

أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة

"دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة فى البورصة المصرية"

بحث مقدم من

إيمان عوض عبد المحسن جودة

باحث ماجستير بجامعة المنصورة

تحت إشراف

الدكتورة

مرودة حسن حسان

الأستاذ المساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة المنصورة

الأستاذ الدكتور

سمير أبو الفتوح صالح

أستاذ المحاسبة ونظم المعلومات

كلية التجارة - جامعة المنصورة

أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة

"دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية"

إيمان عوض عبد المحسن جودة	د. مروة حسن حسان	ا.د سمير أبو الفتوح صالح
باحث ماجستير بجامعة المنصورة	الأستاذ المساعد بقسم المحاسبة	أستاذ المحاسبة ونظم المعلومات
كلية التجارة - جامعة المنصورة	كلية التجارة - جامعة المنصورة	كلية التجارة - جامعة المنصورة

ملخص البحث:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر تطبيق الآليات الداخلية لحوكمة الشركات ومنها آلية مجلس الإدارة، ولجنة المراجعة، وهيكل الملكية، ولجنة المكافآت على قيمة الشركة، وذلك باستخدام عينة مكونة من ٧٨ مشاهداً من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٤ حتى عام ٢٠١٩، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي موجب لكل من حجم مجلس الإدارة، وعدد اجتماعات لجنة المراجعة، والملكية الأجنبية، ولجنة المكافآت، على قيمة الشركة، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود أثر معنوي سالب لكل من ازواجية دور المدير التنفيذي، وحجم لجنة المراجعة، على قيمة الشركة، بينما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي لكل من استقلالية مجلس الإدارة، واستقلالية لجنة المراجعة، وحجم مكتب المراجعة، وتركز الملكية، والملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، على قيمة الشركة، وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة، فقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي موجب للرافعة المالية على قيمة الشركة، ووجود أثر معنوي سالب لحجم الشركة على قيمة الشركة.

Abstract

The current study aims to test the impact of implementing internal mechanisms for corporate governance, including the board of directors mechanism, the audit committee, the external audit, the remuneration committee and the ownership structure on the firm's value. The study concluded that there is a significant positive impact on the board size, the number of audit committee meetings, foreign ownership, and remuneration committee, on the firm's value, and the study also found a significant negative effect of CEO and the audit committee size on The firm's value, while the study did not find a significant impact on the board independence, audit committee independence, the size of the audit office, the concentration of ownership, the administrative ownership, and the institutional ownership, on the firm's value. Significant positive effect of leverage on the firm's value, and they found a significant negative effect of firm size on the firm's value.

مقدمة البحث:

شهد العالم في الآونة الأخيرة العديد من الأزمات والانهيارات التي اجتاحت عدداً من الشركات العالمية مثل شركتي Enron ، World com وغيرها من الشركات وكان السبب هو الاعتقاد السائد بأن الإدارة لا تركز كل جهدها لتحقيق مصلحة حملة الأسهم من خلال العلاقة التعاقدية التي أسندت إليهم في ضوء ما يسمى بنظرية الوكالة، والتي اعتبرت أن الشركة كيان اعتباري قانوني منفصل يعمل من خلال سلسلة من العقود المترابطة بين عدة أطراف ذات مصالح متعارضة ، حيث يسعى كل طرف لتعظيم مصلحته الشخصية، كما يتوقع ذلك من الأطراف الأخرى أيضاً، الأمر الذي أدى إلي ترك كافة أمور الشركة لأعضاء مجلس الإدارة، مما يجعلهم يعملون لمصالحهم الشخصية على حساب مصلحة حملة الأسهم ، وفي ظل هذه الانهيارات والأزمات المالية كانت الحاجة إلى تطبيق مفهوم حوكمة الشركات كمدخل معاصر لتطبيق الرقابة على الشركات (الشرقاوي ، ٢٠١٤).

تهتم حوكمة الشركات بالقضايا التي ترتبط بفصل الملكية عن الإدارة والتوفيق بين مصالح الملاك والمديرين وأصحاب المصلحة الآخرين من خلال نظام فعال يشمل كافة نواحي الرقابة الداخلية ويعمل على زيادة درجة الشفافية في التعامل مع المستثمرين والدائنين، كما تقود إدارة الشركة من خلال وضع استراتيجيات سليمة للإدارة يتولد عنها زيادة في هامش الربح بالإضافة لضمان كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة بالأسواق والمحافظة على استثماراتها (الغباري، ٢٠١٢).

فضلاً عن دورها في تعظيم ثروة المساهمين والتي تمثل قيمة الشركة ممثلة بالقيمة السوقية للشركة كخطوة مهمة لتعظيم ثروة المساهمين (Gill & Obradovich, 2012) ، ويبرز مركز المشاريع الدولية الخاصة (٢٠٠٢) بعض السمات الرئيسية للحوكمة الجيدة للشركات، وتشمل هذه السمات: الحد من المخاطر، وتحفيز الأداء، وتحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال، وتعزيز إمكانية تسويق السلع والخدمات، وتحسين الرقابة والافصاح والشفافية والمساءلة الاجتماعية ، كما يمكن للحوكمة الجيدة أن تلعب دوراً فعالاً في كل من مجالات الإصلاح المالي والإداري للشركات وزيادة ثقة المستثمرين في القوائم المالية ، ومن البديهي أن ظهور الانهيارات والازمات والفضائح المالية أثار العديد من التساؤلات حول العلاقة بين أصحاب المصلحة والمراجع الخارجي والتفذيدين بالشركة، وإلى أي مدى يمكن حدوث تلاعب من جانب إدارة الشركة أو حدوث تحالف بينها وبين المراجع الخارجي يمكن أن يضر بمصالح المساهمين وباقي الأطراف ذات المصلحة بالشركة مما يؤدي إلى انهيار قيمة الشركة في الأجل الطويل وتعرضها للافلاس والتصفية، ومن هذا المنطلق نشأت فكرة هذا البحث في دراسة تأثير الآليات الداخلية للحوكمة على أداء وقيمة الشركات المصرية المقيدة بالبورصة.

ولتحقيق أهداف الدراسة سيتناول البحث النقاط التالية:

أولاً: الإطار النظري للدراسة

- ١- الإطار العام للدراسة.
- ٢- مفهوم وأهمية حوكمة الشركات.
- ٣- مفهوم وأهداف قيمة الشركة.
- ٤- أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة.

ثانياً: الدراسة التطبيقية

- ١- وصف متغيرات الدراسة والتحليل الوصفي.
- ٢- اختبارات الفروض.

ثالثاً: النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية.

أولاً: الإطار النظري للدراسة

١/١ الإطار العام للدراسة.

١/١/١ مشكلة الدراسة:

نتيجة انفصال الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة والتي تعتبر الأكثر انتشاراً في بيئة الأعمال الحديثة ظهرت مشكلة الوكالة، حيث تسعى الإدارة لتقديم معلومات مضللة للمساهمين عن الحالة المالية للشركة أنها في تقدم مستمر وبالتالي هذه المعلومات لا تعكس حقيقة المركز المالي للشركة وكان هذا عاملاً رئيساً في ظهور الأزمات المالية والاقتصادية العالمية، و في مصر حققت العديد من الشركات خسائر هائلة و أعلنت شركات أخرى إفلاسها، حيث يمكن أن تعكس حالات الانهيار و الإفلاس ضعفا في هيكل الحوكمة عند ممارسة دورها الإشرافي مما يؤثر سلباً على قيمة الشركة، باعتبار أن حوكمة الشركات تعمل على تنظيم العلاقات وتحديد مسؤوليات مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية للشركة لحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، وذلك في جو من الإفصاح والشفافية، والمسؤولية الاجتماعية، مما يقود الشركة لتجنب مخاطر التعثر والفشل المالي والإداري على مستوى الشركة والاقتصاد الوطني بشكل عام، فضلا عن دورها البارز في تعظيم القيمة السوقية للشركة، مما يضمن لها عنصر الاستمرارية والنمو، حيث يعد الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية والآليات الداخلية لحوكمة الشركات في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ذو أهمية، لما يوفره الالتزام بها من معلومات تساعد في اتخاذ القرار المناسب من قبل متخذي القرار الأمر الذي قد يؤثر في قيمة الشركة، والاقتصاد المصري كغيره من الاقتصاديات النامية يتأثر بالمتغيرات المختلفة في حال عدم الالتزام أو ضعف تطبيق قواعد حوكمة الشركات.

وبناء عليه لقي مفهوم حوكمة الشركات وما ارتبط به من آليات داخلية مثل هيكل الملكية ومجلس الإدارة ولجنة المراجعة وغيرهم اهتماماً متزايداً خلال الفترة الأخيرة، لما لحوكمة الشركات من أهمية على صعيد الشركة، والاقتصاد الوطني.

لذا تتبلور مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيس التالي:

هل تؤثر الآليات الداخلية للحوكمة على قيمة الشركة في الشركات المصرية المقيدة بالبورصة؟

وينبثق عن هذا التساؤل الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية :

١. هل تؤثر خصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة ، واستقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية المدير التنفيذي) على قيمة الشركة.
٢. هل تؤثر خصائص فعالية لجنة المراجعة (حجم لجنة المراجعة ، واستقلالية لجنة المراجعة، وعدد اجتماعات لجنة المراجعة) على قيمة الشركة.
٣. هل تؤثر أنماط هيكل الملكية (تركز الملكية ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية ، الملكية الأجنبية) على قيمة الشركة
٤. هل تؤثر لجنة المكافآت على قيمة الشركة.

٢/١/١ تحليل وعرض الدراسات السابقة:

دراسة (زلوم، ٢٠١٣) بعنوان:

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات وأثرها في قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات الخدمية المساهمة المدرجة في بورصة عمان.

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، كما هدفت الدراسة إلى اختبار أثر القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في قيمة الشركة لهذه الشركات وبلغت عينة الدراسة ١٠٩ شركة لعام ٢٠٠٩، وتوصلت الدراسة إلى انه لا يوجد أي أثر لهذه القواعد في قيمة الشركة. وذلك لغياب الوعي بأهمية قواعد الحوكمة في قيمة الشركة من قبل المستثمرين والمشرعين ، والذي قد يكون السبب الرئيسي لعدم وجود هذا التأثير .

دراسة (Abuzant , 2015) عنوان

The Effect of Corporate Governance Mechanisms and Cash Holdings on the Firm's Value: An Empirical Study on Manufacturing Companies Listed on the Amman Stock Exchange

الهدف من هذه الدراسة هو فحص تأثير آليات حوكمة الشركات والممتلكات النقدية على قيمة الشركة لشركات التصنيع الأردنية المدرجة في بورصة عمان. ولتحقيق ذلك تم اختيار عينة من ٤٨ شركة تصنيع مدرجة في بورصة عمان خلال فترة (٢٠١١-٢٠١٤)، تناولت هذه الدراسة بمئة أليات لحوكمة الشركات وهي : تركيز الملكية ، والملكية الإدارية، والملكية المؤسسية ، وحجم مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي، واستقلال مجلس الإدارة ، بالإضافة إلى ذلك استخدمت الدراسة حجم الشركة والرافعة المالية والربحية كمتغيرات رقابية،

٣/١/١ أهمية الدراسة :

تتبع أهمية الدراسة من الناحية الأكاديمية من أهمية موضوع الدراسة في الفكر المحاسبي المعاصر حيث أن موضوع الحوكمة - وخاصة الآليات الداخلية للحوكمة وأثرها على قيمة الشركة - من الموضوعات الهامة التي لا زال الفكر المحاسبي مهتم بها ، كما تأتي أهمية البحث في التأكيد على ضرورة تطبيق الحوكمة في الشركات المصرية المقيدة بالبورصة مما يؤدي إلى تحسن مستوى قيمة الشركة وبالتالي ثقة المستثمرين وأصحاب المصالح بهذه الشركات ، وكذلك ندرة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في البيئة المصرية في حدود علم الباحث.

ومن الناحية العملية فتتبع أهمية الدراسة من كونها تساعد كافة أصحاب المصالح من إستخدام نتائجها في ترشيد كافة قراراتهم الإستثمارية حيث تقدم دليلاً عملياً من بيئة الدراسة على أثر الآليات الداخلية للحوكمة على قيمة الشركة ، ويمكن أن تكون هذه الدراسة حيوية ومفيدة لإستدامة الشركات المصرية في السوق العالمية.

٤/١/١ أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي في : دراسة تأثير الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية. وينبثق منه الاهداف الفرعية التالية :

١. تحديد تأثير مجلس الادارة على قيمة الشركة في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
٢. تحديد تأثير لجنة المراجعة على قيمة الشركة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
٣. تحديد تأثير هيكل الملكية على قيمة الشركة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
٤. تحديد تأثير لجنة المكافآت على قيمة الشركة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٥/١/١ فروض الدراسة:

تحاول هذه الدراسة اختبار الفروض الرئيسية والفرعية التالية:
الفرضية الرئيسية : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات وقيمة الشركة. ويستق منه الفروض التالية:

- (١) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الادارة (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، ازديادية المدير التنفيذي،) وقيمة الشركة.

- ٢) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين لجنة المراجعة (حجم لجنة المراجعة، استقلالية لجنة المراجعة، عدد اجتماعات اللجنة، حجم مكتب المراجعة) وقيمة الشركة.
- ٣) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أنماط هيكل الملكية (تركز الملكية، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية) وقيمة الشركة
- ٤) لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين لجنة المكافآت وقيمة الشركة
- ٦/١/١ حدود الدراسة:

تم إجراء الدراسة سواء في الجانب النظري أو التطبيقي في ضوء الحدود التالية :

١. اقتصرت الدراسة الحالية علي تناول أربع آليات داخلية فقط لحوكمة الشركات، وهي مجلس الإدارة ولجنة المراجعة، وهيكل الملكية، ولجنة المكافآت وأثرها على قيمة الشركة وذلك تماشياً مع الدراسات السابقة الأجنبية في هذا الصدد ، بالإضافة إلي إمكانية قياس خصائص فعالية هذه الآليات في شكل كمي.
 ٢. اقتصرت الدراسة الحالية في جانبها التطبيقي علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بحسب مؤشر EGX 100 ماعدا القطاع المالي لاختلاف طبيعة النشاط وذلك في عام ٢٠١٩ وتم تحليل بيانات هذه الشركات خلال الفترة من ٢٠١٤ حتى ٢٠١٩ .
- ٧/١/١ منهجية الدراسة:

ترتكز منهجية الدراسة على محورين أساسيين هما:

المحور الأول : المنهج الاستنباطي

وقيه ينتقل الباحث من العام إلى الخاص وذلك من خلال الاطلاع على المراجع والنوريات العلمية المتخصصة والاصدارات المهنية ذات العلاقة بموضوع الدراسة بهدف استنباط المقترحات والنتائج اللازمة للإجابة على أسئلة الدراسة والخروج بتأصيل نظري حول كيفية مساهمة الآليات الداخلية لحوكمة الشركات في تحسين قيمة الشركة .

المحور الثاني : المنهج الاستقرائي

ويتجه فيه الدراسة من العام إلى الخاص وذلك من خلال استقراء الواقع والمشاكل ذات الصلة بموضوع الدراسة حيث يقوم الباحث بدراسة أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من خلال الدراسة التطبيقية والتي تتضمن ما يلي:

- تصميم (مؤشر) لقياس الآليات الداخلية لحوكمة الشركات استناداً إلى الدراسات السابقة.
- الاعتماد على مقياس TOBIN'S Q لقياس قيمة الشركة استناداً إلى الدراسات السابقة استناداً إلى أسلوب تحليل المحتوى
- دراسة أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة باستخدام برنامج STATA

٢/١ مفهوم وأهمية حوكمة الشركات

هناك العديد من التعريفات المرتبطة بحوكمة الشركات ويقوم الباحث بعرض التعريفات الصادرة من قبل المنظمات المهنية والتعريفات التي طرحها الأكاديميين كالاتي:

- تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية عام ٢٠١٥ (OECD)
حوكمة الشركات تتضمن مجموعة من العلاقات بين إدارة المنظمة ومجلس إدارتها وحملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح ، كما أنها توفر أيضاً الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف المنظمة ، وتحديد وسائل تحقيق تلك الأهداف والرقابة على الأداء.
- عرفها الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عن مركز المديرين المصري
بالهيئة العامة للرقابة المالية في أغسطس ٢٠١٦ بأنها مجموعة من الأسس والمبادئ والنظم التي تحكم العلاقة بين مجلس الإدارة من ناحية وبين ملاك الشركة والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى بهدف تحقيق أفضل حماية وتوازن بين مصالح كل الأطراف.
- تعريف (Al-Azzam et.al , 2015)

حوكمة الشركات هي العمليات والعلاقات التي يتم من خلالها إدارة الشركات والرقابة عليها، ومن ثم فإن هيكل حوكمة الشركات يقوم بتحديد توزيع السلطات والمسئوليات بين المشاركين المختلفين في المنظمات المختلفة مثل مجلس الإدارة،

والمديرين، وحملة الأسهم، وأصحاب المصالح الآخرين ، ويضع القواعد والإجراءات اللازمة لصنع القرارات المتعلقة بأمور الشركة.

- تعريف محمد مشرح (٢٠١٩)

عبارة عن مجموعة من الأسس والمبادئ التي تعمل على توجيه أداء الشركات وراقبتها، وتحقيق أكبر قدر من الحماية والمساواة والعدالة والتوازن بين أصحاب المصالح داخل وخارج الشركة.

ومما سبق يمكن للمباحث استخلاص مفهوم حوكمة الشركات وهو أنها نظام شامل يتضمن مجموعة من الأسس والقواعد والمعايير والمبادئ والقوانين التي تنظم العلاقة بين أصحاب المصالح داخل وخارج الشركة بهدف إدارة وتوجيه ورقابة الشركة لتحقيق أهدافها وأهداف الأطراف ذات العلاقة من منظور أخلاقي.

أهمية حوكمة الشركات:

وتتفق دراستي (Mohamed,2016 ; Fung,2014) أن الحوكمة الجيدة للشركات تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة وارتفاع سعر السهم ، ورفع كفاءة الأسواق المالية ، كما يرى (العيسى، ٢٠١٤) أن الحوكمة تساعد في إدارة الشركة بصورة سليمة وتعمل على حفظ أصولها وعدم أساءة استخدامها من قبل الإدارة التنفيذية، وتعمل على الحد من احتمالية انهيار الشركة وتزيد من معدلات النمو في الشركة وتساعد في رفع قيمتها وتزيد من قدرتها التنافسية من خلال دور حوكمة الشركات في خلق نظام لسوق تنافسية وذلك اعتمادا على التعاون بين القطاعين العام والخاص ، وأصبح المستثمرون يطالبون بإعداد تقارير مالية تمتاز بالشفافية في ظل مبادئ حوكمة الشركات كأداة رقابية من قبل المستثمرين، وبالتالي خلق بيئة تمتاز بالثقة بين الشركة وجميع الأطراف من المساهمين والمستثمرين وغيرهم من ذوي المصلحة مما يزيد من القيمة الاقتصادية للشركة.

٣/١ مفهوم وأهداف قيمة الشركة:

هناك العديد من التعريفات التي تناولت مفهوم قيمة الشركة فقد أشار كل من (Tjia & Setiawati,2012; putu et al,2014) أن قيمة الشركة هي نظرة المستثمر لمدى نجاح الشركة ، والتي ترتبط بشكل كبير بسعر السهم في سوق الأوراق المالية وبالتالي تعنى هذه النظرة أن تعظيم قيمة الشركة يأتي من تعظيم ثروة المساهمين .

وقد عرفها (على ، ٢٠١٧) أن قيمة الشركة هي عملية تحديد القيمة الاقتصادية لها في جميع المجالات طبقاً لهدف الشركة الذي تسعى لتحقيقه، حيث أن الهدف الرئيسي للمنشآت هو هدف تعظيم ثروة الملاك، وعليه فإن الشركة ككل يجب أن تسعى نحو تحقيق هذا الهدف. ويرى الباحث أن قيمة الشركة هي نتاج القرارات التمويلية والاستثمارية والتشغيلية الجيدة، حيث تزداد قيمة الشركة في حالة كفاءة نتائج هذه القرارات وبالتالي تسعى إدارتها لاتخاذ الاجراءات التي تؤدي إلى تعظيم قيمتها ، أما في حالة ضعف نتائجها يؤدي ذلك لانخفاض قيمة الشركة.

أهداف قياس قيمة الشركة:

تعتبر الشركة تحالف بين العديد من الأطراف من المديرين والعاملين والمساهمين والعملاء وأطراف أخرى ولكل منهم أهدافاً وبصفة عامة تهدف معظم الشركات لتعظيم أرباحها وتلبية تكاليفها وزيادة حصتها السوقية وتوضح أهمية قيمة الشركة من الهدف الذي تسعى الشركة لتحقيقه ، وبالرغم من الاختلاف حول ما هي الأهداف فهناك مجموعة من الأهداف التي أهتمت بها الشركات ومنها (هجرس، ٢٠١٨).

١. تعظيم الأرباح

وفقاً لهذا الهدف تهتم الشركة بتحقيق أكبر قدر من الأرباح والاحتفاظ بها بهدف زيادة حقوق المساهمين في الشركة ، وعلى الرغم من أن هذا الهدف يبدو رئيسي ومناسب إلا أنه واجه العديد من الانتقادات ومنها أنه عرضة للتلاعب المحاسبي وعدم التفرقة بين الربح في الأجل القصير والأجل الطويل كما أنه لا يأخذ بعامل المخاطرة وبالتالي فهو لا يمثل الهدف الرئيسي للشركة بشكل دقيق لذلك ظهر الهدف التالي.

٢/١/٤/١ أثر استقلالية مجلس الإدارة على قيمة الشركة:

يعتبر استقلالية مجلس الإدارة عاملاً مهماً في كفاءة عمل المجلس باعتبارها احد العوامل التي تقلل تضارب المصالح بين الإدارة والمالكين فتساعد المجلس على القيام بمهامه الرقابية والإشرافية بشكل فعال (عيونى، ٢٠١٦) ويقصد بها استقلالية المجلس عن الإدارة التنفيذية للشركة ، بمعنى أن يكون الجزء الأكبر من أعضاء مجلس الإدارة ليسوا من ضمن المديرين التنفيذيين ؛ بحيث يحدد ذلك قوة المجلس الإشرافية ودور أعضائه المستقلين في ضبط أداء الإدارة للعمل في مصلحة حملة الأسم وتعظيم قيمة الشركة، (Dimitropoulos & Asteriou,2010)

وتشير الدراسات إلى أنه مع زيادة استقلالية مجلس الإدارة عن المديرين ، تزداد فعالية الرقابة الخاصة بهم ، مما يقلل من الانتهازية الإدارية ويعزز من قيمة الشركة (Harford , 2008)، توصلت دراسة (Harford , 2008 , Rouf,2011) إلى وجود علاقة إيجابية بين قيمة الشركة وبين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة ، كما أوضحت دراسة (Prempeh & Mills,2015) أن استقلالية المجلس لها تأثير سلبي على قيمة الشركة.

٣/١/٤/١ أثر ازدواجية دور المدير التنفيذي على قيمة الشركة:

يرى (Samaha et al ,2015) أن الجمع بين دور رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب يمكن من قيادة أوضح في صياغة وتنفيذ استراتيجية الشركة ، ويؤدي ذلك إلى زيادة الكفاءة ويساعد في تحسين صنع القرار، بينما يرى (Abuzant , 2015) أنه ومن منظور نظرية الوكالة ، توصي قوانين حوكمة الشركات بفصل دور الرئيس التنفيذي عن دور رئيس مجلس الإدارة لتحقيق التوازن.

وقد أوضحت الدراسات العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركة ، حيث يرى (Gill & Obradovich,2012 ; Duru et al.,2016) أنه في حال تم الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤثر ذلك بشكل إيجابي على قيمة الشركة ، أما (Gill & Mathur (2011) يروا ان الجمع بين منصبى المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على قيمة الشركة لأنه يسرع عملية اتخاذ القرارات وبالتالي يحسن الأداء المالى.

ب- تعظيم قيمة الشركة

فقد شهد العقد الأخير ثورة في العلاقة بين الشركة وملاكها ، حيث أن المساهمين هم ملاك الشركة الذين يقومون بشراء الأسهم بهدف تعظيم العائد على رأس المال المملوك والحصول على عائد جيد من استثماراتهم وتعظيم قيمة أسهمهم دون التعرض لمخاطر ، وفي معظم الحالات ينتخب المساهمين أعضاء مجلس إدارة يقومون بتعيين مديرين للشركة يديرونها نيابة عن المساهمين ، والذين ينبغي عليهم اتباع سياسات لتعزيز القيمة للمساهمين وتعرف هذه القيمة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية على مدار حياة الشركة ، ولذلك أصبح من المسلم به عالمياً تقريباً أن الهدف العام للشركة هو خلق قيمة للمساهمين من خلال تعظيم قيمة الشركة ممثلة في قيمتها السوقية.

٤/١ أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة.

١/٤/١ أثر خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة:

١/١/٤/١ أثر حجم مجلس الإدارة على قيمة الشركة

يعتبر تنوع حجم المجلس من اهم العوامل التي تؤثر على كفاءة عملة، وفي مصر لم يشر الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية ٢٠١٦ إلى عدد محدد لأعضاء مجلس الإدارة كما في الولايات المتحدة الأمريكية طبقاً لتقرير (NYSE,2002) بينما في كندا وطبقاً لتقرير بورصة (Toronto,1994) فقد أشارت إلى أن أعضاء مجلس الإدارة يتراوح بين من ١٠ إلى ١٦ عضو بينما في استراليا وطبقاً لتقرير (Basch,1995) فإن تعين عدد أعضاء المجلس يتم من قبل لجنة وفقاً لمعايير محددة .

ولكن الدراسات التي تناولت حجم مجلس الإدارة لم تقدم دليلاً واضحاً حول العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة. فقد توصل (Rouf, 2011) إلى عدم وجود علاقة بين قيمة الشركة وحجم مجلس الإدارة ، كما أوضحت دراسة (Prempeh & Mills,2015) أن حجم المجلس له تأثير إيجابي على قيمة الشركة ، وبناء عليه سيتم توضيح العلاقة بين حجم المجلس وقيمة الشركة.

وقد أشارت النتائج إلى أن تركيز الملكية ؛ وحجم مجلس الإدارة لهما تأثير إيجابي وهام على قيمة الشركة بنسبة ٥% ، والملكية المؤسسية لها تأثير سلبي بنسبة ٥%، كما وجد أن الملكية الإدارية لها تأثير كبير، وصل ل ١٠%. بالإضافة إلى ذلك، كان تأثير المتغيرات الرقابية ٥%

دراسة (Mishra & Kapil , 2017) بعنوان:

Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين هيكل الملكية ومجلس الإدارة على قيمة الشركة في الشركات الهندية وتم دراسة هيكل حوكمة الشركات لعينة من ٣٩١ شركة هندية مدرجة بالبورصة، لمعرفة تأثيره على أداء وقيمة الشركة وذلك خلال الفترة من (٢٠١٠-٢٠١٤) وأشارت النتائج إلى أن قيمة الشركة تتأثر بشكل كبير بحوكمة الشركات ويوجد ارتباط إيجابي بين هيكل الملكية وقيمة الشركة بينما لا توجد علاقة بين إستقلالية مجلس الإدارة ومقاييس الأداء للشركة.

دراسة (Yanti, & Patrisia, 2019) بعنوان

The impact of Corporate Governance Mechanisms on Firm Value.

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير حجم مجلس الإدارة واستقلال المجلس ولجنة المراجعة والملكية المؤسسية على قيمة الشركة. وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٣٩ شركة مسجلة في بورصة إندونيسيا. باستخدام طريقة أخذ العينات الهادفة ، وتم استخدام ٢٤٢ شركة خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٧. وأظهرت النتائج أن حجم مجلس الإدارة واستقلال المجلس ولجنة المراجعة والملكية المؤسسية لها آثار إيجابية وهامة على قيمة الشركة.

من العرض والتحليل السابق للدراسات السابقة تتمثل الفجوة البحثية من خلال استعراض الدراسات السابقة والتي تميز الدراسة الحالية عن غيرها من الدراسات في ان الدراسات السابقة تناولت أثر حوكمة الشركات على قيمة الشركة باستخدام عدة أبعاد وتعد الدراسة الحالية امتداد للدراسات التي أجريت على حوكمة الشركات ولكنها تركز على تأثير بعض الآليات الداخلية على قيمة الشركة ، وعلى ذلك ستوفر الدراسة دليلا ملحوظا على العلاقة بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات وقيمة الشركة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باعتبارها أحد المكونات الرئيسية في الاقتصاد المصري.

وهذه الدراسة لم تتم في مصر ببيانات فعلية خاصة بعد ان اصبح الاقصاد عن بيانات الحوكمة إلزامي في مصر ابتداء من عام ٢٠١٤، ولذلك يتطلب الأمر اختبار هذه العلاقة في البورصة المصرية.

٢/٤/١ أثر آلية لجنة المراجعة على قيمة الشركة:

تعد لجنة المراجعة آلية محورية من آليات حوكمة الشركات وهي لجنة فرعية منبثقة من مجلس الإدارة وتتكون من ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين أو مستقلين كحد أدنى ويكون الحد الأقصى حسب حجم الشركة وطبيعة نشاطها على أن يتوافر باللجنة خبرات مالية ومحاسبية وقانونية ومعرفة بطبيعة نشاط الشركة (allegrini & Greco, 2013; brennan & kirwan, 2015).

وتتفق العديد من الدراسات (Zábojníková, 2016 ; Arioglu et al,2015 ; Chou & Buchdadi, 2017) على أن آلية لجنة المراجعة وخصائصها تؤثر على قيمة الشركة ، فقد اتفقت بعض الدراسات منها (Zábojníková ,2016; Amer et al 2014 ; Arioglu et al,2015 ; Chou & Buchdadi,2017) ان حجم لجنة المراجعة واستقلاليتها والخبرة المالية والمحاسبية للجنة وكذلك عدد اجتماعاتها لهم تأثير إيجابي على قيمة الشركة، بينما اتفقت الدراسات (Chan & Li ,2008 ; Almamun et al ,2014) على ان حجم لجنة المراجعة واستقلاليتها لهما تأثير سلبي على قيمة الشركة

٣/٤/١ أثر هيكل الملكية على قيمة الشركة:

يحاول الباحث ان يربط بين هيكل ملكية الشركات وقيمة الشركة ، وذلك من خلال تناول أثر بعض أنماط هيكل الملكية على قيمة الشركة:

١/٣/٤/١ أثر تركيز الملكية على قيمة الشركة :

في ظل هذا النوع من الملكية تتركز ملكية الشركة بين عدد محدود من المساهمين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات ويصرف النظر عما إذا كانوا من داخل الشركة أو من خارجها حيث يمتلكون نسبة كبيرة من أسهم الشركة.

وتوجد وجهات نظر مختلفة فيما يتعلق بتأثير تركيز الملكية على قيمة الشركة، فبالنسبة لطبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة من خلال تركيز الملكية أو ملكية كبار المساهمين بقيمة الشركة،

فوفقاً ل (Iwasaki & Mizobata , 2019) فإن هناك علاقة موجبة بين تركيز الملكية و أداء الشركة وقيمتها على أساس أن تركيز الملكية في أيدي فئة قليلة من الملاك يجعلهم أكثر قدرة على رقابة الإدارة وبالتالي تحسين الأداء ، وزيادة قيمة الشركة، ومن ناحية أخرى فقد توصل البعض (Wang & Shailer 2015 ; Filatotchev ,et, al ,2013 ; Altaf & Shah, 2018) إلى وجود علاقة عكسية بين تركيز الملكية وقيمة الشركة.

٢/٣/٤/١ أثر الملكية الإدارية على قيمة الشركة:

تشير دراسة (Salehi & Baezgar, 2011) إلى أن أهمية الملكية الإدارية قد تزايدت منذ ثمانينيات القرن الماضي رغم أن مناقشة العلاقة بين الملكية الإدارية وأداء الشركة تعود إلى دراسة (Berle & Means , 1932) .

يؤدي زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها المديرين من أسهم الشركة إلى مضاعفة حجم الشركات، وقد توصلت الدراسات التي أجريت على أثر الملكية الإدارية على قيمة الشركة إلى نتائج متضاربة ، فقد توصلت بعض الدراسات (Farooq & Manzoor,2019 ; Kusnady, 2011 ; Yumos , 2010) إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة ، ومن ناحية أخرى توصل (Yusra et al , 2019) إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة.

٣/٣/٤/١ أثر الملكية المؤسسية على قيمة الشركة:

تلعب المؤسسات المالية دوراً فعالاً في الرقابة على السلوك الإداري ، لذلك يفترض أن تساعد تلك المؤسسات على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال الاهتمام بقيمة الشركات المستثمر فيها في الأجل الطويل (الحناوي ،٢٠١٩).

وتؤثر الملكية المؤسسية على قيمة الشركة حيث يرى (Tornyeva & Wereko , 2018) ; Ratnawati , 2012 أن تركيز ملكية الشركة في يد المؤسسات الاستثمارية يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة لأن هؤلاء المستثمرون قادرين على التأثير على قرار الإدارة ويمتلكن الموارد اللازمة لمراقبة نشاط الشركة وكذلك يمتلكن القوة لإقالة المدير المتعثر من منصبه، بينما ترى دراسة (Buchanan et al ,2018) أن الملكية المؤسسية تؤثر بشكل سلبي على قيمة الشركة.

١/٤/٣؛ أثر الملكية الأجنبية على قيمة الشركة:

الملكية الأجنبية تشير إلى الشركات التي تتضمن ملاك أجنبي ، ويكون هناك دوراً بارزاً للمستثمرين الأجانب في تحسين حوكمة الشركة خاصة إذا كان المستثمرون من دولة تمتاز بمستوى عال من الحوكمة، كما أنها تعد أحد الوسائل التقنية في الدول النامية وأن الربحية والمكاسب الفعلية ترتبط بوجود ملاك أجنبي (اللقى ، ٢٠٢٠).

وقد لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة الملكية الأجنبية على أداء الشركة وقيمتها حيث يرى كل من (Khasawneh ; Choi et al, 2012 ; Lee & Huang , 2013 ; Staytieh , 2017) أن للملكية الأجنبية تأثير إيجابي كبير على كفاءة تشغيل الشركة وقيمتها ، أي أن الشركات التي لديها ملاك أجنبي لها قيمة أكبر من الشركات التي ليس لها مالكون أجنبي ، بينما أشارت دراسة (Phung , & Le, (2013) أن الملكية الأجنبية تؤثر سلباً على أداء الشركة وقيمتها وأنها ملكية مشتتة ولديها معلومات غير متماثلة ، لذلك ، ليس لها دور رقابي حوكمة الشركات.

١/٤/٤؛ أثر لجنة المكافآت على قيمة الشركة:

لجنة المكافآت هي لجنة تتمثل مهمتها في دعم وتقديم المشورة لمجلس الإدارة ، مثل تحديد الراتب ، التعويضات، والحوافز ، والبدلات لمجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين لتحقيق أفضل أداء ، علاوة على ذلك ، تقترح اللجنة مكافآت عادلة بناءً على قدرات مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وأدائهم كشكل من أشكال التقدير والحفاظ على المديرين التنفيذيين، حيث أنه من المتوقع أن تزويد كبار الموظفين بالشركة بمكافآت فعالة تحفزهم على زيادة أدائهم وأداء الشركة (Harymawan et al, 2020)

تشير الدراسات (Appiah & Chizema, 2016 ; Cybinski & Windsor ; Zraiq & Faudzil, 2018 ; Mintah, 2015 ; 2013) إلى وجود ارتباط موجب بين لجنة المكافآت والأداء المالي للشركة

اتفقت العديد من الدراسات السابقة منها (Leung et al.,2006 , Alic & Rusjan, 2014, Zaharia et,al.,2014) على أن لوظيفة المراجعة الداخلية قيمة مضافة إلا أن هذه الدراسات اختلفت في تحديد هذه القيمة فقد أشارت دراسة (Leung et al.,2006) إلى أنه لكي تضيف لكي تضيف وظيفة المراجعة الداخلية قيمة للشركة ينبغي أن تتوافق استراتيجياً مع احتياجات وأولويات أصحاب المصالح الرئيسيين سواء أكانوا لجنة المراجعة أم الإدارة التنفيذية أم المراجع الخارجي ، في حين أوضحت دراسة، (Alic & Rusja, 2012) أن وظيفة المراجعة الداخلية هي وسيلة وأداة تحفيز للعاملين بغرض العمل بشكل أفضل من خلال اتباع الإجراءات والقواعد ومناقشة أفضل الممارسات مما ينعكس إيجاباً على تحسين أداء العمل في تلك الشركات بينما أشارت دراسة (Zaharia et,al.,2014) أنه على المراجعين الداخليين إثبات أن وظيفتهم مضيقة للقيمة من خلال تحديد وسائل قياس النتائج التي تحققت من جودة التوصيات المدرجة في تقارير المراجعة الداخلية وتحديد الوفورات الملموسة والتي يمكن قياسها كمياً، حيث أن الفشل في إثبات ذلك سيؤثر سلباً على ادراك الإدارة القيمة المضافة لوظيفة المراجعة الداخلية

ثانياً: الدراسة التطبيقية

١/٢ وصف متغيرات الدراسة والتحليل الوصفي

مجتمع الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية، وذلك بحسب مؤشر البورصة للشركات الأعلى ربحية EGX 100 ، والذي يضم أعلى ١٠٠ شركة من حيث السيولة والنشاط في عام ٢٠١٩ وتم تحليل بيانات هذه الشركات خلال الفترة من ٢٠١٤ حتى ٢٠١٩ .

ويرجع السبب في اختيار الباحث هذه الفترة الزمنية لتمثل الفترة محل الدراسة حيث أن الآليات الداخلية الخاصة بحوكمة الشركات لم تصحح الشركات عنها قبل هذه الفترة، حيث ألزمت الهيئة العامة للرقابة المالية الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية بضرورة الإفصاح عن آليات حوكمة الشركات بدايةً من عام ٢٠١٤ وذلك في نموذج معد وفقاً لأحكام المادة ٤٠ من قواعد القيد

مصادر تجعب البيانات: وقد قام الباحث بجمع البيانات اللازمة لقياس المتغيرات من خلال التقارير المالية للشركات وتقرير مجلس الإدارة المعد وفقاً للمادة ٤٠ من قواعد القيد بالبورصة والتي ألزمت بها الشركات بدايةً من عام ٢٠١٤، وتم الحصول على التقارير المالية ونموذج ٤٠ عن طريق موقع معلومات مباشر مصر (www.mubasher.info)، وأيضاً عن طريق الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية للشركات المقيدة في البورصة المصرية.

ويقوم الباحث بصياغة النموذج الذي يتم من خلاله اختبار الفروض ، وذلك كما يلي:

$$FV = \beta_0 + \beta_1(B \text{ SIZE}) + \beta_2(B \text{ IND}) + \beta_3(CEO) + \beta_4(AC \text{ SIZE}) + \beta_5(AC \text{ IND}) + \beta_6(AC \text{ MEETING}) + \beta_7(AO \text{ SIZE}) + \beta_8(BLOCK) + \beta_9(MA \text{ OW}) + \beta_{10}(INS \text{ OW}) + \beta_{11}(FOR \text{ OW}) + \beta_{12}(RC) + \beta_{13}(\text{LnTA}) + \beta_{14}(LEV) + \text{industry and year dummies} + \varepsilon$$

حيث أنه بالنسبة لكل شركة في كل سنة، فإن:

المتغير التابع

$$FV = \text{قيمة الشركة مقيسة بـ TOBIN'S Q}$$

المتغيرات المستقلة :

B SIZE = حجم مجلس الإدارة

B IND = استقلالية مجلس الإدارة

CEO = ازدواجية دور المدير التنفيذي

AC SIZE = حجم لجنة المراجعة

AC IND = استقلالية لجنة المراجعة

AC MEETING = عدد اجتماعات لجنة المراجعة

AO SIZE = حجم مكتب المراجعة

BLOCK = نسبة الأسهم المملوكة لكيار المساهمين

MAOW = الملكية الإدارية

INSOW = الملكية المؤسسية

FOROW = الملكية الأجنبية

RC = لجنة المكافآت

المتغيرات الحاكمة:

$$\text{حجم الشركة} = \text{LnTA}$$

$$\text{الرفع المالي} = \text{LEV}$$

$\text{industry and year dummies} =$ مؤشر السنة وطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه الشركة

$$\text{الخطأ العشوائي} = \varepsilon$$

وتشمل المتغيرات الحاكمة بعض العوامل المؤثرة علي المتغير التابع ، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة محل البحث ، وتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في نموذج الانحدار ، ومن أهم هذه المتغيرات التي وردت بالدراسات السابقة التي اهتمت بالعلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة ما يلي :

حجم الشركة: وتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام (Khan & Malik, 2017)

الرفع المالي : وتم قياسه بقسمه إجمالي الالتزامات علي إجمالي الأصول في نهاية العام (Li & Koh, 2018)

كما قام الباحث بإدراج المتغيرات الوهمية الخاصة بالصناعات والسنوات في النموذج للتحكم في الظروف غير المتجانسة من صناعة إلى أخرى ومن سنة إلى أخرى.

قياس متغيرات الدراسة:

قياس المتغير التابع

تمثل قيمة الشركة المتغير التابع في هذه الدراسة، وتم قياسها من خلال

(TOBIN'S Q) (Nazir & Afza , 2018) وتم حسابه كما يلي (Nekhili et al

.,2017)

$$\text{TOBIN'S Q} = \frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} + \text{القيمة الدفترية للالتزامات}}{\text{القيمة الدفترية لإجمالي الأصول}}$$

قياس المتغير المستقل

يمثل في الآليات الداخلية لحوكمة الشركات (آلية خصائص مجلس الإدارة ولجنة

المراجعة وهيكل الملكية ولجنة المكافآت) ، وتم قياس هذا المتغير كما يلي:

١. خصائص مجلس الإدارة:

- أ. حجم مجلس الإدارة: ويقاس بعدد أعضاء مجلس الإدارة (إبراهيم، ٢٠١٩، Baran & Forst,2015).
- ب. استقلالية مجلس الإدارة: ويقاس بنسبة عدد الأعضاء المستقلين إلي إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة (يوسف، ٢٠٢٠؛ Abobakr & Elgiziry,2017).
- ج. ازواجية دور المدير التنفيذي: ويقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة عدم الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب ، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (Johl et al, 2016).

٢. لجنة المراجعة:

- أ. حجم لجنة المراجعة: ويقاس بعدد أعضاء لجنة المراجعة (محمد، ٢٠١٨؛ Ghafran & Noel,2017).
 - ب. استقلالية لجنة المراجعة : ويقاس بنسبة عدد الأعضاء المستقلين إلي إجمالي عدد أعضاء لجنة المراجعة (Zhou et al ., 2018).
 - ج. عدد اجتماعات لجنة المراجعة : ويقاس بعدد اجتماعات لجنة المراجعة خلال العام (عيد الحليم، ٢٠١٨).
 - د. حجم مكتب المراجعة : وتم قياسه بمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا تم أداء عملية المراجعة بواسطة أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار ، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (حسين، ٢٠١٧).
- ## ٣. هيكل الملكية:

- أ. تركيز الملكية: نسبة الأسهم المملوكة لكبار المساهمين والتي تساوي ٥% أو أكثر من رأس مال أسهم الشركة (محمد، ٢٠١٧).
- ب. الملكية الإدارية: تقاس بنسبة الأسهم المملوكة من قبل الإدارة العليا والإدارة التنفيذية للشركة (العدلائي، ٢٠١٨).
- ج. الملكية المؤسسية: تقاس بنسبة الأسهم المملوكة من قبل هيئات الاستثمار ومنها (البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار .. إلخ) (Rong & Boeing, 2017).
- د. الملكية الأجنبية: تقاس بنسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب (Farooq & Manzoor,2019).

٤. لجنة المكافآت: وتقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة وجود لجنة مكافآت في الشركة ، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (Zraiq & Faudziah, 2018).

٢/٢ اختبار فروض الدراسة

ويمكن عرض نتائج تشغيل نموذج اختبار الفروض من خلال الجدول التالي .

جدول رقم (٤/٥) نتائج تشغيل نموذج اختبار الفروض

Variable	Coef.	t-stat.	p-value
Constant	12.46967	4.40	0.000
B SIZE	0.2058176	3.13	0.002***
B IND	-0.4448908	-0.89	0.374
CEO	-0.3748602	-1.72	0.087*
AC SIZE	-0.1714908	-2.14	0.033**
AC IND	0.2701178	0.83	0.407
AC MMET	0.0783019	2.05	0.041**
AO SIZE	0.0749467	0.29	0.776
BLOCK	-0.5097273	-0.75	0.452
MA OW	-0.2227305	-0.41	0.685
INS OW	0.1717017	0.08	0.935
FOR OW	4.295825	6.09	0.000***
RC	0.2447576	1.80	0.072*
LnTA	-0.6549533	-5.18	0.000***
LEV	1.316014	14.66	0.000***
Industry dummies		Included	
Year dummies		Included	

n	449		
R ²	0.7643	P-Value	0.0000

*** ، ** ، * تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪ ، ٥٪ ، ١٪ على التوالي.

وبفحص النتائج الواردة من الجدول السابق يتضح ما يلي :

١. قيمة معامل تحديد النموذج R² تساوي ٠,٧٦ ، مما يعني أن القدرة التفسيرية للنموذج تساوي ٧٦٪ ، أي أن ٧٦٪ من التغير في المتغير التابع يتم تفسيرها بواسطة التغيرات في المتغيرات المستقلة ، وهي تزيد عن نظيرتها المفصح عنها بدراسة (Sulong & Nor, 2010) والتي تبلغ ٠,٤١ ، مما يشير إلى ارتفاع القدرة التفسيرية لنموذج اختبار الفروض الخاص بالدراسة الحالية .

٢. معامل المتغير B SIZE: يحمل إشارة موجبة ويعد معنوياً من الناحية الإحصائية عند مستوى ٥٪ مما يشير إلى أن حجم مجلس الإدارة يؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على قيمة الشركة، الأمر الذي ينفي صحة القائل بعدم وجود أثر معنوي لحجم مجلس الإدارة على قيمة الشركة ، وهذا يبرهن على أن زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة يساعد على زيادة كفاءة المجلس نظراً لما يسمح به من تنوع في خبرات الأعضاء ، ومن ثم تحسين عملية اتخاذ القرارات وبالتالي يحقق ذلك تحسين في أداء وقيمة الشركة.

٣. معامل المتغير B IND يحمل إشارة سالبة ولا يعد معنوياً من الناحية الإحصائية ، مما يشير إلى أن استقلالية مجلس الإدارة لا تؤثر بشكل معنوي على قيمة الشركة ، الأمر الذي يثبت صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على قيمة الشركة ، ويرى الباحث تفسير ذلك هو أن استقلالية مجلس الإدارة لا تعزز من تعظيم قيمة الشركة، حيث أن هؤلاء الأعضاء المستقلين ليسوا على دراية بأداء الشركة وبالتالي لا يمكنهم اتخاذ قرارات من المرجح أن تعزز قيمتها، وتتفق هذه النتيجة مع (Prempeh & Mills, 2015) التي تشير إلى وجود علاقة سلبية بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركة .

٤. معامل المتغير CEO يحمل إشارة سالبة ويعد معنوياً من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية ١٠٪ ، مما يشير إلى أن ازدواجية دور المدير التنفيذي تؤثر بشكل سالب معنوي على قيمة الشركة، الأمر الذي ينفي صحة الفرض الثالث القائل بعدم وجود أثر معنوي لازدواجية دور المدير التنفيذي على قيمة الشركة ،

ويرى الباحث أن ذلك قد يرجع إلي أن ازدواجية دور المدير التنفيذي وإن كانت تحد من تضارب المصالح والسلوكيات الانتهازية للإدارة إلا أنها قد أفقدت مجالس الإدارة المعرفة الكافية بأمور الشركة والقدرة علي الاستجابة للتغيرات المتسارعة في بيئة الأعمال المعاصرة وهذا يعني أنه كلما كان هناك فصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب فإن ذلك يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

٥. معامل المتغير AC SIZE يحمل إشارة سالبة ويعد معنوياً من الناحية الإحصائية ، مما يشير إلي أن حجم لجنة المراجعة يؤثر بشكل معنوي علي قيمة الشركة ، الأمر الذي ينفي صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي لحجم لجنة المراجعة علي قيمة الشركة ، أي أنه كلما زاد عدد أعضاء لجنة المراجعة انخفضت قيمة الشركة ، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من (Almamun et al , 2014 , Saleh et al., 2007).

٦. معامل المتغير AC IND يحمل إشارة موجبة ولا يعد معنوياً من الناحية الإحصائية ، مما يشير إلي أن استقلالية لجنة المراجعة لا تؤثر بشكل معنوي علي قيمة الشركة ، الأمر الذي يثبت صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي لاستقلالية لجنة المراجعة علي قيمة الشركة ، ويرى الباحث أن ذلك قد يرجع إلي وجود العديد من المجالات في اختيار أعضاء لجان المراجعة سواء من خارج الشركة أو من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين بالشركة.

٧. معامل المتغير AC MEET يحمل إشارة موجبة ولا يعد معنوياً من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية ٥% ، مما يشير إلي أن عدد اجتماعات لجنة المراجعة تؤثر بشكل إيجابي معنوي علي قيمة الشركة ، الأمر الذي ينفي صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي لعدد اجتماعات لجنة المراجعة علي قيمة الشركة ، ويرى الباحث أن ذلك قد يرجع إلي أنه وفقاً للدليل المصري لحوكمة الشركات يجب أن تجتمع لجنة المراجعة مرة واحدة علي الأقل كل ثلاثة أشهر أي أربع مرات سنوياً علي الأقل وهو ما تحقق في معظم مشاهدات العينة.

٨. معامل المتغير AO SIZE يحمل إشارة موجبة ولا يعد معنوياً من الناحية الإحصائية ، مما يشير إلي أن حجم مكتب المراجعة لا يؤثر بشكل معنوي علي قيمة الشركة ، الأمر الذي يثبت صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي لحجم مكتب المراجعة علي قيمة الشركة ، ويرى الباحث أن ذلك قد يرجع إلي أن مكاتب المراجعة الأربعة الكبار بما تتمتع به من كفاءة وخبرة واستقلالية يمكنها الحد من مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات المرتبطة بتعدد القطاعات التشغيلية للشركات ، وذلك من خلال إضفاء المصداقية علي التقارير المالية لهذه الشركات ، مما ينعكس علي قيمة الشركة.

٩. معامل المتغير **BLOCK**: يحمل إشارة سالبة ولا يعد معنوياً من الناحية الإحصائية ، مما يشير إلى أن تركيز الملكية لا تؤثر بشكل معنوي علي قيمة الشركة ، الأمر الذي يثبت صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي لتركيز الملكية علي قيمة الشركة ، ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى أن تركيز الملكية في يد مجموعة صغيرة ومحددة من المستثمرين ينعكس سلباً على صغار المساهمين نتيجة لسيطرة كبار المساهمين على قرارات الشركة ويعطيهم موقف قوي مقابل صغار المساهمين؛

وذلك من خلال صلاحياتهم ونفوذهم في الشركة وسلطة اتخاذ القرارات وتوجيهها لصالحهم على حساب بقية أصحاب المصالح مما يؤثر سلباً على الأداء وبالتالي انخفاض قيمة الشركة.

١٠. معامل المتغير **MA OW**: يحمل إشارة سالبة ولا يعد معنوياً من الناحية الإحصائية ؛ مما يشير إلى أن الملكية الإدارية لا تؤثر بشكل معنوي علي قيمة الشركة ، الأمر الذي يثبت صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي للملكية الإدارية علي قيمة الشركة ، ويرى الباحث أن السبب في ذلك قد يرجع إلى أن ارتفاع مستوى الملكية الإدارية يؤدي إلى إنخفاض أداء الشركة بسبب أن زيادة نفوذهم داخل الشركة يمنحهم مجال أوسع للعمل بشكل نفعي واتخاذ قرارات لصالحهم على حساب المصالح الأخرى ، كما يسبب صعوبة الرقابة على المديرين مع عدم قدرة الملاك على الإستغناء عن المديرين ذوي الأداء الضعيف فيما يعرف بفرض الحصانة مما يضر بقيمة الشركة.

١١. معامل المتغير **INS OW**: يحمل إشارة موجبة ولا يعد معنوياً من الناحية الإحصائية ، مما يشير إلى أن الملكية المؤسسية لا تؤثر بشكل معنوي علي قيمة الشركة ، الأمر الذي يثبت صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي للملكية المؤسسية علي قيمة الشركة ، ويرى الباحث أن ذلك يشير إلى محدودية رقابة المؤسسات الاستثمارية على أعمال الشركات المساهمة المصرية.

١٢. معامل المتغير **FOR OW**: يحمل موجبة ويعد معنوياً من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية ١% ، مما يشير إلى أن الملكية الأجنبية تؤثر بشكل إيجابي معنوي علي قيمة الشركة ، الأمر الذي ينفي صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي للملكية الأجنبية علي قيمة الشركة ، ويرى الباحث أن العلاقة المعنوية الموجبة راجعة إلى أن المستثمرين الأجانب يقومون بإدارة الشركة بشكل إيجابي حيث يسمح الملاك الأجانب بالوصول إلى أسواق رأس المال الدولية والعملات الصعبة مما يؤدي إلى المزيد من التقدم للشركة. كما أن المديرين يعملون بشكل أفضل من أجل تعظيم قيمة الشركة في وجود المستثمرين الأجانب.

١٣. معامل المتغير RC: يحمل إشارة موجبة ويعد معنوياً من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية ١٠% ، مما يشير إلى أن لجنة المكافآت تؤثر بشكل إيجابي معنوي على قيمة الشركة ، الأمر الذي ينفى صحة الفرض القائل بعدم وجود أثر معنوي للجنة المكافآت على قيمة الشركة ويرى الباحث أن تفسير ذلك هو أن وجود لجنة مكافآت بالشركة تتبع الحيادية والنزاهة والشفافية في صرف المكافآت للإدارة التنفيذية ومقارنة هذه المكافآت بحجم الشركة وحجم أعمال مجلس الإدارة ومؤشرات الأرباح المحققة والمكافأة في الشركات التي تعمل في نفس القطاع وإقرارها من الجمعية العمومية للمساهمين يزيد من فعالية أداء مجلس الإدارة ومواجهة المخاطر الإدارية في وقت الإزمات مما ينعكس بشكل إيجابي على قيمة الشركة.

١٤. بالنسبة للمتغيرات الحاكمة المدرجة في النموذج ، فإن معامل المتغير LnTA يحمل إشارة سالبة ويعد معنوياً من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية ١% ، مما يشير إلى أن حجم الشركة يؤثر بشكل سالب معنوي على قيمة الشركة ، ومن ناحية أخرى ، فإن المتغير LEV يحمل إشارة موجبة ويعد معنوياً من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية ١% ، مما يشير إلى أن الرافعة المالية تؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على قيمة الشركة.

ثالثاً: النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية.

١/٣ النتائج:

يمكن تلخيص أهم نتائج الدراسة على النحو التالي :

١. بالنسبة لخصائص مجلس الإدارة :

- أ. يوجد أثر معنوي موجب لحجم مجلس الإدارة على قيمة الشركة
- ب. لا يوجد أثر معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على قيمة الشركة.
- ج. يوجد أثر معنوي سالب لازدواجية دور المدير التنفيذي على قيمة الشركة.

٢. بالنسبة للجنة المراجعة:

- أ. يوجد أثر معنوي سالب لحجم لجنة المراجعة على قيمة الشركة.
- ب. لا يوجد أثر معنوي لاستقلالية لجنة المراجعة على قيمة الشركة

ج. يوجد أثر معنوي موجب لعدد اجتماعات لجنة المراجعة على قيمة الشركة.

د. لا يوجد أثر معنوي لحجم مكتب المراجعة على قيمة الشركة.

٣. بالنسبة لهيكل الملكية:

أ. لا يوجد أثر معنوي لتركز الملكية على قيمة الشركة.

ب. لا يوجد أثر معنوي والملكية الإدارية على قيمة الشركة.

ج. لا يوجد أثر معنوي للملكية المؤسسية على قيمة الشركة.

د. يوجد أثر معنوي موجب للملكية الأجنبية على قيمة الشركة.

٤. يوجد أثر معنوي موجب للجنة المكافآت على قيمة الشركة.

٥. فيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة، يوجد أثر معنوي موجب للرافعة المالية على قيمة الشركة، بينما يوجد أثر معنوي سالب لحجم الشركة على قيمة الشركة.

٦. أن عملية تقدير قيمة الشركة تعتمد بالأساس على الهدف من التقييم وأنها ستختلف تبعاً لاختلاف مدخل القياس، وكلما كان المدخل يتميز بسهولة الإستخدام والفهم سيكون المدخل الأكثر اعتماداً من قبل شركات الأعمال.

٢/٣ التوصيات

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يوصي الباحث بما يلي:

١. أن تقوم البورصة المصرية ، بإلزام الشركات المقيدة بكافة قواعد حوكمة الشركات بحيث يتم التركيز على بعدى الإلتزام والأداء ، وإعتبار الآليات الداخلية لحوكمة الشركات من أهم آليات الحوكمة

٢. عقد ندوات ومؤتمرات وبرامج تدريبية من قبل المهتمين بحوكمة الشركات مثل جميعه المحاسبين والمراجعين المصرية، والهيئة العامة لسوق المال، وإدارة الإفصاح بالبورصة المصرية ، للتعرف علي كيفية تطبيق حوكمة الشركات، وما هي دوافع التطبيق، والمزايا والفرص التي تعود من ذلك

٣. ضرورة تفعيل آليات حوكمة الشركات خاصة الآليات الداخلية للحوكمة ، لما لها من دور كبير في تحسين قيمة الشركة

٤. أن يهتم مجلس الإدارة في الشركات المتقدمة في البورصة بمراعاة حقوق كافة أصحاب المصالح من خلال إستخدام مجموعة من أدوات وآليات الحوكمة وذلك بهدف تحسين قيمة الشركة.

٥. زيادة الرقابة علي مكاتب المراجعة من غير الأربعة الكبار حتي يتسني لها الارتفاع بمستوي جودة المراجعة .

٦. على الجهات المعنية بإصدار المعايير المصرية تطويع المعايير الدولية لتتكيف مع طبيعة البيئة المصرية وبخاصة تلك المرتبطة بقياس القيمة العادلة.

٣/٣ مجالات البحث المقترحة

١. أثر تنوع كل من هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على القيمة العادلة للشركة

٢. العوامل المؤثرة على جودة المراجعة الداخلية وأثرها على قيمة الشركة.

٣. أثر تطبيق الدليل المصري لحوكمة الشركات على القيمة العادلة للشركة.

المراجع:

المراجع باللغة العربية:

أولاً الدوريات:

إبراهيم، أحمد كمال مطاوع (٢٠١٩) " أثر خصائص لجنة المراجعة الداخلية ومجلس الإدارة علي فترة تأخر تقرير مراقب الحسابات : دراسة تطبيقية" ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، م ٢٣ ، ع ٢ ، ص ص ١ - ٤٣ .

الحناوي، السيد محمود(٢٠١٩) "أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية" ، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، ع ١ ص ص ٦٦-١١٤ .

الغباري، أيمن فتحي (٢٠١٢) "تقييم أثر تطبيق معايير حوكمة الشركات في حماية حقوق المساهمين وعلاقتها التكاملية بالرقابية والمراجعة الداخلية بمنظمات الأعمال" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة جامعة عين شمس ، م ٣ ، ع ٣ ، ص ص ٨٨٥-٩٢١ .

الفتى، رشا علي إبراهيم (٢٠٢٠) "انعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام بالتطبيق على شركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية" ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة جامعة عين شمس م ٢٤ ع ٢ ص ص ١-٦٤ .

حسين ، علاء علي أحمد (٢٠١٧) ، "نماذج محاسبية مقترحة لقياس تأثير التطبيق الإلزامي لمعايير التقارير المالية الدولية IFRSS علي مستويات تحفظ الأرباح والأداء المحاسبي والتشغيلي للشركات المساهمة المالية : دراسة تطبيقية" ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، م ٢١ ع ١ ، ص ص ٩٧٧ - ١٠٤٧ .

زلوم، نضال عمر (٢٠١٣) ، " الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات وأثرها في قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات الخدمية المساهمة المدرجة في بورصة عمان" مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية م ٢١ ع ٢ ، ص ص ١٦٣-١٨٧ .

عبد الحلیم ، أحمد حامد محمود (٢٠١٨) " أثر هيكل الملكية وخصائص لجان المراجعة علي مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية : دراسة تطبيقية علي الشركات المسجلة بالبورصة السعودية" ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، م ٢٢ ع ٤ ، ص ص ٦٨٢-٧٥٨ .

عبوني، محمد حكمت محمود (٢٠١٦) " تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان" المجلة الاردنية في إدارة الاعمال ، م ١٢ ع ٤، ص ص ٨٩٩-٩١٧.

محمد، حسناء عطية حامد (٢٠١٨) " تأثير التفاعل بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات ومستوى التخطيط الضريبي على قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية" مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة جامعة طنطا، ع ٢، ص ص ٢٦٦-٣٠٤.

ثانياً الرسائل العلمية:

أحمد، محمد مشرح على (٢٠١٩) "قياس أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على جودة التقارير المتكاملة - دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة ، جامعة المنصورة.

الشرقاوي ، أحمد عبد العاطي محمد (٢٠١٤) "تفعيل دور حوكمة الشركات للحد من الممارسات المحاسبية الخاطئة لتحقيق جودة التقارير المالية - دراسة ميدانية" ، رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة جامعة عين شمس.

العدلاني، سمر عبد المجيد محمد (٢٠١٨) "أثر تنوع هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على جودة الأرباح - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة المصرية" رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة المنصورة.

العيسى، علا عبد الجبار (٢٠١٤) "حوكمة الشركات والتعثر المالي - دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان" رسالة ماجستير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة اليرموك.

على، باسم رشيد (٢٠١٧) "إطار مقترح لمراجعة الأنشطة البيئية وأثره على قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية" رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة المنصورة.

محمد، أحمد محمود يحيى (٢٠١٧) " أثر مكافآت خيارات الأسهم على الإدارة الحقيقية للأرباح، دراسة تطبيقية" رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة المنصورة.

هجريس، سارة أبوبكر سالم (٢٠١٨) " قياس أثر التحفظ المحاسبي والاحتفاظ بالأرصدة النقدية على قيمة المنشأة - دراسة ميدانية" رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة القاهرة.

يوسف، محمد خليفة محمد (٢٠٢٠) "أثر تطبيق الدليل المصري لحوكمة الشركات على كفاءة سوق رأس المال - دراسة تطبيقية على الشركات متعددة القطاعات التشغيلية" رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة جامعة المنصورة.

ثالثاً: أخرى:

مركز المديرين المصري (٢٠١٦)، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، وزارة الاستثمار، جمهورية مصر العربية، ص ص ٩-٤٧.

ثانياً المراجع الأجنبي:

A:Periodicals

- Abobakr, M. G., & Elgiziry, K. (2017). The relationship between board of directors' characteristics and bank risk-taking: Evidence from Egyptian banking sector. *Journal of Finance and Accounting*, 5(1), 24-33.
- Agyemang-Mintah, P. (2015). The nomination committee and firm performance: An empirical investigation of UK financial institutions during the pre/post financial crisis. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 11(3), 176-190.
- Al-Azzam, Z. F., Al-Mohameed, H., & Al-Qura'an, A. (2015). How The Corporate Governance Affects Organizational Strategy: Lessons From Jordan Environment. *Journal of Business and Management (IOSR-JBM) Vol*, 17.
- Alic, M., & Rusjan, B. (2012). Managerial relevance of internal audit: Business benefits of using ISO 9000 internal audit as a managerial tool. *The TQM Journal*, 23(3), 284-300
- Allegrini, M., & Greco, G. (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: Evidence from Italian listed companies. *Journal of Management & Governance*, 17(1), 187-216.
- Al-Mamun, A., Yasser, Q. R., Rahman, M. A., Wickramasinghe, A., & Nathan, T. M. (2014). Relationship between audit committee characteristics, external auditors and economic value added (EVA) of public listed firms in Malaysia. *Corporate Ownership & Control*, 12(1), 899-910.
- Altaf, N., & Shah, F. A. (2018). Ownership concentration and firm performance in Indian firms: does investor protection quality matter?. *Journal of Indian Business Research*, 10(1), 33-52
- Amer, M., Ragab, A. A., & Shehata, S. E. (2014). Audit committee characteristics and firm performance: Evidence from Egyptian listed companies. In *Proceedings of 6th Annual American Business Research Conference*, 9-10.

- Appiah, K. O., & Chizema, A. (2016). The impact of board quality and nomination committee on corporate bankruptcy. *Advances in accounting*, 35, 75-81.
- Arioglu, E. (2015). Market reaction to director independence at Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 15(4), 259-271.
- Baran, L., & Forst, A. (2015). Disproportionate insider control and board of director characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 35(6), 62-80.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York, World.
- Brennan, N. M., & Kirwan, C. E. (2015). Audit committees: practices, practitioners and praxis of governance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28, 466-493.
- Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73-95.
- Chan, K. C., & Li, J. (2008). Audit committee and firm value: Evidence on outside top executives as expert-independent directors. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 16-31.
- Choi, H. M., Sul, W., & Min, S. K. (2012). Foreign board membership and firm value in Korea. *Management Decision*.
- Chou, T. K., & Buchdadi, A. D. (2017). Independent board, audit committee, risk committee, the meeting attendance level and its impact on the performance: a study of listed banks in Indonesia. *International Journal of Business Administration*, 8(3), 24.
- Cybinski, P., & Windsor, C. (2013). Remuneration committee independence and CEO remuneration for firm financial performance. *Accounting Research Journal*, 26(3), 197-221.
- Dimitropoulos, P. E., & Asteriou, D. (2010). The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: Empirical evidence from Greece. *Research in International Business and Finance*, 24(2), 190-205.
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277.
- Farooq, K., & Manzoor, A. (2019). Role of ownership in corporate governance and its impact on Firm performance: A case of companies listed in Pakistan Stock

- exchange. *Global Management Journal for Academic & Corporate Studies*, 9(2), 165-187.
- Filatovchev, I., Jackson, G., & Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 965-986.199-229. –
- Fung, B. (2014). The demand and need for transparency and disclosure in corporate governance. *Universal Journal of Management*, 2(2), 72-80.
- Ghafran, C., & O'Sullivan, N. (2017). The impact of audit committee expertise on audit quality: Evidence from UK audit fees. *The British Accounting Review*, 49(6), 578-593.
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). Board size, CEO duality, and the value of Canadian manufacturing firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3), 1-13.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Harymawan, I., Agustia, D., Nasih, M., Inayati, A., & Nowland, J. (2020). Remuneration committees, executive remuneration, and firm performance in Indonesia. *Heliyon*, 6(2), e03452.
- Iwasaki, I., & Mizobata, S. (2020). Ownership concentration and firm performance in European emerging economies: A meta-analysis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(1), 32-67.
- Johl, S. K., Khan, A., Subramaniam, N., & Muttakin, M. (2016). Business group affiliation, board quality and audit pricing behavior: Evidence from Indian companies. *International Journal of Auditing*, 20(2), 133-148.
- Khasawneh, A. Y., & Staytich, K. S. (2017). Impact of foreign ownership on capital structure and firm value in emerging market: case of Amman Stock Exchange listed firms. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 35-64.
- Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 554-570.
- Lee, T. H., & Huang, J. K. (2013). Foreign ownership and Firm Efficiency: The case of an emerging market. National Chengchi University, Taiwan.
<http://cb2.nsuok.edu/kwok/conference/submissions>

- Leung, P., Cooper, B. J., Hass, S., Abdolmohammadi, M. J., & Burnaby, P. (2006). The Americas literature review on internal auditing. *Managerial Auditing Journal*, 21(8), 835-844.
- Mishra, R., & Kapil, S. (2017). Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Mishra, R., & Kapil, S. (2017). Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(4), 700-726.
- Mohamed, W. S., & Elewa, M. (2016). The impact of corporate governance on stock price and trade volume. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(2), 27-44.
- Nazir, M. S., & Afza, T. (2018). Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value? Evidence from an emerging market. *Future Business Journal*, 4(1), 139-156.
- Phung, D. N., & Le, T. P. V. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2) 40-58.
- Prempeh, K. B., & Odartey-Mills, E. (2015). Corporate governance structure and shareholder wealth maximization. *Perspectives of Innovations, Economics and Business*, 15(1), 1-31.
- Ratnawati, V., Freddy, D., & Wahyuni, N. (2018). The Impact of Institutional Ownership and a Firm's Size on Firm Value: Tax Avoidance as a Moderating Variable. *J. Fin. Bank. Review*, 3(1), 1-8.
- Rong, Z., Wu, X., & Boeing, P. (2017). The effect of institutional ownership on firm innovation: Evidence from Chinese listed firms. *Research Policy*, 46(9), 1533-1551.
- Rouf, M. A. (2011). The relationship between corporate governance and value of the firm in developing countries: Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(3), 237-244
- Saleh, N. M., Iskandar, T. M., & Rahmat, M. M. (2007). Audit committee characteristics and earnings management: Evidence from Malaysia. *Asian Review of Accounting*, 15(2), 147-163

- Salehi, M., & Baezegar, B. (2011). A survey of empirical studies on management ownership. *African Journal of Business Management*, 5(17), 7138-7197.
- Samaha, K., Khlif, H., & Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: A meta-analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 13-28.
- Sulong, Z., & Nor, F. M. (2010). Corporate governance mechanisms and firm valuation in Malaysian listed firms: A panel data analysis. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6(1), 1-18.
- Tjia, O., & Setiawati, L. (2012). Effect of CSR disclosure to value of the firm: Study for banking industry in Indonesia. *World Journal of Social Sciences*, 2(6), 169-178.
- Tornyeva, K., & Wereko, T. (2012). Corporate governance and firm performance: Evidence from the insurance sector of Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13).
- Wang, K., & Shailer, G. (2015). Ownership concentration and firm performance in emerging markets: A meta-analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(2).
- Yanti, E., & Patrisia, D. (2019). The impact of Corporate Governance Mechanisms on Firm Value. In *Third Padang International Conference On Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship (PICEEBA 2019)* (pp. 242-249). Atlantis Press.
- Yunos, R. M., Smith, M., & Ismail, Z. (2010). Accounting conservatism and ownership concentration: Evidence from Malaysia. *Journal of Business and policy research*, 5(2), 1-15.
- Yusra, I., Hadya, R., Begawati, N., Istiqomah, L., & Kurniasih, N. (2019). Panel data model estimation: the effect of managerial ownership, capital structure, and company size on corporate value. In *Journal of Physics: Conference Series* .1175(1), p. 012285). IOP Publishing.
- Zaharia, D. L., Lazar, A., & Tilea, D. M. (2014). The role of internal audit regarding the corporate governance and the current crisis. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 116, 4819-4823.
- Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 20-36.

Zraiq, M. A. A., & Fadzil, F. H. B. (2018). The impact of nomination and remuneration committee on corporate financial performance. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(3), 1-6.

B:Thesis

Abuzant, A. A. (2015). *The Effect of Corporate Governance Mechanisms and Cash Holdings on the Firm's Value: An Empirical Study on Manufacturing Companies Listed on the Amman Stock Exchange* Master's thesis, University of Yarmouk

Obradovich, J., & Gill, A. (2013). *The impact of corporate governance and financial leverage on the value of American firms* PhD MBA Faculty Lead. College of Business Administration Trident University International

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) . (2015) , " OECD principles of corporate governance", Available at www.OECD.com.org.

Zábojníková, G. (2016). *The audit committee characteristics and firm performance: Evidence from the UK*.