٨	المالية والصناعية المصرية	١٢	التعمير والاستشارات الهندسية
٣٩	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	١٣	الوطنية للإسكان للنقابات المهنية
٤٠	سيدى كرير للبتروكيماويات - سيدبك	١٤	مينا للاستثمار السياحي والعقارى
٤١	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	١٥	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
٤٢	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	١٦	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير
٤٣	البويات والصناعات الكيماوية - باكين	١٧	الخليجية الكندية للاستثمار العقارى
صناعة وطباعة مواد التعبئة والتغليف		الفنادق والمنتجعات السياحية	
٤٤	السويس للأكياس	١٨	مصر للفنادق
٤٥	دلتا للطباعة والتغليف	١٩	شركة التعمير السياحي
٤٦	الأهرام للطباعة والتغليف	٢٠	عبر المحيطات للسياحة
٤٧	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة	٢١	الشمس بيراميدز للفنادق
٤٨	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	٢٢	شركة رواد السياحة - الرواد
صناعة الخزف والسيراميك		٢٣	رمكو لإنشاء القرى السياحية
٤٩	ليسيكو مصر	٢٤	المصرية للمنتجعات السياحية
٥٠	العربية للخزف - اراسكو	٢٥	المصرية للمشروعات السياحية
٥١	العامية لمنتجات الخزف والصينى	٢٦	شارم دريمز للاستثمار السياحي
٥٢	العز للسيراميك والبورسلين- الجوهرة	٢٧	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية

تابع ملحق رقم (١): قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
الصناعات التعدينية		صناعة الأسمنت	
٧٨	حديد عز	٥٣	أسمنت سيناء
٧٩	مصر للألومنيوم	٥٤	القومية للأسمنت
٨٠	الألومنيوم العربية	٥٥	السويس للأسمنت
٨١	أسيك للتعدين - أسكوم	٥٦	مصر للأسمنت - قنا
٨٢	الحديد والصلب المصرية	٥٧	جنوب الوادي للأسمنت
٨٣	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية	٥٨	مصر بني سويف للأسمنت
الصناعات الهندسية		٥٩	أسمنت بورتلاند طرة المصرية
٨٤	العربية للمحاسبين	٦٠	الإسكندرية لأسمنت بورتلاند طرة
٨٥	العربية للصناعات الهندسية	طحن الغلال وصناعة الخبز	
٨٦	الكابلات الكهربائية المصرية	٦١	مطاحن شرق الدلتا
٨٧	مصر لصناعة التبريد والتكييف	٦٢	مطاحن مصر العليا
٨٨	النصر لصناعة المحولات - الماكو	٦٣	مطاحن شمال القاهرة
٨٩	الصناعات الهندسية المعمارية- ايكون	٦٤	مطاحن مصر الوسطى
خدمات الموائى والتوكيلات الملاحية		٦٥	مطاحن وسط وغرب الدلتا
٩٠	القناة للتوكيلات الملاحية	٦٦	مطاحن ومخابز الإسكندرية
٩١	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	٦٧	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة
٩٢	المصرية لخدمات النقل والتجارة	صناعة المنسوجات	
٩٣	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	٦٨	النيل لحليج الأقطان
٩٤	الخدمات الملاحية والبتروولية-ماريداف	٦٩	العربية لحليج الأقطان
الإنتاج الداجنى		٧٠	جولدن تكس للأصواف
٩٥	القاهرة للدواجن	٧١	النساجون الشرقيون للسجاد
٩٦	المصرية للدواجن	٧٢	العربية وبولفار للغزل والنسيج
٩٧	المنصورة للدواجن	٧٣	النصر للملابس والمنسوجات- كابو
٩٨	الإسماعيلية مصر للدواجن	٧٤	الإسكندرية للغزل والنسيج- سبينالكس
الزيوت المستخلصة ومشتقاتها		التكنولوجيا	
٩٩	مصر للزيوت والصابون	٧٥	قناة السويس لتوطين التكنولوجيا
١٠٠	القاهرة للزيوت والصابون	٧٦	المصرية للأقمار الصناعية- نايل سات
١٠١	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٧٧	راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات

The Effect of Managerial Entrenchment Mechanisms on Firm Value: Agency Theory Vs Stewardship Theory

Empirical Study on the Egyptian Listed Companies

Sayed Salem Mohamed Abou Salem

*Lecturer, Department of Accounting,
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*

Mohamed Fouad Mohamed Elwan

*Assistant Lecturer, Department of Accounting,
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*

Abstract

This study aimed to investigate the effect of managerial entrenchment mechanisms on the value of Egyptian listed companies. This study examines the potential impact of five mechanisms of managerial entrenchment on the value of Egyptian listed companies. These mechanisms include: CEO duality, CEO tenure, board independence, managerial ownership, and financial leverage. In order to test the hypotheses, we relied on a sample of 101 listed non-financial Egyptian companies, with 606 firm-year observations, between 2010 and 2015. The study used two indicators to measure the firm's value: Tobin's Q ratio, and industry-adjusted Tobin's Q ratio. After controlling the effects of firm size, profitability, board size, and institutional ownership, we find by using multiple linear regression analysis, a negative association between CEO duality, the percentage of non-executive directors on corporate board of directors and firm value. We also find a positive association between managerial ownership, financial leverage and firm value. We failed to reach any significant impact for CEO tenure on firm value.

Keywords: *Managerial Entrenchment, Firm Value, Agency Theory, Stewardship Theory, Tobin's Q Ratio.*