



دراسة الأثر التفاعلي بين آليات التحسين الإداري وإستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة: دراسة إختبارية على الشركات المسجلة فى البورصة المصرية

د/ أسماء إبراهيم عبد الرحيم

مدرس المحاسبة بالمعهد التكنولوجي العالي

بالعاشر من رمضان

ملخص الدراسة

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر آليات (بنود) التحسين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه - عمر المدير التنفيذي - ازدواجية المدير التنفيذي - استقلالية مجلس الإدارة) على قيمة المنشأة ، كما استهدفت الدراسة اختبار أثر التفاعل المشترك بين بنود التحسين الإداري واستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة . وقد إجريت الدراسة على عينة مكونة من ٥٠ شركة مسجلة فى البورصة المصرية فى الفترة من (٢٠١٣-٢٠١٧) ، وقد افترضت الدراسة وجود علاقة ايجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي وقيمة المنشأة، وعلاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة وعلاقة ايجابية بين ازدواجية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة وعلاقة ايجابية بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة ، وقد اعتمدت الدراسة فى قياس قيمة المنشأة على نموذج Tobin's Q (الاداء السوقي).

وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطى المتعدد لدراسة العلاقة بين آليات (بنود) التحسين الإداري وقيمة المنشأة ، وقد أشارت النتائج بوجود علاقة ايجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي - ازدواجية المدير التنفيذي - استقلالية مجلس الإدارة) وقيمة المنشأة بالنسبة لنموذج (Tobin's Q)، وعدم وجود علاقة معنوية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة بالنسبة لنموذج (Tobin's Q) ، كما اوضحت النتائج بوجود علاقة ايجابية بين متغير التفاعل المشترك بين فترة بقاء المدير التنفيذي واستقلالية مجلس الإدارة - التفاعل المشترك بين ازدواجية المدير التنفيذي واستقلالية مجلس الإدارة) وقيمة المنشأة لنموذج (Tobin's Q) ، وجود علاقة سلبية بين متغير التفاعل المشترك بين عمر المدير واستقلالية المجلس وقيمة المنشأة بالنسبة لنموذج (Tobin's Q).

الكلمات المفتاحية: التحسين الإداري - قيمة المنشأة - استقلالية مجلس الإدارة.

Study the interactive effect between managerial entrenchment and board independence on firm value

Empirical study in firms listed at Egyptian Stock Exchange

Abstract

This study aimed to test the effect of managerial entrenchment (CEO Tenure - CEO Age - CEO Duality and Board independence) on firm value. The study also aimed to test the effect of interaction between items of managerial entrenchment and Board independence on firm value. This study using sample (50) firms listed at Egyptian Stock Exchange in the period (2013-2017). The study hypothesis a positive relationship between the CEO tenure and the firm value, a negative relationship between CEO age and firm value , a positive relationship between CEO Duality and firm value and a positive relationship between board independence and firm value. The study was based on measuring the firm value on the Tobin's Q model (market performance). Used the Multiple linear regression model to study the relation between managerial entrenchment and firm value. The results indicated that there was a positive relationship between CEO Tenure – CEO Duality - board independence and firm value for Tobin's Q model, no significant relationship between the age of the CEO and the value of the company for Tobin's Q model. The results also showed that there is a positive relation between(interaction of CEO Tenure and Board independence - interaction of CEO Duality and Board independence) and firm value For Tobin's Q model ,and there is a negative relation between interaction of CEO Age and board independence for Tobin's model.

Key Words: Managerial Entrenchment -Firm Value- Board independence

مقدمة

تظهر عملية الوكالة عندما يقوم أفراد يسمون (الأصلاء) بتفويض فرد أو أفراد يسمون الوكلاء لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم وتتضمن تلك الخدمات سلطة اتخاذ القرارات، ويتم تحديد الاختصاصات والمسئوليات وحقوق كل طرف من خلال العقد المبرم بينهم (Baiman,1990).

وقد ترتب على ذلك أن أصبحت المنشأة عبارة عن مجموعة من العلاقات التعاقدية، أو مجموعة مختارة من الأفراد الذين قبلوا التعاون، ويؤدي كل فرد عمله من خلال المجموعة حيث أن مخرجات هذا التعاون أكبر من مجموع مخرجات كل فرد على حدة، ويعمل كل فرد بدافع من منفعة الذاتية مما يزيد من تعارض المصالح مع الأطراف الأخرى للوحدة الاقتصادية، إلا أنهم (الأفراد داخل الإدارة) يدركون أن نصيبهم في النهاية يتوقف إلى حد كبير على بقاء الفريق في منافسته مع الفرق الأخرى، وهذا يعني أن هناك مصلحة عامة بين أعضاء الفريق تجعلهم يسعون جميعاً نحو بقاء التنظيم في سوق التنافس. (Fama,1980).

تتعرض المنشآت لنوعين من مشاكل الوكالة وهما (مشاكل الوكالة من النوع الأول Type I agency Problem) ويطلق عليها أيضاً مشاكل الوكالة الرأسية . وتنشأ نتيجة للفصل بين الملكية والإدارة ، ويمكن أن يترتب على هذا النوع من المشاكل عدم عمل المدير (الوكيل) بشكل فعال على تحقيق مصالح المساهمين (الأصيل) ويعرف ذلك بنموذج الأصيل - الوكيل مشاكل الوكالة من النوع الثاني (Type II agency problem). ويطلق عليها أيضاً مشاكل الوكالة الأفقية. وتنشأ نتيجة التعارض بين المساهمين المسيطرين وغير المسيطرين ، حيث يسعى المساهمين المسيطرين إلى تحقيق منافع خاصة على حساب المساهمين غير المسيطرين (Jana kiraman et al., 2010). ويعرف ذلك بنموذج الأصيل - الأصيل (Young et al., 2008& Luo et al., 2012) وفقاً لنظرية الوكالة فإن المديرين التنفيذيين يمتلكوا أهداف تختلف عن أهداف المساهمين فهم يسعون لتحقيق مصالحهم وتجنب المخاطر (Serfling,2014) وبالتالي سوف يسعون إلى تحقيق مصالحهم على حساب مصالح المساهمين .

ويمكن ان يرجع التعارض في المصالح بين المديرين والمساهمين إلى أن المديرين ربما يتمتع بمزايا ومنافع إضافية بجانب المرتبات ، أن المديرين ربما يكونوا متجنبين للمخاطر أكثر من المساهمين والذي يمكنهم من تنويع مخاطرتهم بشكل أفضل ، أن المديرين يبنون قراراتهم على

مدى زمنى أقصر من المساهمين . وذلك من أجل تعزيز الأداء المحاسبي فى الأجل القصير، وفى المقابل زيادة مكافاتهم ، وفى المقابل يخفض قصر نظر المديرين فى الاستثمارات طويلة الأجل التى تدعم نمو المنشأة ، ومن ثم تؤثر على قيمة المنشأة فى الأجل الطويل . (Lambert and Larcker ,1991).

مشكلة البحث

يمثل التحصين الإدارى أحد المظاهر البارزة لمشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين (Jensen and Ruback, 1983) فآليات التحصين الإدارى يمكن أن تسمح للمديرين بالسعى نحو تحقيق مصالحهم الذاتية وتحقيق الثروة على حساب المساهمين الخارجيين ، وينشأ التحصين الإدارى من استعداد المديرين للتحرر من رقابة المساهمين من أجل تعظيم منافعهم الذاتية على حساب المساهمين الخارجيين (Pige,1998)، وبصفة عامة يمكن تعريف التحصين الإدارى بأنه اكتساب المديرين سلطة أكبر من سلطتهم ، والتى تمكنهم من استخدام منصبهم فى المنشأة لتحقيق مصالحهم الذاتية بدلا من المساهمين .(Weisbach,1988). كما عرف (Berger et al.,1997) التحصين الإدارى بأنه إلى أى مدى لم يلتزم المديرين بقواعد العمل فى إطار النطاق الكامل لحوكمة الشركات وآليات الرقابة. متضمنه المراقبة بواسطة المجلس ، التهديد العزل، المكافآت المبنية على الأداء، أو حوافز الأسهم .وفى ضوء تعريف التحصين الإدارى فإن المدير المتحصن ربما يكون له تأثيره على قيمة المنشأة . فقد أشار (Core et al.,1999) أن التحصين الأدرى وضعف آليات الحوكمة يرتبط سلبيا بالأداء التشغيلى والمالى. بالإضافة إلى ذلك فإن بعض الدراسات تظهر أن المديرين المتحصنين من المحتمل أن يختاروا سياسات استثمارية ومالية لاثقق مصالح العديد من المساهمين فى المنشأة.وتسمح للمديرين بتحقيق مصالحهم الذاتية وهو ما قد ينطوى على تأثيرات عكسية على قيمة المنشأة .

(Hun and kumar, 2004& Kang et al., 2006 & Kumar and Rabino- vitch,2013). فقد أوضح (Musteen et al., 2006) ان هناك آليات عديدة للتحصين الإدارى متمثلة فى مدة بقاء المدير التنفيذى فى منصبه (CEO Tenure) ، عمر ومكانه المديرين التنفيذيين (CEO Age Or Position) ازدواجية المديرالتنفيذى(CEO Duality) لها تأثير على اداء وقيمة المنشأة. فقد أوضح (Horstmeyer, 2019 & Antia et al.,2010) أن مدة بقاء المدير التنفيذى فى منصبه بدون رقابة من المديرين الخارجيين فى

المجلس قد تدفعه الى تصرفات اكثر انتهازية بسبب امتلاكه الفرصة والوقت الكافي لبناء التحالفات وتجميع القوة ، وهو ما قد يزيد من احتمالية قوته وسعية نحو تحقيق مصلحة الذاتية ، وهو أيضا قد يضر بمصالح المساهمين ويؤثر على قيمة المنشأة ، ولا شك وان وجود اعضاء خارجين فى المجلس قد يحد من تلك التصرفات الانتهازية ، ويؤثر على اداء المنشأة وقيمتها .

وفقا لنظرية الوكالة فان المديرين التنفيذيين يمتلكوا أهداف قد تختلف عن أهداف المساهمين، فالمديرين يسعون لتحقيق مصالحهم الذاتية وتجنب المخاطر . وفى المنشآت التى يسعى مختلف الأطراف فيها إلى تحقيق مصالحهم الذاتية ، فان استقلالية مجلس الإدارة ، يعد عامل حاسم فى الحد من تلك الانتهازية . ويرجع ذلك إلى أن المديرين المستقلين (غير التنفيذيين) لديهم الدافع لبناء سمعة جيدة بسبب وجود منافسة بينهم فى سوق العمل (Fama and Jensen,1983)، بالإضافة إلى ان وجود المديرين غير التنفيذيين داخل المجلس قد يساعد على تسوية أى خلافات إدارية داخلية ، كما يعزز العلاقة بين الإدارة وأصحاب المصالح . فقد أشار (Ammari et al,2016) ان استقلالية مجلس الإدارة عامل حاسم فى اداء المنشآت الفرنسية . فمجلس الإدارة المستقل يهيمن على مديرين خارجيين قادرين على التعامل مع مسئوليات المجلس وحماية مصالح المساهمين من انتهازية المديرين التنفيذيين (Horstmeyer,2019& Fama and Jensen ,1983a) . لذا يمكن القول أن استقلالية المجلس هى محدد لاداء المنشأة وترتبط بتحسين الأداء . فقد أشار كلا من (Black and Rachinsky,2006 & Lefort and Urzua,2008) أن وجود أعضاء مجلس الإدارة خارجين فى المجلس ، يعزز الاداء المالى الايجابى للشركة . كما أوضح (Kor and Misangyi, 2008) أن المديرين الخارجيين لديهم مهارات جيدة ويمكنهم التأثير ايجابيا على الأداء المالى . كما أشار (Abidin et al.,2009) أن وجود نسبة كبيرة من المديرين الخارجيين فى المجلس له تأثير إيجابى على قيمة المنشأة.

مما سبق يمكن صياغه مشكلة البحث والتي تتمثل فى محاولة الاجابة على الاسئلة التالية
 ماهو أثر آليات (بنود) التحصين الإدارى (عمر المدير التنفيذى - مدة بقاء المدير التنفيذى فى منصبه- ازدواجية المدير التنفيذى- استقلالية مجلس الادارة) على قيمة المنشأة ؟
 ماهو الأثر التفاعلى بين آليات (بنود) التحصين الإدارى (عمر المدير التنفيذى - مدة بقاء المدير التنفيذى - ازدواجية المدير التنفيذى) واستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة؟

أهمية البحث

تتمثل أهمية البحث فيما يلي :

١. محاولة فهم الأثر الاضافى لبنود التحصين الادارى على قيمة المنشأة فى ظل استقلالية مجلس الادارة من خلال دراسة الأثرالتفاعلى بين آليات(بنود)التحصين الادارى (فترة بقاء المدير فى منصبه - عمر المدير التنفيذى - ازدواجية المدير التنفيذى) واستقلالية مجلس الادارة على قيمة المنشأة .
٢. يسهم البحث فى اختبار القوة التفسيرية لكل من أثر آليات التحصين الأدارى على قيمة المنشأة و الأثرالتفاعلى بين آليات التحصين واستقلالية مجلس الادارة على قيمة المنشأة من خلال ما تمثله نتائج البحث من أدلة قد تدعم استقلالية مجلس الادارة مع ما ينادى به دليل حوكمة الشركات المصرى الصادر فى مارس ٢٠١١ .

هدف البحث

تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

١. دراسة أثر آليات (بنود) التحصين الادارى (عمر المدير التنفيذى - فترة بقاء المدير التنفيذى - ازدواجية المدير التنفيذى- استقلالية مجلس الادارة) على قيمة المنشأة .
٢. دراسة الاثر التفاعلى لآليات (بنود) للتحصين الادارى (عمر المدير التنفيذى - فترة بقاء المدير التنفيذى - ازدواجية المدير التنفيذى) واستقلالية المجلس على قيمة المنشأة .

خطة البحث

فى ضوء مشكلة البحث وتحقيقا لاهدافه ، تتضمن خطة البحث خمسة أقسام .

القسم الأول: نظرية الوكالة .

القسم الثانى: العلاقة بين التحصين الادارى وقيمة المنشأة

القسم الثالث: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.

القسم الرابع: تصميم البحث .

القسم الخامس: مناقشة وتفسير النتائج .

القسم الأول

نظرية الوكالة

تظهر عملية الوكالة عندما يقوم أفراد يسمون (الأصلاء) بتفويض فرد أو أفراد يسمون الوكلاء لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم وتتضمن تلك الخدمات سلطة اتخاذ القرارات، ويتم تحديد الاختصاصات والمسئوليات وحقوق كل طرف من خلال العقد المبرم بينهم (Baiman,1990).

وقد ترتب على ذلك أن أصبحت المنشأة عبارة عن مجموعة من العلاقات التعاقدية، أو مجموعة مختارة من الأفراد الذين قبلوا التعاون، ويؤدي كل فرد عمله من خلال المجموعة حيث أن مخرجات هذا التعاون أكبر من مجموع مخرجات كل فرد على حدة، ويعمل كل فرد بدافع من منفعة الذاتية مما يزيد من تعارض المصالح مع الأطراف الأخرى للوحدة الاقتصادية، إلا أنهم (الأفراد داخل الإدارة) يدركون أن نصيبهم في النهاية يتوقف إلى حد كبير على بقاء الفريق في منافسته مع الفرق الأخرى، وهذا يعني أن هناك مصلحة عامة بين أعضاء الفريق تجعلهم يسعون جميعاً نحو بقاء التنظيم في سوق التنافس. (Fama,1980)

وفقاً لنظرية الوكالة ينظر للوحدة الاقتصادية على أنها مجموعة من التعاقدات الصريحة والضمنية Explicit and Implicit ومن ثم فإن بحوث نظرية الوكالة تركز على العلاقات التعاقدية المثلى بين أفراد التنظيم، ويذكر أن كثير من التعاقدات تلعب دوراً أساسياً في تفسير الاختيارات المحاسبية Accounting Choices، ومن هذا المنطلق يمكن القول أن نظرية الوكالة استخدمت لشرح وتفسير التعاقدات، وما ينشأ عنها من مشاكل في العمليات التعاقدية، لذا كان من اللازم دراسة الافتراضات التي تقوم عليها نظرية الوكالة لأغراض تحليل الاختيارات المحاسبية ودوافع هذه الاختيارات والآثار الناجمة عنها .

وقد حاولت دراسة (Eisenhardt,1989) صياغة الافتراضات التي تستند عليها نظرية الوكالة، وذلك من خلال مدخلين أساسيين هما :

١. النظرية الإيجابية للوكالة The Positive Theory of Agency

تركز هذه النظرية على المقاييس المحاسبية وذلك بهدف تفسير وتحليل والتنبؤ بما يدور داخل الوحدة الاقتصادية، وكذلك تحليل سلوك الإدارة العليا لاختيار سياسة محاسبية معينة دون سياسة أخرى.

ويمكن صياغة افتراضات النظرية الإيجابية للوكالة كما يلي :

- يسعى كل من الأصيل والوكيل لتعظيم دالة منفعتهما الذاتية Self – interest ويعمل كلاهما على زيادة رفاهيته، وبالتالي لا تتم كل تصرفات الوكيل - كمتخذ للقرارات - فى مصلحة الأصيل.
- كل من الأصيل والوكيل يتسم بالرشد الاقتصادي Economic Rationality بما لديهم من قدرة على التنبؤ بالثروة .
- أن الوحدة الاقتصادية مجموعة من التعاقدات ويتم إبرام هذه التعاقدات من أجل تخفيض تعارض المصالح Conflict of interests بين الأطراف المتعاقدة (كالإدارة ، المساهمين، الدائنين ،الموردين). (Watts and Zimmermn,1986)
- على الرغم من أن عمل كل من الأصيل والوكيل فى نفس البيئة إلا أن هناك تباين فى كمية ونوعية المعلومات، حيث أن الوكيل لديه كافة المعلومات العامة والخاصة بينما الأصيل لديه فقط المعلومات العامة .
- حيث أن الوحدة الاقتصادية مجموعة من التعاقدات فإنه ينتج عنها مجموعة من التكاليف ومن بينها تكاليف العمليات، تكاليف الوكالة (الضمان ،المراقبة ،الملاحظة، والإفلاس). (Watts and Zimmerman,1990)

وتعتمد النظرية الإيجابية للوكالة على السلوك التعاوني بين الأفراد وما ينتج عنه من مشاكل التعاقد Contracting Problems نظرا لتعارض المصالح بين هؤلاء الأفراد.

٢. نموذج الأصيل – الوكيل The Principal – Agent Model

يستخدم هذا النموذج فى دراسة وفحص العلاقة بين نظم المعلومات الخاصة بالوحدة وبين عقود العمل ورفاهية الأفراد المشتركين فى الوحدة الاقتصادية، وفى ظل هذا النموذج ينتقى الفرد تصرفاته بطريقة مثلى من وجهة نظر منفعتة الذاتية معتمدا على معلوماته الخاصة والتي يستمد جزءا منها من نظم المعلومات المحاسبية، ويفترض هذا النموذج مايلي :

- أن كل من الأصيل والوكيل يتسم بالرشد الاقتصادي Economy Rationality والقدرة على المنافسة.

- أن كل من الأصيل والوكيل يعمل بدافع من منفعتة الذاتية Self-Interest.
- أن الوحدة الاقتصادية عبارة عن مجموعة من التعاقدات، ويتم تحليل هذه التعاقدات لخفض التعارض فى المصالح Interest Conflict بين الأطراف.

- أن كل فرد داخل الوحدة (الوكيل) يحاول بذل أقل جهد Work-aversion ويتجنب المخاطر Risk-aversion، ويمكن القول أن كل من الأصيل والوكيل يتخذان موقفين مختلفين من المخاطر للأسباب التالية :
 - أن الوكيل يسعى إلى تحقيق منفعة الذاتية باستخدام ما لديه من معلومات حيث أن الوكيل لديه معلومات تفوق ما لدى الأصيل وبالتالي يتخذ القرارات التي لا تضره على الأقل.
 - أن الوكيل يعلم مستوى جهده المبذول والذي لا يستطيع الأصيل ملاحظته مباشرة.
- (Baiman,1990)

إن العلاقة التعاقدية دائما ما بين الملكية والادارة التي تقوم على أساس الفصل بينهما وجدت مشاكل عديدة تمثلت بمشاكل الوكالة ، وهذه المشاكل تتفاقم تباعا بسبب عدم تماثل المعلومات حيث تتعرض المنشآت لنوعين من مشاكل الوكالة وهما (مشاكل الوكالة من النوع الأول Type I agency Problem). وتنشأ نتيجة للفصل بين الملكية والإدارة ، ويمكن أن يترتب على هذا النوع من المشاكل عدم عمل المديرين بشكل فعال على تحقيق مصالح المساهمين. ويعرف ذلك بنموذج الأصيل - الوكيل . مشاكل الوكالة من النوع الثاني (Type II agency problem). وتنشأ نتيجة التعارض بين المساهمين المسيطرين وغير المسيطرين، حيث يسعى المساهمين المسيطرين إلى تحقيق منافع خاصة على حساب المساهمين غير المسيطرين (Janakiraman,et al.,2010). ويعرف ذلك بنموذج الأصيل - الأصيل (Young et al., 2008 & Luo et al., 2012). الأمر الذي دعا الإدارة متمثلة بمدراها إلى السعي نحو تحقيق مصالحها ، وهذا أثر بشكل سلبي على قيمة المنشأة، وفي اتجاه مضاد قام المالكين باتخاذ إجراءات أمان ورقابة من خلال الآليات التي اتخذوها على سلوكيات الإدارة.

ويتضح من ذلك ان مشاكل الوكالة من وجهه النظر التعاقدية للمنشأة ، أن يركز الوكلاء على ثروتهم الشخصية ومصالحهم على حساب المساهمين ويكون استبدالهم مكلف خاصة في حالة ضعف الرقابة من مجلس الإدارة ، حيث يحتفظ المجلس بخط الدفاع الأول للمساهمين ضد انتهازية الرؤساء التنفيذيين (Ferreira et al., 2014)، وقد اكدت نظرية الوكالة على ان المديرين التنفيذيين يمكن ان يستخدموا تحصينهم الإداري ضد المساهمين، وان المديرين التنفيذيين المحصنين أكثر عرضة للانخراط في عمليات الدمج والاستحواذ والتي قد تؤثر على قيمة المنشأة سلبا (Landier et al., 2013). يمثل مجلس الإدارة أداة فعالة للحد من مشاكل الوكالة، حيث ترى نظرية الوكالة ان فعالية مجلس الادارة في مراقبة المديرين امر ضروري.

فيمكن ان تستفيد المنشآت من الرقابة الخارجية التي يمكن أن يقدمها مجلس الإدارة. لحماية حصص أصحاب الأسهم المستثمرة وكذلك أصحاب الديون ، من المصلحة الذاتية الإدارية المحتملة ، وكذلك من خطر قيام المدير التنفيذي بمزج الأهداف الشخصية والتجارية (2002 Daily et al.,). وبالتالي فانه من وجهة نظرنظرية الوكالة ، ان استقلالية مجلس الادارة تلعب دورا مهما في اداء المنشأة ، لذا يتم تقديرقدرة أعضاء مجلس الإدارة على أن يكونوا مستقلين عند الإشراف على الأمور التشغيلية ، وحماية أصول المنشأة ، ومساءلة المديرين أمام أصحاب المصلحة في المنشأة لضمان نجاح المنشأة. والتأكيد على أن ممارسات المراقبة التي تتوافق مع مصالح المساهمين والمديرين وتمنع المديرين من تحقيق مصالحهم الذاتية . مما ينعكس إيجابياًعلى قيمة المنشأة ،و ستكون النتائج تعظيم الربحية وثرورة حملة الأسهم (Scott,1983&Fama ,1980). وبالتالي ، يتوقع أنصار نظرية الوكالة أنه عندما يكون مجلس الإدارة أكثر استقلالية عن الإدارة ، سيكون قيمة المنشأة أعلى، فقد أشار (Chen et al.,2014) ان مجالس الإدارة المستقلة فى وضع أفضل لحماية المساهمين وتقدم لعضائها إمكانية حماية سمعتهم كخبراء فى مراقبة القرار والتحكم فىة . فاستقلال المجلس يساوى سلطة المجلس وهو ما قد ينعكس ايجابيا على اداء وقيمة المنشأة .

القسم الثانى

العلاقة بين التحصين الإدارى وقيمة المنشأة

تعرض الباحثة فى هذا الجزء مفهوم التحصين الإدارى، علاقة التحصين الإدارى بقيمة المنشأة.

اولاً: مفهوم التحصين الإدارى

يحدث التحصين الإدارى عندما يستخدم المديرين سلطتهم فى تحقيق المصالح الشخصية بدلا من مصالح المساهمين (Weisbach,1988) ، فقد عرف (Berger et al,1997) التحصين الإدارى بانه إلى أى مدى لم يلتزم المديرين بقواعد العمل فى إطار النطاق الكامل لحوكمة الشركات وآليات الرقابة ، متضمنة المراقبة بواسطة المجلس ، التهديد العزل أو الاستيلاء ، حوافز الاسهم أو المكافآت المبنية على الأداء. كما عرف (Rodrigues and Antonis,2011) التحصين الإدارى بانه موقف يتسم بامتلاك المديرين لسلطة أكبر من سلطتهم مقارنة باصحاب المصالح الأخرى فى المنشأة . بمعنى أنهم يمتلكون لقوة أكبر من

الأطراف الأخرى التي تعتمد على استدامة وأداء المنشأة. كما عرف أيضا (Paquerot, 1997), التحصين على أنه الاستراتيجيات التي يستخدمها المديرين لتغيير البيئة (هيكل الرقابة، والمنافسة في سوق العمل، والعلاقات مع الشركاء) لزيادة قوتهم ضد المساهمين ومختلف الشركاء في المنشأة. ويتضح من تعريف التحصين الإداري ان المديرين المتحصنين ربما يختاروا السياسات الاستثمارية التي تحقق مصالحهم دون النظر الى مصالح المساهمين (Kumar and Rabinovitch, 2013)، وهو ما قد ينعكس على أداء المنشأة. فعندما يساهم المديرين في زيادة إداء المنشأة فإنه يمكن القول بامتلاك المديرين لقوة عن أصحاب المصالح الآخرين، وتعتبر تلك القوة شرعية، حيث أنها تتبع من اعتراف المنشأة بقدرة المديرين والادارة على تحسين الأداء. (عفيفي، ٢٠١٧)

ثانيا : التحصين الإداري وقيمة المنشأة

توضح نظرية الوكالة سبب نشأة التعارض بين المدير - حملة الاسهم، وخاصة عندما يكون لدى المديرين أهدافا مختلفة عن المستثمرين الخارجيين ويعملون على تحقيق مصالحهم الشخصية عندما تنشأ فرصا لذلك، ويكون ذلك على حساب المستثمرين الخارجيين، وان تلك الفرض تنشأ في المنشآت التي تتسم بغياب آليات فعالة للمراقبة والانضباط (ضعف الحوكمة)، وقد تأتي إستراتيجيات التحصين الأداري كنوع من رد الفعل من قبل المديرين لضعف الاليات الرقابة المختلفة سواء الداخلية أو الخارجية. تشير استراتيجية التحصين الإداري أن المديرين التنفيذيين سوف يحصنون انفسهم من خلال ممارستهم لسياسات تحقق مصالحهم الذاتية والتي لاتعظم من قيمة المساهمين. (Shleifer and Vishny, 1989) وتطبق إستراتيجيات التحصين بواسطة المديرين بهدف يجعل من الصعوبة أن يتم الاستغناء عنهم، حيث يحاول المدير التنفيذي اجراء مزيد من الاستثمارات في الأصول والاستفادة من منصبه. ينظر إلى المدير التنفيذي على انه محصن إداريا عندما يتعزز على مجلس الإدارة فصلة بسهولة (عفيفي، ٢٠١٧). حيث تسمح استراتيجية التحصين الإداري للمديرين بتزايد قوتهم عن أصحاب المصالح، وهو ما قد يؤثر على اداء وقيمة المنشأة، وفي ظل ذلك يمكن القول بان التحصين الإداري ينجم عن مصدر غير شرعي. حيث يشوة المدير الثروة، بمعنى أن المديرين لايقومون بما يجب عمله. حيث يمكن أن يأخذ ذلك شكل استثمارات أكثر أو استثمارات أقل في بعض الأحيان، أو اختيار المساعدين. أي أن نشأة وزيادة التحصين الإداري يكون ضد مصالح المساهمين (Rodrigues and Antonio, 2011). أما إذا كانت

الزيادة فى سلطة المديرين مصحوبة بالزيادة فى اداء المنشأة. فان ذلك يعنى قدرة المديرين على خلق الثروة وبالتالي تلك القوة ترى بانها شرعية. تشير بعض الدراسات (Chen et al,2008 & Harford et al,2012) بان فى ظل التحصين الإدارى تكون المنشآت عرضة لضعف الاداء بشكل جوهري وايضا عرضة لاجراء توزيعات أقل ، ورفع مالى أكبر ، حيث يسمح التحصين الأدارى للمديرين بالسعى نحو تحقيق مصالحهم الخاصة واستخلاص الثروة على حساب المساهمين الخارجيين .كما أشار (Shleifer and Vishny,1989)، ان زيادة التحصين الإدارى للمديرين التنفيذيين قد يكون مدمر ، لانه يسمح للمديرين بالابتعاد عن الرقابة التى يمارسها عليهم حملة الاسهم، من خلال ربط ربحية المنشأة بوجود المدير التنفيذى ، ومن خلال الاستثمارات التى تقلل من المنافسة فى سوق العمل أى اتباع سياسة استثمار دون المستوى الامثل ، والتى تعمل على نقل الثروة من المساهمين إلى المديرين التنفيذيين ، ويؤكد ذلك (Jensen and Rubak, 1983) ويرى بان تحصين المديرين يكون ضد مصالح المساهمين وفعاليات المنشآت .أما فى حالة انخفاض درجة التحصين الإدارى فأن المديرين التنفيذيين يطوروا الاستراتيجيات التى تسمح لهم بزيادة سلطتهم على المساهمين من خلال الاستثمار فى أنشطة أساسية طويلة الأجل (البحث والتطوير). (Baysinger et al,1991) على الرغم من ان التحصين المديرين التنفيذيين متصور أنه ضد مصالح المساهمين ، الا انه هناك وجهه نظر أخرى ترى أن التحصين يمكن أن يزيد من التقارب بين مصالح المديرين والمساهمين (Baukaran,2014). فالتحصين الإدارى ليس دائما مرادفا لعدم الكفاءة ، فقد يكون فعال اذا كان قادرا على إضافة قيمة للمنشأة ، وتجنب خسائر كبيرة فى الاجل القصير والمتوسط ،أو توفير شبكة حيوية من العلاقات للمنظمة لضمان تطورها وبقائها . كما يدفع المديرين التنفيذيين إلى الاستثمار فى مشروعات أكثر خطورة وبالتالي اكثر ربحية ، وهو ما قد ينعكس على اداء وقيمة المنشأة ، حيث قد يستفيد كل من المساهمين عن طريق توفير مزيد من الربحية ، كما قد يستفيد المديرين أنفسهم فى الحفاظ على مناصبهم بعد توفير للمساهمين مزيد من الربحية (عيفى، ٢٠١٧). وقد أشارت العديد من الدراسات (Kokeno&Ammari et al,2016 & Limbacht al.,2016 Aubert et al., 2014&and Muturi,2016) الى وجود بعض من آليات (بنود) التحصين الإدارى التى من الممكن أن تكون مرتبطة بقيمة المنشأة. وتوفر الباحثة فى الجزء التالى توضيح لهذه الآليات .

١. فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه CEO Tenure

تعد فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه (عدد السنوات التي شغلها الرئيس التنفيذي منصب المدير التنفيذي) الركن الأكثر أهمية في عملية وضع اطار للتحصين الإداري. فقد اوضح (Aubert et al.,2014) أن مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ترتبط إيجابيا بالجودة والمهارة الإدارية.

بمرور الوقت فان طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ترتبط بمزيد من التحصين الإداري ، ويرجع ذلك إلى أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه تؤثر على اتخاذ القرارات (Wanrong et al., 2013) وسياسات الاستثمار (Serfling, 2014) ، وعمليات الاستحواذ (Soojin, 2013) واختيار وضع الملكية (Xie, 2014)، فكلما طالت فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه كلما كان محصنا ، ومن المحتمل أن يزيد ذلك من قوته في السعي نحو تحقيق مصلحته الشخصية. فتثبيت المدير التنفيذي في منصبه تجعل المدير التنفيذي قادر على تحقيق مصلحته الشخصية. بالاضافة إلى أنه يكون قادر على اكتساب نظم المعلومات الداخلية للمنشأة، وبذلك يكون قادر على الاستحواذ على معلومات عن أداء المنشأة. (Hill and Phan ,1991)، وتشير نظرية الوكالة إلى أن المديرين التنفيذيين الذين يشغلون مناصبهم لفترة طويلة ربما يصبحون أكثر تحصينا للأسباب التالية :

(Hill and Phan,1991 & Cook and Burrese,2013 عيفى ٢٠١٧)

١. في ظل الثبات الوظيفي يزيد تأثير المدير التنفيذي الأول نتيجة لسجل الأداء الجيد
٢. المدير التنفيذي الأول الذي يشغل منصبه لفترة طويلة قد يؤثر على تشكيل مجلس الإدارة ، وذلك من خلال تعيين مديرين جدد يدينون له بالولاء .
٣. المدير التنفيذي الأول قد تزيد قوته النسبية في ظل اكتسابه رقابة على نظم الاجراءات والمعلومات الداخلية وقد يمنحه ذلك القدرة على الاستحواذ على معلومات ملائمة أو التأثير على برنامج وخطة مجلس الإدارة.

ففي ظل استمرار المدير التنفيذي في منصبه لفترة طويلة فإنه من المحتمل أن يصبح متحصنا أكثر في وظيفته بسبب أنه يمتلك فرصة أكبر ووقت كاف لبناء تحالفات وتجميع للقوة. نتيجة لذلك ، يتجه المدير التنفيذي نحو سيطرة أكثر على المجالس وآليات الرقابة الداخلية الأخرى، ومن المحتمل أكثر أن يسعى إلى تحقيق مصلحته الخاصة بدلا من مصالح المساهمين، وهو ما قد يؤثر على الأداء. (Chenet al.,2012)، فقد اوضحت دراسة

(Limbach et al.,2016) أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه سوف تساعد المدير على إقامة المزيد من العلاقات من داخل وخارج المنشأة ، والتي قد يترتب عليها حصيلة من المنافع للمدير التنفيذي ، وان زيادة هذه المنافع يترتب عليها زيادة التأثير السلبي على إداء المنشأة. كما أوضحت دراسة دراسة (Ammari et al,2016) أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه تجعل المدير يختار المشروعات الأكثر خطورة والاعلى ربحية ، وهو ما قد يؤثر على اداء وقيمة المنشأة .

وعلى النقيض من ذلك أشارت بعض الدراسات (Katerina,2018&Diks,2016) بان طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه قد تجعل المدير أكثر خبرة وأكثر تركيز على المشروعات طويلة الاجل والربح طويل الاجل ، وهو ما قد يؤثر ايجابيا على أداء وقيمة المنشأة.

٢. عمر المدير التنفيذي CEO Age

يعد عمر المدير التنفيذي أحد اركان عملية وضع اطار للتحصين الاداري. فقد أهتمت الدراسات باختبار تأثير عمر المدير التنفيذي على أداء المنشأة. فقد أوضح (Serfling, 2014) بان طول عمر المدير التنفيذي والمعبر عنه بالسن هو مؤشر للتحصين الاداري للمديرين التنفيذيين. العمر يعكس تجربتهم في إدارة المنشأة والتعامل مع العنصر البشري ، وانه من الممكن أن يتجنب المدير التنفيذي الاستثمار في المشروعات الاستثمارية الأكثر خطورة والأكثر ربحية رغبة منه في عدم زعزعه استقراره الوظيفي. فقد أشار (Diks, 2016) بوجود علاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي وإداء المنشأة ، ويرجع ذلك الى ان المدير التنفيذي الأكبر عمرا أقل حافز لعرض مزيد من الافكار الجديدة بخصوص تطوير المنشأة ، كما أنه أقل مخاطرة للانخراط في المشروعات الاستثمارية الكبيرة والأكثر خطورة ، وعادة يفضل طريقة أكثر انما لقيادة المنشأة، وهو ما قد يؤثر على أداء المنشأة. كما أشارت دراسة (Cilne and Yore,2016) الى ارتباط عمر المدير التنفيذي بعلاقة سلبية بإداء المنشأة .

٣. ازدواجية المدير التنفيذي CEO Duality

تؤيد نظرية الوكالة أن القيادة المركزية للمنشأة(الجمع بين منصبى المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة) تؤدي إلى تحصين المدير التنفيذي وانخفاض استقلال مجلس الإدارة، في حين أن توزيع المسؤوليات والأدوار بين شخصين منفصلين سيققل من القوة الشاملة للمدير (Overall Power) ، ويؤدي إلى زيادة كفاءة المجلس فى أداء دورة الرقابي والاشرفى (Miglianietal., 2015) كما توضح نظرية الإشراف (Stewardship Theory) أن الجمع

بين منصبى المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة يعطى المدير التنفيذى قوة أكبر ، ويوفر له حافز على الانجاز كما أنه يزيل أى غموض داخلى أو خارجى فيما يتعلق بالمسئولية عن تحقيق النتائج ويقلل من الارتباك (Confusion) والصراع المحتمل بينهما، كما يسهل كفاءة وفعالية اتخاذ القرارات الاستراتيجية (Christensen et al., 2015). ويوصى دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى بأهمية الفصل بين منصبى المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة ، حيث أشار فى الفقرة (٦-٢-٥) إلى أنه يفضل الا يجمع ذات الشخص بين المنصبين فاذا تم الجمع بين المنصبين يتم توضيح أسباب ذلك فى التقرير السنوى. حيث ان ازدواجية المدير التنفيذى تمارس على انها تحصين غير محدود ، وان هذا التحصين يتم من خلال المنصب الرسمى. وبالتالي سوف يتمتع المديرين التنفيذيين بنفوذ أكبر ، وهذا قد يترتب عليه التأثير على تحقيق منافعهم الذاتية (Castaner and kavadis, 2013). فقد أوضح (Linck et al., 2008) ان ازدواجية المدير التنفيذى قد تدفعه الى التأثير على البيانات المالية للمنشأة، وهو ما قد يؤثر على اداء المنشأة. كما أوضح (Daily and Dilton , 1994) ان ازدواجية المدير التنفيذى يزيد من احتمالية افلاس المنشأة ، لان القوة الممنوحة للمدير التنفيذى ستسمح له بالابقاء على الوضع الراهن للمنشأة حتى لو كان الأداء ضعيف . أى ان المدير التنفيذى لن يسعى لتحسين الاداء فى حالة الضعف أو زيادته فى حالة القوة . لذا يرى (Krause and semadeni, 2013) ضرورة فصل دور المدير التنفيذى عن رئيس مجلس الإدارة له دور إيجابى على أداء المنشأة. وقد تناول العلاقة بين ازدواجية المدير التنفيذى واداء المنشأة على نطاق واسع ، وقد توصلت نتائج الدراسات الى نتائج مختلطة (Gove and junkunc, 2013 & Moussa et al., 2013 & Kaur and Singh, 2018 & Daltom and Dalton, 2011) وقد رجحت تلك الدراسات أن الازدواجية تؤدي إلى تركيز السلطة فى يد شخص واحد، وبذلك جعل الدور الرقابى للمجلس غير فعال. فالازدواجية تقيد من استقلال المجلس وتخفف من إمكانية قيام المجلس بدور الاشراف . وتتسق وجهة النظر تلك مع نظرية الوكالة، بسبب أن الازدواجية تؤسس لتحصين المدير التنفيذى من خلال تخفيض مراقبة وفعالية المجلس، وقد أكد (Fama and Jensen 1983b) على أن الازدواجية تعد مؤشرا على أن القرار والرقابة عليه لم يتم الفصل بينهما ، مما يجعل من الصعوبة للمديرين أن يكونوا صادقين عند تقييم الأداء.

٤. استقلالية المجلس Board Independence

يعد مجلس الإدارة أحد الآليات الحاكمة لأداء المديرين في المنشأة من وجهة نظر حملة الأسهم، ويتولى مجلس الإدارة مهمة الرقابة على أداء المديرين للحد من سلوكهم غير المرغوب، ووضع استراتيجيات المنشأة التي تهدف إلى تعظيم الأرباح. ولكي يستطيع مجلس الإدارة أن يؤدي مهامه على الوجه الأكمل لابد ان يتمتع بدرجة استقلالية. يقصد باستقلالية مجلس الإدارة هو أن يكون معظم أعضاء مجلس الإدارة أعضاء خارجيين (غير تنفيذيين) (دليل حوكمة الشركات المصري ، ٢٠٠٥)، يعتبر استقلال مجلس الإدارة محدد أساسى لكفاءة المجلس ومدى قيامه بمهامه الإشرافية والرقابية ، ويرتبط استقلال المجلس بعلاقة موجبة بأداء المنشأة فهو يقلل من مخاطر التحصين الإدارى Managerial Entrenchment ، نظرا لما يتمتع به الأعضاء المستقلون من خبرات موضوعية فى عملية صنع القرار ، (Mamatzakis and Bermpei, 2015)، ويتفق ذلك مع نظرية الوكالة (Agency Theory) التى ترى أن استقلال المجلس يعزز من الرقابة على أنشطة الإدارة ، ويحد من تضارب المصالح بين الملاك والمديرين ، وهو ما يقلل من تكاليف الوكالة (Liao, et al., 2015). أما نظرية أصحاب المصالح فترى أن المديرين المستقلين لديهم حافز أكثر لحماية حقوق أصحاب المصلحة، ويتوافر لديهم وعى باحتياجاتهم وتوقعاتهم خوفا من تكاليف السمعة الكبيرة التى يتحملونها فى حالة فشل المنشأة (Chen and Zhang, 2014). وتأكيد على أهمية استقلال مجلس الإدارة أشار دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصري الصادر فى مارس (٢٠١١) فى الفقرة (٤ - ٢-٥) إلى أنه يجب أن يكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين والمستقلين أو أن يكون ثلث الأعضاء كحد أدنى مستقلين ويتمتعون بمهارات فنية وتحليلية. نظرا لانه إذا لم يكن المجلس مستقلا فإن مراقبة الإدارة سوف تكون ضعيفة. فقد وجد (Rosenstein and Wyatt, 1990) علاقة موجبة بين نسبة المديرين غير التنفيذيين فى المجلس وأداء المنشأة. ويؤيد ذلك أن المديرين المستقلين يمتلكون الخبرة فى الإدارة وإتخاذ القرارات ، كما انهم أقل ذاتية لتعارض المصالح وأكثر حرصا على حقوق حملة الأسهم (Fama and Jensen, 1983A,B)، وعلى النقيض من ذلك فقد أشار (Franksetal., 2001) بان المديرين غير التنفيذيين المستقلين يتسمون عادة بالافتقار إلى المعلومات عن المنشأة ، ولا يمتلكون المهارات الوظيفية المطلوبة ، وبالتالي يفضلون أن يلعبوا دورا فى المراقبة أقل. وقد أيدت العديد من الدراسات وجهه النظر التى ترى بوجود علاقة

إيجابية بين استقلالية المجلس وأداء المنشأة ومنها دراسة كلا من (Rashid, 2018 & Rutledge et al., 2016 & Am-eret al, 2014) موضحة أن المنشآت التي لديها نسبة عالية من المديرين غير التنفيذيين تكون أكثر قدرة على الاهتمام بمصالح المساهمين والسيطرة على معدلات الرفع المالي وتعزيز الأوضاع المالية للمنشأة.

القسم الثالث

الدراسات السابقة وتطوير الفروض

يهدف هذا القسم إلى دعم الدراسات التحليلية في القسم السابق بدراسات اختبارية عن العلاقات بين متغيرات البحث بما يسهم في تطوير فروضة ويتم تصنيف الدراسات السابقة إلتساقا مع الاجزاء السابقة إلى دراسات عن العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وإداء وقيمة المنشأة، دراسات عن العلاقة بين ازدواجية المدير التنفيذي وإداء وقيمة المنشأة، وإخيرا دراسات عن العلاقة بين استقلالية مجلس الادارة وإداء وقيمة المنشأة.

اولا: الدراسات السابقة عن العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه CEO

Tenure وقيمة المنشأة

دراسة (Limbach et al., 2016)

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وإداء المنشأة، وقد افترضت الدراسة أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه لها فوائد للمنشأة من حيث الخبرة بمجال الصناعة وتخفيض التكاليف. وقد اجريت الدراسة على عينة مكونه من ١٥٠٠ شركة (١٢٤٢٧ مشاهدة) في الفترة (١٩٩٨-٢٠١١). تم قياس أداء المنشأة بنموذج Tobin's Q، كما تم قياس فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، بعدد سنوات بقاء المدير في منصبه. وقد أشارت نتائج الدراسة بوجود علاقة مقلوبة على شكل حرف U بين فترة بقاء المدير التنفيذي وإداء المنشأة. كما أوضحت الدراسة أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه سوف تساعد المدير على إقامة المزيد من العلاقات من داخل وخارج المنشأة، والتي قد يترتب عليها حصيلة من المنافع للمدير التنفيذي، وان زيادة هذه المنافع يترتب عليها زيادة التأثير السلبي على إداء المنشأة.

دراسة (Ellili, 2012)

استهدفت هذه الدراسة اختبار درجة التحصين الإداري وتأثيرها على أداء المنشأة. وقد افترضت الدراسة وجود علاقة سلبية بين مؤشرات نموذج التحصين الإداري وأداء المنشأة، اعتمدت الدراسة في بناء نموذج التحصين الإداري على كل من الخصائص الشخصية للمدير (عمر المدير التنفيذي - فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة) وعلى هيكل ملكية المنشأة. وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٨١٥ شركة أمريكية في الفترة من (٢٠٠١-٢٠٠٤). وقد تم قياس أداء المنشأة بالعائد على المساهمين، وأشارت النتائج أن العلاقة بين مؤشرات التحصين الإداري وأداء المنشأة ليست دائماً علاقة سلبية. فالعلاقة بين مؤشرات التحصين الإداري وأداء المنشأة ليست خطية، تأخذ شكل العلاقة السلبية ثم الإيجابية، بشكل أكثر تحديداً، من المرجح أن يتصرف المدير الذي تكون درجة تحصينه ضعيفة لحساب مصالح المساهمين ولكن المدير الذي يتمتع بدرجة عالية من التحصين من الأرجح أن يدير المنشأة لغير صالح المساهمين.

دراسة (Ammari et al, 2016)

استهدفت الدراسة اختبار التحصين الإداري للمدير التنفيذي وأداء المنشأة لعينة مكونة من ١٠٤٠ مشاهدة، ١٣٨ شركة فرنسية في الفترة من (٢٠٠٠-٢٠١٣)، وقد اعتمدت الدراسة في بناء مؤشر التحصين الإداري على (عمر المدير التنفيذي - فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة - نسبة مكافأة المدير التنفيذي - نسبة مساهمة المدير التنفيذي في أنشطة المنشأة). وقد اعتمدت الدراسة في قياس الأداء على نموذج Tobin's Q، ومعدل العائد على الأصول وقد أشارت نتائج الدراسة بوجود علاقة إيجابية بين مؤشرات التحصين الإداري "فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة وإداء المنشأة" بالنسبة لكلا من مقياسي الأداء (نموذج Tobin's Q) ومعدل العائد على الأصول، وقد فسرت الدراسة ذلك بأن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة تجعل المدير يختار المشروعات الأكثر خطورة والأعلى ربحية، وهو ما قد يؤثر على أداء وقيمة المنشأة.

دراسة (Katerina,2018)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة والأداء المالي للمنشأة، وقد أجريت الدراسة على عينة من شركات الطاقة في الاتحاد الأوروبي في الفترة من (٢٠١٣-٢٠١٦)، واعتمدت الدراسة في قياس الأداء المالي للمنشأة على نموذج Tobin's Q

، ومعدل العائد على الاصول (ROA)، وقد توصلت نتائج الدراسة بوجود علاقة ايجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة (عدد سنوات بقاء المدير التنفيذي في منسبة) واداء المنشأة مقاسا بنموذج Tobin's Q، بينما لم تظهر النتائج تلك العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي واداء المنشأة مقاسا ب(ROA). وقد فسرت الدراسة ذلك بان فترة بقاء المدير التنفيذي قد تساعد على تطبيق الاستراتيجيات طويل المدى وهو ما قد يرتبط بتحسين الاداء. وفي ضوء الدراسات السابقة عن العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة واداء وقيمة المنشأة، اتضح من النتائج الدراسات انها نتائج مؤيدة للعلاقة الايجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة واداء وقيمة المنشأة.

في ضوء الدراسات السابقة يمكن صياغة الفرض الاول

يوجد علاقة ايجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة المنشأة .

ثانيا: الدراسات السابقة عن العلاقة بين عمر المدير التنفيذي CEO age وقيمة المنشأة

دراسة (Eduardo and Poole, 2016)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين عمر المدير التنفيذي - ونوع المدير التنفيذي (ذكر - انثى) والاداء المالي للمنشأة. وقد اجريت الدراسة على عينة مكونه من ٥٠٠ شركة امريكية (١٠٣٦) مشاهدة، في الفترة من (٢٠١٢-٢٠١٧)، وقد اعتمدت الدراسة في قياس اداء المنشأة على العائد غير العادي Abnormal return، قد أشارت نتائج الدراسة بعدم وجود علاقة معنوية بين عمر المدير التنفيذي واداء المنشأة.

دراسة (Kokeno and Muturi, 2016)

استهدفت هذه الدراسة اختبار اثر خصائص المدير التنفيذي ممثلة في (عمر المدير التنفيذي - المستوى التعليمي للمدير التنفيذي) على إداء المنشأة، وقد اجريت الدراسة على عينة من المنشآت المسجلة في بورصة نيروبي مكونه من ٢٨٢ منشأة في الفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٤)، اعتمدت الدراسة في قياس الاداء المالي على معدل العائد على الاصول (ROA)، استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطى المتعدد في دراسة العلاقة بين المتغيرات. وأشارت الدراسة بوجود علاقة ايجابية بين كل من عمر المدير التنفيذي ومستوى التعليم والاداء المالي للمنشأة. وقد فسرت الدراسة ذلك المديرون التنفيذيون ذو الخلفية الوظيفية والتعليمية الواسعة

لديهم فرصة أفضل لتقديم المعرفة والخبرة للمنشأة وهو ما قد ينعكس على تحسن الاداء وقيمة المنشأة.

دراسة (Diks , 2016)

استهدفت الدراسة اختبار خصائص المدير التنفيذي (عمر المدير التنفيذي - نوع المدير التنفيذي - فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة) واداء المنشأة ، وقد اجريت الدراسة على عينة مكونة من ٥٠٠ شركة امريكية في الفترة من (٢٠٠٠-٢٠١٥) ، اعتمدت الدراسة في قياس الأداء على نموذج Tobin's Q، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة واداء المنشأة ، وعلاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي ونوعه وقيمة المنشأة .

في ضوء الدراسات السابقة يمكن صياغة الفرض الثاني

يوجد علاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة

ثالثا: الدراسات السابقة عن العلاقة بين ازدواجية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة

دراسة (Rashid, 2010)

استهدفت هذه الدراسة اختبار تأثير ازدواجية المدير التنفيذي على اداء المنشأة ، وقد اجريت الدراسة على عينة مكونة من ٩٣ شركة مسجلة في بورصة دكا، و(٨٢٥ مشاهدة) في الفترة من(٢٠٠٠-٢٠٠٩)، وقد افترضت الدراسة وجود علاقة سلبية بين ازدواجية المدير التنفيذي واداء المنشأة . وتم قياس اداء المنشأة باستخدام معدل العائد على الاصول ونموذج Tobin's Q، كما استخدمت الدراسة نموذج 2-stage least square regression، وقد اشارت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين ازدواجية المدير التنفيذي واداء المنشأة باستخدام نموذج Tobin's Q. وعدم وجود علاقة معنوية بين اداء المنشأة وازدواجية المدير التنفيذي باستخدام مقياس معدل العائد على الاصول. وقد فسرت الدراسة النتائج بان هيكل القيادة المستقل من ازدواجية المدير التنفيذي مفيد للاداء الاقتصادي للمنشأة .

دراسة (Mouss et al , 2013)

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين مؤشرات التحصين الإداري ممثلة في (عمر المدير التنفيذي - استقلالية المدير التنفيذي - ازدواجية المدير التنفيذي - فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة - حجم مجلس الإدارة) والاداء المالي للمنشأة. وقد اجريت الدراسة على عينة من المنشآت الفرنسية مكونة من ٤٠ شركة صناعية في الفترة من (٢٠٠٢-٢٠٠٩)، وقد اعتمدت

الدراسة على نموذج Tobin's Q، ومعدل العائد على الاصول ، معدل العائد على حقوق الملكية لقياس اداء المنشأة . استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطى لدراسة العلاقة بين المتغيرات، وقد اشارت نتائج الدراسة الى وجود علاقة سلبية بين مؤشرات التحصين الادارى ومعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الاصول ونموذج Tobin's Q .

دراسة (Kaur and Singh, 2018)

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين خصائص المدير التنفيذي ممثله فى (ازدواجية المدير التنفيذى - مستوى التعليم - جنسية المدير التنفيذى - سمعه المدير التنفيذى) واداء المنشأة، وقد اجريت الدراسة على عينة من المنشآت الهندية مكونه من ٥٠٠ شركة (١٦٥٤ مشاهدة) من مختلف القطاعات الاقتصادية فى الفترة من (٢٠١٢ - ٢٠١٦)، اعتمدت الدراسة فى قياس اداء المنشأة على معدل العائد على الاصول (ROA) ، استخدمت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد فى تقدير العلاقة بين المتغيرات. اشارت نتائج الدراسة بوجود علاقة ايجابية بين سمعه المدير واداء المنشأة، ووجود علاقة سلبية بين جنسية المدير والاداء المالى ، بينما عدم وجود علاقة معنوية بين ازدواجية المدير التنفيذى فى منصبه - ومستوى التعلم والاداء المالى للشركة.

يتضح من نتائج الدراسات السابقة انها نتائج متضاربة ما بين مؤيدة للعلاقة السلبية بين ازدواجية المدير التنفيذى واداء المنشأة وبين عدم وجود علاقة بين ازدواجية المدير التنفيذى وقيمة المنشأة، فى حين توضح نظرية الإشراف (Stewardship Theory) أن الجمع بين منصبى المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة يعطى المدير التنفيذى قوة أكبر، ويوفر له حافز على الانجاز ويزيل أى غموض فيما يتعلق بالمسئولية عن تحقيق النتائج ويقلل من الصراع المحتمل بينهما كما يسهل كفاءة وفعالية اتخاذ القرارات وهو ما قد يؤثر على ايجابيا على قيمة المنشأة .

فى ضوء الدراسات السابقة يمكن صياغة الفرض الثالث

يوجد علاقة إيجابية بين ازدواجية المدير التنفيذى وقيمة المنشأة

رابعاً : الدراسات السابقة عن العلاقة بين استقلالية مجلس الادارة وقيمة المنشأة

دراسة (Amer et al , 2014)

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ممثلة فى (حجم مجلس الإدارة - استقلالية مجلس الإدارة - ازدواجية المدير التنفيذى - اجتماعات المجلس - ملكية

المدير)، وقد افترضت الدراسة وجود علاقة ايجابية بين استقلالية المجلس واداء المنشأة ، وعلاقة ايجابية بين اداء المنشأة وحجم المجلس، وسلبية بين ازدواجية المدير التنفيذي واداء المنشأة ، وايجابية بين اجتماعات مجلس الادارة واداء المنشأة، وعلاقة ايجابية بين اداء المنشأة وملكية المدير. وقد اجريت الدراسة على عينة مكونة من (٥٠) شركة فى الفترة من (٢٠٠٤-٢٠١٢). وقد اعتمدت الدراسة فى قياس اداء المنشأة على نموذج Tobin's Q، ومعدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وقد اشارت نتائج الدراسة بوجود علاقة بين استقلالية المجلس واداء المنشأة، كما اشارت الدراسة بوجود علاقة سلبية بين ازدواجية المدير التنفيذي والاداء المالى للمنشأة. كما اوضحت الدراسة بوجود علاقة ايجابية بين حجم مجلس الادارة والاداء المالى للمنشأة. وعلاقة سلبية بين ملكية المدير والاداء المالى للمنشأة.

دراسة (Rutledge et al., 2016)

استهدفت هذه الدراسة اختبار تاثير استقلالية مجلس الإدارة وازدواجية المدير التنفيذي على اداء المنشأة ، وقد اجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٠٠ شركة مسجلة فى بورصة NASDAQ (٤٧٠) مشاهدة فى الفترة من (٢٠١٠ - ٢٠١٤)، وقد اعتمدت لدراسة فى قياس استقلالية مجلس الإدارة على ثلاثة مقاييس (نسبة الاعضاء المستقلين - تداخل اللجنته board interlock - committee overlap)، كما تم قياس ازدواجية المدير التنفيذي بمتغير وهمى ياخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي ورئيس مجلس الادارة نفس الشخص، (صفر) غير ذلك. كما تم قياس الاداء المالى للمنشأة بالاعتماد على معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). اشارت نتائج الدراسة بوجود علاقة سلبية بين ازدواجية المدير التنفيذي والاداء المالى للمنشأة، وعلاقة ايجابية بين استقلالية مجلس الادارة والاداء المالى للمنشأة.

دراسة (Gomez et al., 2017)

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ممثلة فى (حجم مجلس الإدارة - استقلالية مجلس الإدارة - عدد مرات اجتماع مجلس الإدارة) والاداء المالى للمنشأة ، وقد اجريت الدراسة على عينة مكونة من ٩٠ شركة كولومبية تنتمى إلى قطاعات صناعية مختلفة فى الفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٤)، وقد استخدمت الدراسة معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) لقياس الاداء المالى للمنشأة.

وقد أشارت نتائج الدراسة بعدم وجود علاقة معنوية بين استقلالية مجلس الإدارة والاداء المالى للمنشأة.

دراسة (Rashid, 2018)

استهدفت هذه الدراسة اختبار تأثير استقلالية مجلس الإدارة على الاداء الاقتصادى للمنشأة، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونه من ١٣٥ شركة مسجلة فى بورصة داكا (٨٥٧) مشاهدة، فى الفترة من (٢٠٠٦-٢٠١١)، وقد افترضت الدراسة وجود علاقة ايجابية بين اداء المنشأة واستقلالية مجلس الادارة، واعتمدت الدراسة قى قياس اداء المنشأة على نموذج Tobin's Q، ومعدل العائد على الأصول (ROA)، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار لتقدير العلاقة بين المتغيرات، وقد أشارت نتائج الدراسة بعدم وجود علاقة ايجابية بين استقلالية مجلس الإدارة واداء المنشأة. وقد فسرت الدراسة النتائج موضحة بان المديرين الداخليين اكثر تأثيرا فى اداء المنشأة من المديرين الخارجيين (المستقلين) وذلك لانهم اكثر خبرة ودرايه بالمنشأة . ويتضح من نتائج الدراسات السابقة انها مؤيدة للعلاقة الايجابية بين استقلالية المجلس واداء المنشأة.

وفى ضوء الدراسات السابقة يمكن صياغة الفرض الرابع

يوجد علاقة ايجابية بين استقلالية مجلس الادارة وقيمة المنشأة.

يتضح من العرض السابق للدراسات السابقة انها اهتمت بدراسة العلاقة بين آليات (بنود) التحصين الإدارى (عمر المدير التنفيذى- فترة بقاء المدير التنفيذى فى منسبة- ازدواجية المدير التنفيذى- استقلالية مجلس الادارة) وقيمة المنشأة، وقد اختلفت نتائج تلك الدراسات فيما بينها. وای من تلك الدراسات لم يتعرض بشكل مباشر لدراسة التأثير التفاعلى بين استقلالية مجلس الادارة وآليات (بنود) التحصين الإدارى (عمر المدير التنفيذى - فترة بقاء المدير التنفيذى فى منسبة - ازدواجية المدير التنفيذى) على قيمة المنشأة. حيث ان استقلال المجلس يقلل من مخاطر التحصين الإدارى Managerial Entrenchment، فقد أوضح (Horstmeyer, 2019) ان مجلس الادارة المستقل قادر على موازنة فجوة التحصين الإدارى التى اكتسبها المديرين، بإمكانه حظر استخدام الاستثمارات عالية المخاطر ودراسة الاستراتيجيات قصيرة الأجل وطويلة الأجل ومراقبة المديرين التنفيذيين خلال فترة بقائهم فى المنصب. وهو ما قد يجعل المساهمين على يقين بان المديرين المتحصنين يعملوا لتعزيز مصالحهم من خلال رقابة مجلس الادارة . وذلك نظرا لما يتمتع به الأعضاء المستقلون من

خبرات موضوعية فى عملية صنع القرار (Mamatzakis and Bermpei, 2015)، فمجلس الإدارة المستقل قادر على ازالة أثر التحصين الإداري للمديرين خلال فترة بقائهم فى المنصب، يوفر تحكما فعالا للمديرين المتحصنين (Awan, 2012)، ويتفق ذلك مع نظرية الوكالة (Agency Theory) التى ترى أن استقلال المجلس يعزز من الرقابة على أنشطة الإدارة، ويحد من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين. وتأكيد على أهمية استقلال مجلس الإدارة، فقد أشار دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى الصادر فى مارس ٢٠١١ فى الفقرة رقم (٤-٢-٥) إلى انه يجب أن يكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين والمستقلين أو أن يكون ثلث الأعضاء كحد أدنى مستقلين ويتمتعون بمهارات فنية وتحليلية.

ومن هنا يظهر أهمية دراسة الأثر التفاعلي بين آليات (بنود) التحصين الإداري (فترة بقاء المدير فى منصبه - عمر المدير التنفيذي - ازدواجية المدير التنفيذي) واستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة. فى محاولة فهم الأثر الاضافى لبنود التحصين الإداري على قيمة المنشأة فى ظل استقلالية مجلس الإدارة من خلال الفرض التالى:

الفرض الخامس : يوجد تأثير تفاعلي بين آليات (بنود) التحصين الإداري واستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة .

وسوف يتم اختبار هذا الفرض على مستوى آليات (بنود) التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه - عمر المدير التنفيذي - ازدواجية المدير التنفيذي) سوف تستخدم الدراسة الحالية نموذج Tobin's Q (نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية) للتعبير عن قيمة المنشأة ، وقد استخدمت بعض الدراسات: معدل العائد على الأصول (ROA) (الاداء المحاسبي)، فالمقياس (ROA) الاداء المحاسبي. يعكس مدى كفاءة استخدام الإدارة للموارد المتاحة لها لتعظيم ثروة حملة الأسهم، وأن ربحية المنشأة هى نتاج الرقابة الفاعلة لحملة الاسهم على أداء إدارة المنشأة وقراراتهم بشأن تصحيح مسار العمليات، بالإضافة إلى أنه يعكس قدرة الإدارة على خلق التدفقات اللازمة لضمان بقاء المنشأة واستمرارها (Joh, 2003)، الا ان هذا المقياس قد يرى البعض (Han, 2006) عدم كفاءة هذا المقياس فى التعبير عن قيمة المنشأة لتأثره بسلوك الإدارة فى المفاضلة بين البدائل المحاسبية والتي تؤثر على رقم صافى الدخل سلبا أو ايجابا. لذا فهم يفضلون عدم استخدامه فى التعبير عن قيمة المنشأة واستبداله بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية.

لفاعلية هذا المقياس فى الحد من الآثار الجانبية للعوامل البيئية الداخلية أو الخارجية التى تؤثر فى كل من القيمة السوقية للسهم وقيمة الدفترية .

القسم الرابع

تصميم البحث

اولا : مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث فى الشركات المساهمه المسجله فى البورصة المصرية (CASE)، وتتضمن عينة الدراسة مجموعة من الشركات غير المالية، وذلك خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠١٧) ، وتعتمد الباحثة على اختيار عينة ميسرة من الشركات المسجلة. ولتحقيق التجانس بين شركات العينة، وقد جمعت البيانات من التقارير المالية للشركات المصرية، بالإضافة إلى نماذج تقرير الافصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين.

جدول رقم (١) التصنيف القطاعى لشركات عينة البحث

النسبة	عدد الشركات	القطاع	مسلسل
١٨%	٩	الكيمويات	١
١٦%	٨	موارد أساسية	٢
٢٤%	١٢	اغذية ومشروبات	٣
٢٠%	١٠	رعاية صحية ودوية	٤
١٠%	٥	موزعون وتجارة تجزئة	٥
١٢%	٦	خدمات ومنتجات صناعة السيارات	٦
	٥٠	الاجمالى	٧

ثانيا: مصادر جمع البيانات

١. موقع البورصة المصرية <http://www.egx.com.eg/>
٢. شركة مصر لنشر المعلومات. www.egidegypt.com

ثالثاً: نماذج البحث

تعتمد الباحثة في اختبار فروض البحث على نماذج الانحدار المتعدد، ويتم اختبار فروض الدراسة على قسمين. حيث يهدف القسم الأول لاختبار أثرآليات(بنود) التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة- عمر المدير التنفيذي- ازدواجية المدير التنفيذي- استقلالية مجلس الإدارة)مقياس قيمة المنشأة (Tobin's Q). القسم الثاني لاختبار الأثر التفاعلي بين آليات (بنود) التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة- عمر المدير التنفيذي - ازدواجية المدير التنفيذي) واستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة .

القسم الأول : اختبار اثر اليات (بنود) التحصين الإداري على قيمة المنشأة
النموذج الأول (١) : لاختبار الفرض الاول "العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة وقيمة المنشأة"

$$\text{Tobin's}Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO Tenure}_{it} + \beta_2 \text{LEV}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{Board SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث أن

Tobin'sQ it :قيمة المنشأة

CEO Tenure it :فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة

LEV it :نسبة المديونية

SIZE it :حجم المنشأة.

Board SIZE it :حجم مجلس الإدارة

النموذج الثاني (٢): لاختبار الفرض الثاني: "العلاقة بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة"

$$\text{Tobin's}Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO Age}_{it} + \beta_2 \text{LEV}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{Board SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث أن

Tobin'sQ it :قيمة المنشأة

CEO Age it :عمر المدير التنفيذي

LEV it :نسبة المديونية

SIZE it :حجم المنشأة

Board SIZE it : حجم مجلس الادارة

النموذج الثالث (٣) : لاختبار الفرض الثالث : ازدواجية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ CEO Dual}_{it} + \beta_2 \text{ LEV}_{it} + \beta_3 \text{ SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ Board SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

حيث أن

Tobin's Q_{it} : قيمة المنشأة

CEO Dual_{it} : ازدواجية المدير التنفيذي

LEV_{it} : نسبة المديونية

SIZE_{it} : حجم المنشأة

Board SIZE_{it} : حجم مجلس الادارة

النموذج الرابع (٤) لاختبار الفرض الرابع : استقلالية مجلس الادارة وقيمة المنشأة

$$\text{Tobin } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Board IND}_{it} + \beta_2 \text{ LEV}_{it} + \beta_3 \text{ SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ Board SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

حيث أن

Tobin's Q_{it} : قيمة المنشأة

Board IND_{it} : استقلالية المجلس

LEV_{it} : نسبة المديونية

SIZE_{it} : حجم المنشأة

Board SIZE_{it} : حجم مجلس الادارة

القسم الثاني : اختبار الفرض الخامس : الأثر التفاعلي بين آليات (بنود) التحصين الإداري

(فترة بقاء المدير التنفيذي - عمر المدير التنفيذي - ازدواجية المدير التنفيذي) واستقلالية

مجلس الادارة على قيمة المنشأة. ويتم ذلك من خلال ثلاثة نماذج للانحدار المتعدد .

النموذج الاول: لاختبار الأثر التفاعلي بين فترة بقاء المدير واستقلالية مجلس

الادارة على قيمة المنشأة .

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ TENIN}_{it} + \beta_2 \text{ LEV}_{it} + \beta_3 \text{ SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ Board SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث أن

Tobin's Q_{it} : قيمة المنشأة

CEO Tenure it : فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه

LEV it : نسبة المديونية

SIZE it : حجم المنشأة

Board SIZE it : حجم مجلس الادارة

TENIN it : التفاعل المشترك بين فترة بقاء المدير التنفيذي واستقلالية مجلس الادارة

النموذج الثاني: لاختبار الأثر التفاعلي بين عمر المدير واستقلالية مجلس الادارة

على قيمة المنشأة

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ AGEIN}_{it} + \beta_2 \text{ LEV}_{it} + \beta_3 \text{ SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ Board SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث أن

Tobin's Q_{it} : قيمة المنشأة

CEO Age it : عمر المدير التنفيذي

LEV it : نسبة المديونية

SIZE it : حجم المنشأة.

Board SIZE it : حجم مجلس الادارة

AGEIN it : التفاعل المشترك بين عمر المدير التنفيذي واستقلالية مجلس الادارة

النموذج الثالث: لاختبار الأثر التفاعلي بين ازدواجية المدير واستقلالية مجلس

الادارة على قيمة المنشأة .

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DUALIN}_{it} + \beta_2 \text{ LEV}_{it} + \beta_3 \text{ SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ Board SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

حيث أن

Tobin's Q_{it} : قيمة المنشأة

CEO Dual it : ازدواجية المدير التنفيذي

LEV it : نسبة المديونية

SIZE it : حجم المنشأة.

Board SIZE it : حجم مجلس الادارة

DUALIN: التفاعل المشترك بين ازدواجية المدير واستقلالية مجلس الإدارة

رابعاً: متغيرات البحث

(١) المتغير التابع

قيمة المنشأة: تستخدم الدراسة مقياس للتعبير عن قيمة المنشأة وهو: نموذج Tobin's Q (نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية) (الاداء السوقى). لفاعلية هذا المقياس فى الحد من الآثار الجانبية للعوامل البيئية الداخلية أو الخارجية التى تؤثر فى كل من القيمة السوقية للسهم وقيمة الدفترية. وذلك بهدف معرفة أثر قيمة المنشأة على اليات (بنود) التحصين الإدارى .

(٢) المتغيرات المستقلة

▪ فترة بقاء المدير التنفيذى فى منصبه CEO Tenure

تستخدم الباحثة مقياساً لفترة بقاء المدير التنفيذى فى منصبه، فترة بقاء المدير التنفيذى الاوّل فى منصبه فى آخر خمس سنوات. وفقاً لدليل حوكمة الشركات المصرى الصادر فى ٢٠١١ ، فإنه: يجب الاتجاوز مدة التعاقد الواحدة لعضو مجلس الادارة التنفيذى أكثر من ثلاث سنوات، مالم يكن ذلك لأسباب واضحة ومحددة يتم الافصاح عنها فى الجمعية العامة للشركة ، ويجوز تجديد التعاقد لمدة أو مدد أخرى (فقرة : 5.2.17). لذلك سوف يتم قياس هذا المتغير بفترة بقاء المدير التنفيذى الأول فى منصبه فى آخر خمس سنوات.

▪ عمر المدير التنفيذى CEO Age

يعد عمر المدير التنفيذى أحد اركان عملية وضع اطار للتحصين الإدارى، فقد أوضح (Serfling, 2014) بان طول عمر المدير التنفيذى والمعبر عنه بالسن هو آلية للتحصين الإدارى للمديرين التنفيذيين . العمر يعكس تجربتهم فى إدارة المنشأة والتعامل مع العنصر البشرى ، وانه من الممكن أن يتجنب المدير التنفيذى الاستثمار فى المشروعات الاستثمارية الاكثر خطورة والاكثر ربحية رغبة منه فى عدم زعزعه استقراره الوظيفى. يتم قياس عمر المدير التنفيذى : بالسن عمر المدير التنفيذى.

▪ ازدواجية المدير التنفيذى CEO Duality

تؤيد نظرية الوكالة أن القيادة المركزية للمنشأة (الجمع بين منصبى المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة) تؤدى إلى تحصين المدير التنفيذى وانخفاض استقلال مجلس الإدارة، حيث

يرى (Jensen and Ruback,1983) أن ازدواجية المدير التنفيذي تحد من فعالية مجلس الإدارة . فى حين أن توزيع المسؤوليات والأدوار بين شخصين منفصلين يؤدي إلى زيادة كفاءة المجلس فى أداء دورة الرقابة والاشرفاى (Migliani et al.,2015). ولرقابة تأثير مجلس الإدارة كاحد ليات التحصين الإدارى وتأثيره على قيمة المنشأة، فقد استخدمت الباحثة متغير ازدواجية المديرالتنفيذى كمتغير وهمى (ياخذ القيمة واحد صحيح اذا كالمدير ان المير التنفيذى الاول هو رئيس مجلس الادارة ايضا، صفر بخلاف ذلك).

■ استقلالية مجلس الإدارة Board independence

يعتبر استقلال مجلس الإدارة محدد أساسى لكفاءة المجلس ومدى قيامه بمهامه الإشرافية والرقابية ، ويقال من مخاطر التحصين الإدارى Managerial Entrenchment، نظرا لما يتمتع به الأعضاء المستقلون من خبرات موضوعية فى عملية صنع القرار (Mamatzakis and Bermpel,2015) ويتفق ذلك مع نظرية الوكالة (Agency Theory) التى ترى أن استقلال المجلس يعزز من الرقابة على أنشطة الإدارة ويحد من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين ، وهو ما يقلل تكاليف الوكالة لذلك لرقابة تأثير استقلالية المجلس على قيمة المنشأة ، سوف يتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة عدد الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) إلى عدد الأعضاء مجلس الادارة.

٣ المتغيرات الضابطة

بالاضافة إلى المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، فهناك بعض العوامل التى تؤثر فى الاداء، ولكنها لاتدخل فى نطاق الدراسة محل البحث، وتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ومن هذه المتغيرات.

■ حجم مجلس الإدارة

يعد حجم مجلس الأدارة أحد الآليات الحاكمة لأداء المديرين فى المنشآت من وجهة نظر حملة الاسهم (الفضل، راضى ،٢٠١٠). ومن المتوقع أن يكون لمتغير حجم مجلس الادارة تأثير على أداء المنشأة ، فقد اشارت دراسة (Alabdullah., 2014) بوجود علاقة سلبية بين حجم مجلس الادارة واداء المنشأة. كما أوضح (Cheng,2008) بوجود علاقة ارتباط بين حجم مجلس الادارة الكبير وانخفاض التقلبات فى أداء المنشأة. وعلى الرغم من تلك الاراء التى تؤيد العلاقة بين حجم مجلس الادارة وقيمة المنشأة. الا ان نظرية تبعية الموارد (Resource Dependence Theory) ونظرية الوكالة (Agency Theory) اختلفوا فيما بينهم بشأن

اتجاه وقوة تأثير تلك العلاقة. فظنرية تبعية الموارد تؤيد حجم مجلس الإدارة الكبير لما له من منافع ممثلة في الخبرات المتنوعة للاعضاء والعلاقات الخارجية المختلفة، واتخاذ القرارات بشكل جماعي، وهو ما قد يكون له تأثيره على أداء وقبمة المنشأة، في حين ترى نظرية الوكالة ان حجم مجلس الإدارة الكبير غير فعال في تخفيض تكاليف الوكالة لصعوبة التنسيق بين الاعضاء وعدم قيام البعض منهم بمسئوليتهم وهو ما قد ينعكس على ضعف الرقابة الإدارية. (مليجي، ٢٠١٦)، ويتم قياس هذا المتغير بعدد أعضاء مجلس الإدارة في نهاية العام . (أسعد ، ٢٠١٥)،

■ نسبة المديونية

الادبيات السابقة لم تحسم العلاقة بين نسبة المديونية واداء المنشأة، بمعنى اذا كن تأثير نسبة المديونية على اداء المنشأة ايجابى أم سلبى، او لا يوجد تاثير، فقد اختبر (Chaiporn and Jittima, 2014) العلاقة بين نسبة المديونية واداء المنشأة لعينة مكونة من ١٥٩,٣٥٧ مشاهدة لشركات غير مالية في تايلاند، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة المديونية وقيمة المنشأة، على النقيض من ذلك فقد اوضح (Margaritis and Psillaki, 2010) بوجود علاقة ايجابية بين نسبة المديونية واداء المنشأة، كما أوضح (Connelly et al., 2012) بعدم وجود علاقة بين أداء المنشأة ونسبة المديونية. ويتم قياس هذا المتغير من خلال اجمالى الديون على اجمالى الاصول.

■ حجم المنشأة

من المتوقع أن يكون لمتغير الحجم دورا في تحديد طبيعة العلاقة بين قيمة المنشأة وبنود التحصين الإدارى فالمنشآت كبيرة الحجم تتمتع بهياكل تنظيمية كبيرة قد تثبط (Dampen) من قبل المدير التنفيذى والتي قد تؤثر على اداء وقيمة المنشأة ، وتضعف من قوة التحصين الإدارى للمدير التنفيذى (Papadakis, 2006). فقد أوضح (Lee, 2009) اني معدلات الارباح ترتبط ايجابيا بحجم المنشأة. كما اوضح (Papadakis, 2006) ان المدير التنفيذى فى المنشآت صغيرة الحجم يتمتع بتحسين إدارى أكبر لان المنشآت صغيرة الحجم تتكون من عدد أقل من الهياكل التوجيهية وهيكل التحكم والرقابة ضعيف نسبيا، أما بالنسبة للمنشآت كبيرة الحجم تتمتع بهيكل تنظيم كبير وهيكل التحكم والرقابة قوى وهو ما قد يضعف من التحصين الإدارى للمدير التنفيذى، وهو ما قد يؤثر على اداء المنشأة. لذا من المتوقع ان

يكون تأثير حجم المنشأة ايجابيا على قيمة المنشأة . ويتم قياس هذا المتغير باستخدام اللوغاريتم الطبيعي للأصول في نهاية العام .

جدول رقم (٢) التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	اسم المتغير	رمز المتغير
المتغير التابع		
نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية.	Tobin's Q	قيمة المنشأة
المتغيرات المستقلة		
يتم قياس هذا المتغير بفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه في آخر خمس سنوات .	CEO Tenure	فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه
عمر المدير التنفيذي.	CEO Age	عمر المدير التنفيذي
متغير وهمي (يأخذ القيمة واحد صحيح اذا كان المير التنفيذي الاول هو رئيس مجلس الادارة ايضا، صفر بخلاف ذلك).	CEO Duality	ازدواجية المدير التنفيذي
يتم قياس هذا المتغير من خلال نسبة عدد الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) إلى عدد الأعضاء مجلس الادارة.	BoardIND	استقلالية مجلس الادارة
التفاعل المشترك بين فترة بقاء المدير واستقلالية المجلس Board * CEO Tenure IND	TENIN	متغير الأثر التفاعلي بين فترة بقاء المدير واستقلالية المجلس
التفاعل المشترك بين عمر المدير واستقلالية المجلس Board IND* CEO Age	AGEIN	متغير الأثر التفاعلي بين عمر المدير واستقلالية المجلس
التفاعل المشترك بين ازدواجية المدير واستقلالية المجلس Board IND* CEO Duality	DUALIN	متغير الأثر التفاعلي بين ازدواجية المدير واستقلالية المجلس
المتغيرات الضابطة		
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.	Size	حجم المنشأة
اجمالي الديون \ اجمالي الاصول .	LEV	نسبة المديونية
عدد اعضاء مجلس الادارة في نهاية العام	BoardSize	حجم مجلس الإدارة

القسم الخامس

مناقشة وتفسير النتائج

اولا : إختبار صلاحية البيانات للتحليل الاحصائي

اعتمدت الباحثة عند تحليل البيانات على نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Model لا اختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والضابطة، كما اعتمدت الباحثة فى تقدير معاملات نموذج الانحدار على أكثر الطرق المستخدمة وهى طريقة المربعات الصغرى العادية Ordinary Least Squares Analysis، حيث إنها تعطى تقديرات خطية وغير متحيزة Unbiasedness، وذات أقل تباين Minimum Variance (عنانى، ٢٠١١)، وحتى يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى فى تقدير معاملات غير متحيزة. ذات أقل تباين لنموذج الانحدار فيجب توافر عدة افتراضات. وسوف يتم توضيح أهم هذه الافتراضات وأساليب اختبار التحقق من توافرها

١) الارتباط الذاتى بين الأخطاء (استقلال الأخطاء) Autocorrelation

اعتمدت الباحثة على اختبار (Durbin –Watson) للتأكد من مدى وقوع النموذج فى هذه المشكلة أم لا. وقد اشارت نتائج هذا الاختبار الى ان قيمة أن قيمة درين – واطسون فى الاختبار تساوى (٢,٨٨٦)، بالنسبة لمتغير نموذج Tobin's Q. ويتبين من ذلك أنه لا يوجد ارتباط ذاتى بين الأخطاء، وان النموذج لايعانى من هذه المشكلة.

٢) عدم وجود إرتباط خطى تام بين المتغيرات المستقلة Multi-collnearity

اعتمدت الباحثة على معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للتأكد من عدم وجود ارتباط خطى بين المتغيرات ، وتوصلت الباحثة إلى أن درجة الارتباط الخطى فى النموذج منخفضة، حيث أن جميع قيم معاملات التضخم (VIF) لمتغيرات نموذج الانحدار لم تتجاوز (١٠)، فقد بلغت قيمة معامل (VIF) المقدر لمتغيرات النموذج (CEO- Tenure- CEO age- CEO Dual- BoardIND- Size- LEV- BoardSize- TENIN- AGNIN- DUALIN) على التوالي (١,٦٥٩ - ٣,٢٨٩ - ١,٣٦٦ - ١,٣٣٩ - ٢,٣٦٦ - ٢,١٠٧ - ٢,٦٨٦ - ٢,١٨٤ - ٢,٧٨٩ - ٢,٥٦٥) . ويتضح من ذلك أن أقصى قيمة لمعامل (VIF) المقدر ٣,٢٨٩ وكانت لمتغير CEO Tenure " فترة بقاء المدير التنفيذى فى منسبة ". وهذا يعنى عدم وجود ارتباط خطى تام بين المتغيرات المستقلة .

٣) ثبات تباينات الأخطاء Heteroscedasticity

اعتمدت الباحثة على اختبار معامل ارتباط الرتب لسبيرمان، وذلك للتحقق من ثبات التباينات بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وقد أوضحت نتائج الاختبار أن معامل ارتباط الرتب بين $|e_i|$ و \hat{Y} (Tobin's Q) غير معنوي، حيث: $P-Value = 0.082 < 0.05$. لذلك سوف يتم قبول فرض العدم، ورفض الفرض البديل بأن هناك اختلاف في التباينات.

■ تحليل الارتباط بيرسون

يهدف هذا الاختبار إلى اختبار قوة العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وذلك عند مستوى معنوية ٥% وبمعامل ثقة ٩٥% وتعتبر العلاقة معنوية إذا كانت قيمة (P-Value) أقل من ٥%. ويعرض الجدول (٣) مصفوفة ارتباط بيرسون للمتغير التابع (Tobin's Q)، والمتغيرات المستقلة. تظهر نتائج الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة، كما هو موضح بالجدول رقم (٣) وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (٠,٠١)، بالنسبة لمتغير فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة (CEOTenure) وقيمة بالنسبة للمتغير التابع (Tobin's Q) (٣,٠٦)، كما تشير نتائج الارتباط إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية عن مستوى (٠,٠١) بين متغير عمر المدير التنفيذي (CEOAge) وقيمة بالنسبة للمتغير التابع (Tobin's Q) (-١٩٦)، كما اوضحت نتائج الارتباط لبيرسون وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (٠,٠١) بالنسبة لمتغير ازدواجية التنفيذي في منسبة (CEO Dual) وقيمة بالنسبة (Tobin's Q) (٢٤٥).

كما اوضحت نتائج الارتباط لبيرسون وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (٠,٠١) بالنسبة لاستقلالية المدير التنفيذي في منسبة (Board IND) وقيمة بالنسبة (Tobin's Q)، (٤٧٦)، كما اشارت نتائج الارتباط لبيرسون وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (٠,٠١) بالنسبة لمتغير التفاعل المشترك بين استقلالية مجلس الادارة وفترة التنفيذ بقاء المدير التنفيذي في منسبة (TEN IN) وقيمة بالنسبة (Tobin's Q) (٥٤٤). وعلاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (٠,٠١) بالنسبة لمتغير التفاعل المشترك بين استقلالية مجلس الادارة وازدواجية المدير التنفيذي (DUALIN) وقيمة بالنسبة للمتغير التابع (Tobin's Q) (٤٧٩)، وعلاقة سالبة ومعنوية عند مستوى (٠,٠١) بالنسبة لمتغير التفاعل

المشترك بين استقلالية مجلس الإدارة وعمر المدير التنفيذي (AGEIN) وقيمة بالنسبة (Tobin's Q) (.٥٤٦).

جدول رقم (٣) مصفوفة الارتباط " بيرسون " للعلاقة بين متغيرات البحث

Correlations

	Tobin Q	CEOTenure	CEOAge	CEODual	BoardIND	AGEIN	TENIN	DUALIN
TobinQ	1							
	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N							
	510							
CEOTenure	.306**	1						
	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N							
	.000	510						
	510	510						
CEOAge	-.196**	.793**	1					
	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N							
	.000	.000	510					
	510	510	510					
CEODual	.254**	.088*	.117**	1				
	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N							
	.000	.047	.008	510				
	510	510	510	510				
BoardIND	.476**	.338**	.222**	.243**	1			
	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N							
	.000	.000	.000	.000	510			
	510	510	510	510	510			
AGEIN	-.546**	.135**	.154**	.314**	.747**	1		
	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N							
	.000	.002	.000	.000	.000	510		
	510	510	510	510	510	510		
TENIN	.545**	.614**	.519**	.271**	.470**	.639**	1	
	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N							
	.000	.000	.000	.000	.000	.000	510	
	510	510	510	510	510	510	510	
DUALIN	.479**	.130**	.114*	.869**	.509**	.635**	.470**	1
	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N							
	.000	.003	.010	.000	.000	.000	.000	510
	510	510	510	510	510	510	510	510

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ثانيا الإحصاءات الوصفية

يوضح الجدول (٤) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة على مستوى منشآت عينة الدراسة وهى قيمة كل من المتوسط والانحراف المعياري الحد الأدنى والحد الأقصى.

جدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية

الانحراف المعياري Std. Deviation	المتوسط Mean	الحد الأقصى Maximum	الحد الأدنى Minimum	متغيرات البحث
المتغيرات المستقلة				
1.426	2.53	5	1	فترة بقاء المدير التنفيذي CEOTenure
3.553	54.40	60	50	عمر المدير التنفيذي CEOAge
.500	.51	1	0	ازدواجية المدير التنفيذي CEODual
1.380	3.25	7	5	استقلالية مجلس الإدارة BoardIND
75.437	175.57	462	100	التفاعل بين استقلالية المجلس وعمر المدير AGEIN
5.924	8.01	28	2	التفاعل بين استقلالية المجلس وفتره بقاء المدير TENIN
2.114	1.87	7	0	التفاعل بين استقلالية المجلس وازدواجية المدير DUALIN
المتغير التابع				
2.693	7.66	15	4	قيمة المنشأة Tobin's Q
المتغيرات الضابطة				
.26459	.5858	1.91	.10	نسبة المديونية LEV
.61163	8.4573	9.98	7.22	حجم المنشأة SIZE
2.693	7.66	15	5	حجم مجلس الإدارة BoardSIZE

أوضحت الإحصاءات الوصفية مايلي :

- وجود مدى واسع بين قيم المتغير التابع Tobin's Q (قيمة المنشأة) فيما بين شركات عينة البحث حيث نجد أن أكبر قيمة تم الحصول عليها لمتغير قيمة المنشأة هي (١٥) بينما نجد أن أقل قيمة تم الحصول عليها هي (٤). وهذا يعنى وجود تفاوت بين شركات العينة فيما يخص قيمة المنشأة ، كما بلغ قيمة متوسط قيمة المنشأة (٦٦, ٧).
- بلغ متوسط قيم متغير فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه (CEOTenure) (٢,٥٣) (٣ سنوات) ، وهى مطابقة لدليل حوكمة الشركات المصرى الصادر فى ٢٠١١ ، وفيما يتعلق بازواجية المدير التنفيذي ، اتضح ان متوسط ازواجية المدير التنفيذي فى شركات العينة يبلغ (٥١) .
- بلغ متوسط قيم متغير عمر المدير التنفيذي (CEOAge) (٥٤,٤٠)، كما نجد أن أكبر قيمة تم الحصول عليها لمتغير عمر المدير التنفيذي هي (٦٠) بينما نجد أن أقل قيمة تم الحصول عليها هي (٥٠). كما بلغ متوسط قيم متغير استقلالية مجلس الادارة (Board-IND) (٣,٢٥) ، وهى قيمة منخفضة وتأتى على خلاف ما تنادى به قواعد حوكمة الشركات . والتي تنص على انه يجب الأ يقل عدد اعضاء مجلس الادارة المستقلين ثلث الاعضاء كحد أدنى .
- بلغ متوسط قيم متغير حجم المنشأة (SIZE) (٨,٤٥٧٣) بانحراف معيارى (٦١١٦٣).
- بلغ متوسط قيم متغير نسبة المديونية (LEV) (٥٨٥٨) بانحراف معيارى (٢٦٤٥٩).
- بلغ متوسط قيم متغير حجم مجلس الادارة BoardSIZE (٧,٦٦) بانحراف معيارى (٢,٦٩٣).
- بلغ متوسط قيم متغير التفاعل المشترك بين استقلالية المدير وعمر المدير AGEIN (١٧٥,٥٧) بانحراف معيارى (٧٥,٤٣٧).
- بلغ متوسط قيم متغير التفاعل المشترك بين استقلالية المجلس وفترة بقاء المدير TENIN (٨,٠١) بانحراف معيارى (٥,٩٢٤).
- بلغ متوسط قيم متغير التفاعل المشترك بين استقلالية المجلس وازواجية المدير DUALIN (١,٨٧) بانحراف معيارى (٢,١١٤).

ثالثاً: نتائج تحليل الانحدار

• نتائج اختبار الفرض الأول " لاثر فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه على قيمة المنشأة"

أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه ترتبط بمزيد من التحصين الأدارى، ويرجع ذلك إلى أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه تؤثر على اتخاذ القرارات وسياسات الاستثمار. فكلما طال فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه كلما كان محصنا ، ومن المحتمل أن يزيد ذلك من قوته فى السعى نحو تحقيق مصلحته الشخصية. فتنشيت المدير التنفيذي فى منصبه تجعل المدير التنفيذي قادر على تحقيق مصلحته الشخصية. بالإضافة إلى أنه يكون قادر على اكتساب نظم المعلومات الداخلية للمنشأة، وبذلك يكون قادر على الاستحواذ على معلومات عن أداء المنشأة.

أ- اختبار معنوية نموذج الانحدار المتعدد والقدرة التفسيرية للنموذج

جدول رقم (٥): معنوية نموذج الانحدار والقدرة التفسيرية للنموذج

معامل التحديد المعدل	معامل التحديد R^2	معامل الارتباط	المعنوية	F
٤٤,٦	٤٥,٠	٦٧,١	,٠٠٠	١٠٣,٢٥٧

يتضح من الجدول رقم (٥) مايلى :

- أن نموذج الانحدار الخطى المتعدد السابق تقديره معنوى بمستوى (٠,٠٠٠)، كما تبلغ قيمة F (١٠٣,٢٥٧)، معامل التحديد R^2 للنموذج يبلغ (٤٥,٠%)، ومعامل التحديد المعدل يبلغ (٤٤,٦%)، أى أن المتغير المستقل بالنموذج (فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه) يفسر ٤٤,٦% تقريباً من التغير فى المتغير التابع (قيمة المنشأة) .

ب- نتيجة إختبار أثر فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه على قيمة المنشأة

جدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار لإختبار فترة بقاء المدير فى منصبه

على قيمة المنشأة

اختبارات الازدواج الخطي		قيمة P	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
VIF	tolerance						
		,٠٠٠	-٧,٤٨٤		,٠٨٨	-,٦٥٨	ثابت الانحدار
١,٣١٩	,٧٥٨	***,٠٠١	-٣,٥٠٢	-,١٣٣	,٠٤٧	-,١٦٤	نسبة المديونية
١,٦٣٥	,٦١٢	***,٠٠٠	٨,٧٤٥	,٣٦٩	,٠١١	,١٠٠	الحجم
١,١٣٨	,٨٧٩	***,٠٠٠	١٠,٢٠٧	,٣٥٩	,٠٠٤	,٠٤٥	حجم مجلس الإدارة
١,٤١٠	,٧٠٩	***,٠٠٠	٥,٨٦٦	,٢٣٠	,٠٠٥	,٠٣٢	فترة بقاء المدير

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن $(P < ,٠١)$

أظهرت نتائج الانحدار للنموذج الاول والموضحة بالجدول رقم (٦) نتائج نموذج الانحدار بالنسبة للمتغير التابع (Tobin's Q)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (,٠٠٠) بين فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه وقيمة المنشأة مقاسه ب (Tobin's Q)، وهذا يعنى قبول الفرض الأول، ويتفق هذا مع التحليل النظرى ففى ظل زيادة فترة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه يكون قادر على اكتساب نظم المعلومات الداخلية للمنشأة، وبذلك يكون قادر على الاستحواذ على معلومات عن أداء المنشأة. وهو ما قد يؤثر على أداء وقيمة المنشأة. وبذلك يتم قبول الفرض الأول، ويتفق هذا مع ما توصلت اليه بعض الدراسات دراسة (Katerina, 2018)، دراسة (Ammari et al, 2016). أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة ، تشير نتائج الانحدار إلى وجود علاقة سالبة بين متغير نسبة المديونية وقيمة المنشأة وذلك عند مستوى (,٠٠١) بمعنى ان ارتفاع نسبة مديونية المنشأة يؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة ، ويتفق هذا مع ما توصلت اليه دراسة (Chaiporn and Jittima, 2014). كما أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (,٠٠٠) بالنسبة لمتغير حجم المنشأة ، وقيمة المنشأة ، ويتفق هذا مع دراسة (Papadakis, 2006) التى ترى أن المنشآت كبيرة الحجم تتمتع بهياكل تنظيمية كبيرة قد تثبط (Dampen) من قبل المدير التنفيذي والتي قد تؤثر على أداء وقيمة المنشأة ، وتضعف من قوة التحصين الإدارى للمدير التنفيذي ، كذلك أشارت

النتائج بوجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (٠,٠٠٠)، بين متغير حجم مجلس الإدارة وقيمة المنشأة، وهو ما يتفق مع نظرية تبعية الموارد التي تؤيد كبر حجم مجلس الإدارة لما له من منافع ممثلة في الخبرات المتنوعة للاعضاء والعلاقات الخارجية المختلفة، واتخاذ القرارات بشكل جماعي، وهو ما قد يكون له تأثيره الايجابي على أداء وقيمة المنشأة.

• نتائج اختبار الفرض الثاني "الأثر عمر المدير التنفيذي على قيمة المنشأة"

أن طول عمر المدير التنفيذي والمعبّر عنه بالسّن هو مؤشر للتحسين الإداري للمديرين التنفيذيين. العمر يعكس تجربتهم في إدارة المنشأة والتعامل مع العنصر البشري، وانه من الممكن أن يتجنب المدير التنفيذي الاستثمار في المشروعات الاستثمارية الأكثر خطورة والأكثر ربحية رغبة منه في عدم زعزعه استقراره الوظيفي. ومن المتوقع وجود علاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي واداء المنشأة، ويرجع ذلك الى ان المدير التنفيذي الأكبر عمراً أقل حافزاً لعرض مزيد من الأفكار الجديدة بخصوص تطوير المنشأة، كما أنه أقل مخاطرة للانخراط في المشروعات الاستثمارية الكبيرة وهو ما قد يؤثر على أداء المنشأة.

أ- اختبار معنوية نموذج الانحدار المتعدد والقدرة التفسيرية للنموذج

جدول رقم (٧): معنوية نموذج الانحدار والقدرة التفسيرية للنموذج

F	المعنوية	معامل الارتباط	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل
٨٩,١٩٨	,٠٠٠	٦٤,٣	٤١,٤	٤٠,٩

يتضح من الجدول رقم (٧) مايلي :

- أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد السابق تقديره معنوي بمستوى (٠,٠٠٠)، كما تبلغ قيمة F (٨٩,١٩٨)، معامل التحديد R^2 للنموذج يبلغ (٤١,١%)، ومعامل التحديد المعدل يبلغ (٤٠,٩%)، أي أن المتغير المستقل بالنموذج (عمر المدير التنفيذي) يفسر ٤٠,٩% تقريباً من التغير في المتغير التابع (قيمة المنشأة).

ب- نتيجة اختبار اثر عمر المدير التنفيذي على قيمة المنشأة

جدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار لاختبار اثر عمر المدير التنفيذي على قيمة المنشأة

اختبارات الازدواج الخطي		قيمة P	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
VIF	tolerance						
		,000	-٥,٩٠٧		,١٨٧	-١,١٠٣	ثابت الانحدار
١,٣٠٣	,٧٦٨	***,٠٠١	-٣,٣١٣	-,١٢٩	,٠٤٨	-,١٥٩	نسبة المديونية
١,٣١٤	,٧٦١	***,٠٠٠	١٢,٢٦٦	,٤٧٩	,٠١١	,١٣٠	الحجم
١,٠٥٨	,٩٤٥	***,٠٠٠	١١,٥٤٢	,٤٠٤	,٠٠٤	,٠٤٥	حجم مجلس الادارة
١,٠٠٥	,٩٩٥	,١١١	١,٥٩٥	,٠٥٤	,٠٠٣	,٠٠٥	عمر المدير

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن ($P < ,٠١$)** الفروق داله عند مستوى معنوية ٥% حيث أن ($P < ,٠٥$)

أظهرت نتائج الانحدار للنموذج الثاني والموضحة بالجدول رقم (٨) نتائج نموذج الانحدار بالنسبة للمتغير التابع (Tobin's Q)، وجود علاقة موجبة وغير معنوية عند مستوى (١١١)، بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة مقاسه ب (Tobin's Q)، وهذا يعنى رفض الفرض الثانى بوجود علاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة، ويتفق هذا مع نتائج دراسة (Eduardo and Poole, 2016). أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة، تشير نتائج الانحدار إلى وجود علاقة سالبة بين متغير نسبة المديونية وقيمة المنشأة وذلك عند مستوى (٠٠١)، ويتفق هذا مع ما توصلت اليه دراسة (Chaiporn and Jittima, 2014). كما أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (٠٠٠)، بالنسبة لمتغير حجم المنشأة، وقيمة المنشأة، ويتفق هذا مع دراسة (Papadakis, 2006)، كذلك أشارت النتائج بوجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (٠٠٠)، بين متغير حجم مجلس الادارة وقيمة المنشأة، وهو ما يتفق مع نظرية تبعية الموارد التى تؤيد كبر حجم مجلس الادارة لما له من منافع ممثله فى الخبرات المتنوعة للاعضاء والعلاقات الخارجية المختلفة، واتخاذ القرارات بشكل جماعى، وهو ما قد يكون له تأثيره الايجابى على أداء وقيمة المنشأة.

• نتائج اختبار الفرض الثالث "لأثر ازدواجية المدير التنفيذي على قيمة المنشأة
أ- اختبار معنوية نموذج الانحدار المتعدد والقدرة التفسيرية للنموذج
جدول رقم (٩): معنوية نموذج الانحدار والقدرة التفسيرية للنموذج

F	المعنوية	معامل الارتباط	معامل التحديد R ²	معامل التحديد المعدل
٨٩,٩٠٤	,٠٠٠	٦٤,٥	٤١,٦	٤١,١

يتضح من الجدول رقم (٩) مايلي :

- أن نموذج الانحدار الخطى المتعدد السابق تقديره معنوى بمستوى (٠,٠٠٠)، كما تبلغ قيمة F (٨٩,٩٠٤)، معامل التحديد R² للنموذج يبلغ (٤١,٦%)، ومعامل التحديد المعدل يبلغ (٤١,١%)، أى أن المتغير المستقل بالنموذج (ازدواجية المدير التنفيذي) يفسر ٤١,١% تقريباً من التغير فى المتغير التابع (قيمة المنشأة) .

ب- نتيجة اختبار اثر ازدواجية المدير التنفيذي على قيمة المنشأة

جدول رقم (١٠) نتائج تحليل الانحدار لاختبار اثر ازدواجية المدير التنفيذي

على قيمة المنشأة

المتغيرات	قيمة (B)	الخطأ المعيارى	قيمة (Beta)	قيمة (t)	قيمة P	اختبارات الازدواج الخطى	
						VIF	tolerance
ثابت الانحدار	-,٨٣٥	,٠٨٣		-١٠,٠٦٢	,٠٠٠		
نسبة المديونية	-,١٧٢	,٠٤٨	-,١٣٩	-٣,٥٥٦	***,٠٠١	,٧٥٣	١,٣٢٩
الحجم	,١٣١	,٠١١	,٤٨٣	١٢,٤٠٩	***,٠٠٠	,٧٦٢	١,٣١٢
حجم مجلس الادارة	,٠٤٢	,٠٠٤	,٣٧٣	٩,٩١١	***,٠٠٠	,٨١٧	١,٢٢٤
ازدواجية المدير التنفيذى	,٠٥٦	,٠٢٧	,٠٧٧	٢,٠٥١	** ,٠٤١	,٨٢٤	١,٢١٤

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن (P < ,٠١)

** الفروق داله عند مستوى معنوية ٥% حيث أن (P < ,٠٥)

أظهرت نتائج الانحدار للنموذج الثالث والموضحة بالجدول رقم (١٠) نتائج نموذج الانحدار بالنسبة للمتغير التابع (Tobin's Q)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (٠,٤١)، وهذا بين ازدواجية المدير التنفيذي فى منصبه وقيمة المنشأة مقاسه ب (Tobin's Q)، وهذا يعنى قبول الفرض الثالث، ويتفق هذا مع نظرية الإشراف (Stewardship Theory) التى

ترى أن الجمع بين منصبى المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة يعطى المدير التنفيذى قوة أكبر ، ويوفر له حافز على الانجاز كما أنه يزيل أى غموض داخلى أو خارجى فيما يتعلق بالمسئولية عن تحقيق النتائج ويقلل من الارتباك والصراع المحتمل بينهما كما يسهل كفاءة وفعالية اتخاذ القرارات الاستراتيجية (Christensen et al., 2015) وهو ما قد يؤثر ايجابيا على قيمة المنشأة ، أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة، تشير نتائج الانحدار الى وجود علاقة سالبة بين متغير نسبة المديونية وقيمة المنشأة وذلك عند مستوى (٠,٠١)، بمعنى ان ارتفاع نسبة مديونية المنشأة يؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة، ويتفق هذا مع ما توصلت اليه دراسة (Chaiporn and Jittima, 2014) كما أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (٠,٠٠)، بالنسبة لمتغير حجم المنشأة ، وقيمة المنشأة، ويتفق هذا مع دراسة (Papadakis, 2006)، كذلك أشارت النتائج بوجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (٠,٠٠) بين متغير حجم مجلس الادارة وقيمة المنشأة .

• نتائج اختبار الفرض الرابع "لأثر استقلالية مجلس الادارة على قيمة المنشأة

المديرين المستقلين يمتلكون الخبرة فى الإدارة وإتخاذ القرارات، ويتمتعون بمهارات فنية وتحليلية، كما انهم أقل ذاتية لتعارض المصالح وأكثر حرصا على حقوق حملة الأسهم. (Rutledge et al., 2016)

أ- اختبار معنوية نموذج الانحدار المتعدد والقدرة التفسيرية للنموذج

جدول رقم (١١): معنوية نموذج الانحدار والقدرة التفسيرية للنموذج

معامل التحديد المعدل	معامل التحديد R ²	معامل الارتباط	المعنوية	F
٤٥,١	٤٥,٥	٦٧,٥	,٠٠٠	١٠٥,٥٢٨

يتضح من الجدول رقم (١١) مايلى:

- أن نموذج الانحدار الخطى المتعدد السابق تقديره معنوى بمستوى (٠,٠٠٠)، كما تبلغ قيمة F (١٠٥,٥٢٨)، معامل التحديد R² للنموذج يبلغ (٤٥,٥%)، ومعامل التحديد المعدل يبلغ (٤٥,١%)، أى أن المتغير المستقل بالنموذج (استقلالية المدير التنفيذى) يفسر ٤٥,١% تقريباً من التغير فى المتغير التابع (قيمة المنشأة) .

ب- نتيجة اختبار اثر استقلالية مجلس الادارة على قيمة المنشأة

جدول رقم (١٢) نتائج تحليل الانحدار لاختبار اثر استقلالية مجلس الادارة

على قيمة المنشأة

اختبارات الازدواج الخطى		قيمة P	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
VIF	tolerance						
		,000	-10,062		,082	- ,728	ثابت الانحدار
1,342	,745	**,024	-2,268	-,086	,047	-,107	نسبة المديونية
1,315	,760	***,000	12,441	,469	,010	,127	الحجم
1,404	,712	***,000	13,510	,526	,004	,059	حجم مجلس الادارة
1,409	,710	***,000	6,404	,250	,012	,076	استقلالية المدير التنفيذي.

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1% حيث أن $(P < ,01)$ ** الفروق داله عند مستوى معنوية 5% حيث أن $(P < ,05)$

أظهرت نتائج الانحدار للنموذج الرابع والموضحة بالجدول رقم (١٢) نتائج نموذج الانحدار بالنسبة للمتغير التابع (Tobin's Q)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (0,000)، بين استقلالية مجلس الادارة وقيمة المنشأة مقاسه ب (Tobin's Q)، وهذا يعنى قبول الفرض الرابع ويتفق هذا مع نتائج الدراسات السابقة (Amer et al, 2014 & Rutledge, 2016)، أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة، تشير نتائج الانحدار إلى وجود علاقة سالبة بين متغير نسبة المديونية وقيمة المنشأة وذلك عند مستوى (0,24)، بمعنى ان ارتفاع نسبة مديونية المنشأة يؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة، ويتفق هذا مع ما توصلت اليه دراسة (Chaiporn and Jittima, 2014)

كما أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (0,000)، بالنسبة لمتغير حجم المنشأة، وقيمة المنشأة، ويتفق هذا مع دراسة (Papadakis, 2006)، كذلك أشارت النتائج بوجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (0,000)، بين متغير حجم مجلس الادارة وقيمة المنشأة، وهو ما يتفق مع نظرية تبعية الموارد التي تؤيد كبر حجم مجلس الادارة لما له من منافع ممثله في الخبرات المتنوعة للاعضاء والعلاقات الخارجية المختلفة، واتخاذ القرارات بشكل جماعى، وهو ما قد يكون له تأثيره الايجابى على أداء وقيمة المنشأة.

القسم الثاني : نتائج اختبار الأثر التفاعلي بين آليات التحسين الإداري

(فترة بقاء المدير التنفيذي - عمر المدير التنفيذي - ازدواجية المدير التنفيذي) واستقلالية المجلس على قيمة المنشأة

- نتائج اختبار الأثر التفاعلي بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة واستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة

أ- اختبار معنوية نموذج الانحدار المتعدد والقدرة التفسيرية للنموذج

جدول رقم (١٣): معنوية نموذج الانحدار والقدرة التفسيرية للنموذج

F	المعنوية	معامل الارتباط	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل
١٩١,٧٩٥	,٠٠٠	٧٧,٧	٦٠,٣	٦٠,٠

ينضح من الجدول (١٣) مايلي :

أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد السابق تقديره معنوى بمستوى (٠,٠٠٠)، كما تبلغ قيمة F (١٩١,٧٩٥)، معامل التحديد R^2 للنموذج يبلغ (٦٠,٣%)، ومعامل التحديد المعدل يبلغ (٦٠,٠%)، أى أن المتغير المستقل بالنموذج (التفاعل المشترك بين فترة بقاء المدير واستقلالية المجلس) يفسر ٦٠,٠% تقريباً من التغير في المتغير التابع (قيمة المنشأة) .

- نتيجة اختبار الأثر التفاعلي بين فترة بقاء المدير واستقلالية المجلس على قيمة المنشأة

جدول رقم (١٤) نتائج تحليل الانحدار لاختبار الأثر التفاعلي بين فترة بقاء المدير

واستقلالية المجلس على قيمة المنشأة

اختبارات الازدواج الخطي		قيمة P	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
VIF	tolerance						
		,٠٠٠	-٦,٦٢٥		,٠٧٢	-,٤٧٨	ثابت الانحدار
١,٣١٢	,٧٦٢	** ,٠٠٧	-٢,٦٩٣	-,٠٨٦	,٠٤٠	-,١٠٧	نسبة المديونية
١,٣٨٩	,٧٢٠	*** ,٠٠٠	١٠,٨٨٨	,٣٦٠	,٠٠٩	,٠٩٧	الحجم
١,٢٤٤	,٨٠٤	*** ,٠٠٠	٦,٧٤٠	,٢١١	,٠٠٤	,٠٢٤	حجم مجلس الإدارة
١,٢٨٥	,٧٧٨	*** ,٠٠٠	١٥,٦٢٨	,٤٩٧	,٠٠٠	,٠٠٢	التفاعل المشترك بين فترة بقاء المدير واستقلالية المجلس

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن $(P < ,٠١)$

** الفروق داله عند مستوى معنوية ٥% حيث أن $(P < ,٠٥)$

أظهرت نتائج نموذج الانحدار، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (،٠٠٠) بين (الأثر التفاعلي بين فترة بقاء المدير واستقلالية وقيمة المنشأة) وقيمة المنشأة، وهذا يعنى قبول الفرض الأول، حيث أن استقلال المجلس يعزز من الرقابة على أنشطة الإدارة، ويحد من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين. ويقلل من مخاطر التحصين الإداري Managerial Entrenchment وهو ما قد يتعكس على قيمة المنشأة، ويتفق ذلك مع نظرية الوكالة (Agency Theory). أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة فقد أظهرت النتائج أيضا وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (،٠٠٠) بالنسبة لكل من متغيري (حجم مجلس الإدارة - حجم المنشأة) وعلاقة سالبة ودالة عند مستوى (،٠٠٧) بالنسبة لمتغير نسبة المديونية.

• نتائج اختبار الأثر التفاعلي بين عمر المدير التنفيذي واستقلالية المجلس على قيمة المنشأة

أ- اختبار معنوية نموذج الانحدار المتعدد والقدرة التفسيرية للنموذج

جدول رقم (١٥): معنوية نموذج الانحدار والقدرة التفسيرية للنموذج

F	المعنوية	معامل الارتباط	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل
٩٢,٧٩٥	,٠٠٠	٦٥,٥	٤٢,٩	٤٢,٤

ينضح من الجدول رقم (١٥) مايلي :

أن نموذج الانحدار الخطى المتعدد السابق تقديره معنوى بمستوى (،٠٠٠)، كما تبلغ قيمة F (٩٢,٧٩٥)، معامل التحديد R^2 للنموذج يبلغ (٤٢,٩%)، ومعامل التحديد المعدل يبلغ (٤٢,٤%)، أى أن المتغير المستقل بالنموذج (التفاعل المشترك بين عمر المدير واستقلالية المجلس) يفسر ٤٢,٤% تقريباً من التغير فى المتغير التابع (قيمة المنشأة).

ب- نتيجة اختبار الأثر التفاعلي بين عمر المدير التنفيذي واستقلالية المجلس على قيمة المنشأة

جدول رقم (١٦) نتائج تحليل الانحدار اختبار الأثر التفاعلي بين عمر المدير التنفيذي واستقلالية المجلس على قيمة المنشأة

اختبارات الازدواج الخطي		قيمة P	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
VIF	tolerance						
		,٠٠٠	-١٠,٧٧٦		,٠٨٤	-,٩٠١	ثابت الانحدار
١,٣٠٨	,٧٦٥	**٠,٠٠٢	-٣,٠٨٦	-,١١٩	,٠٤٨	-,١٤٧	نسبة المديونية
١,٣٥٧	,٧٣٧	***,٠٠٠	١٣,٠٣٨	,٥١١	,٠١١	,١٣٨	الحجم
١,٧٩٣	,٥٥٨	***,٠٠٠	١١,٤٧٣	,٥١٧	,٠٠٥	,٠٥٨	حجم مجلس الإدارة
١,٩٠٠	,٥٢٦	***,٠٠٠	-٣,٩٨٤	-,١٨٥	,٠٠٠	-,٠٠١	التفاعل المشترك بين عمر المدير واستقلالية المجلس

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن $(P < ,٠١)$

** الفروق داله عند مستوى معنوية ٥% حيث أن $(P < ,٠٥)$

أظهرت نتائج نموذج الانحدار، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى $(,٠٠٠)$ بين (التفاعل المشترك بين فترة عمر المدير واستقلالية المدير) وقيمة المنشأة، وهذا يعني قبول الفرض الثانى بوجود علاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة. ويتفق هذا مع نتائج دراسة (Diks, 2016) أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة فقد أظهرت النتائج أيضا وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى $(,٠٠٠)$ بالنسبة لكل من متغيرى (حجم مجلس الإدارة - حجم المنشأة) وعلاقة سالبة ودالة عند مستوى $(,٠٠٢)$ بالنسبة لمتغير نسبة المديونية .

• نتائج اختبار الأثر التفاعلي بين ازدواجية المدير التنفيذي واستقلالية المجلس على قيمة المنشأة

أ- اختبار معنوية نموذج الانحدار المتعدد والقدرة التفسيرية للنموذج

جدول رقم (١٧): معنوية نموذج الانحدار والقدرة التفسيرية للنموذج

F	المعنوية	معامل الارتباط	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل
١٩٨,٠٨٩	,٠٠٠	٧٨,٢	٦١,١	٦٠,٨

يتضح من الجدول رقم (١٧) مايلي :

أن نموذج الانحدار الخطى المتعدد السابق تقديره معنوى بمستوى (٠,٠٠٠)، كما تبلغ قيمة F (١٩٨,٠٨٩)، معامل التحديد R^2 للنموذج يبلغ (٦١,١%)، ومعامل التحديد المعدل يبلغ (٦٠,٨%)، أى أن المتغير المستقل بالنموذج (التفاعل المشترك بين ازدواجية المدير واستقلالية المجلس) يفسر ٦٠,٨% تقريباً من التغير فى المتغير التابع (قيمة المنشأة) .

• نتيجة اختبار الأثر التفاعلى بين ازدواجية المدير التنفيذى واستقلالية المجلس

على قيمة المنشأة

جدول رقم (١٨) نتائج تحليل الانحدار أثر التفاعل المشترك بين ازدواجية المدير واستقلالية

المجلس على قيمة المنشأة

اختبارات الازدواج الخطى		قيمة P	قيمة (t)	قيمة الخطأ (Beta)	قيمة (B)	المتغيرات
VIF	tolerance					
		,٠٠٠	-٩,٠١١	,٠٦٩	-,٦٢٢	ثابت الانحدار
١,٣١٣	,٧٦٢	**,٠٠٩	-٢,٦٣٩	-,٠٨٤	-,١٠٤	نسبة المديونية
١,٣٢٦	,٧٥٤	**,٠٠٠	١٣,٣٥٢	,٤٢٧	,١١٦	الحجم
١,٢٢١	,٨١٩	**,٠٠٠	٧,١٥٦	,٢٢٠	,٠٢٥	حجم مجلس الإدارة
١,١٨٥	,٨٤٤	**,٠٠٠	١٦,٠٩٦	,٤٨٦	,٠٠١	التفاعل المشترك بين ازدواجية المدير واستقلالية المجلس

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن $(P < ,٠١)$

** الفروق داله عند مستوى معنوية ٥% حيث أن $(P < ,٠٥)$

أظهرت نتائج نموذج الانحدار ،وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (٠,٠٠٠) بين (الأثر التفاعلى بين ازدواجية المدير واستقلالية المجلس) وقيمة المنشأة. وهذا يعنى قبول الفرض الثالث بوجود علاقة موجبة بين متغير التفاعل المشترك بين ازدواجية المدير التنفيذى واستقلالية مجلس الادارة ،أى أن استقلالية مجلس الإدارة تقدم مزيداً من المراقبة. يرتبط وجود أعضاء مستقلين في المجلس بشكل إيجابي مع أداء المنشأة كما تتبأت به نظرية الإشراف (Stewardship Theory) أن الجمع بين منصبى المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة يعطى المدير التنفيذى قوة أكبر، ويوفر له حافز على الانجاز وهو ما قد يؤثر ايجابيا على قيمة المنشأة، أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة فقد أظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (٠,٠٠٠) بالنسبة لكل من متغيرى (حجم مجلس الادارة - حجم المنشأة) وعلاقة سالبة ودالة عند مستوى (٠,٠٠٩) بالنسبة لمتغير نسبة المديونية .

النتائج

أوضحت نتائج الدراسة مايلي :

- **قبول الفرض الأول:** بوجود علاقة إيجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة (كمتغير مستقل) وقيمة المنشأة (كمغير تابع) مقاسا بنموذج Tobin's Q. فقد أوضحت نظرية الوكالة، أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة ترتبط بمزيد من التحصين الأدارى ، ويرجع ذلك إلى أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة تؤثر على اتخاذ القرارات وسياسات الاستثمار .وهو ما قد يؤثر على أداء وقيمة المنشأة.
 - **رفض الفرض الثاني:** بوجود علاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة مقاسا بنموذج Tobin's Q.
 - **قبول الفرض الثالث:** بوجود علاقة ايجابية بين ازدواجية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة مقاسا بنموذج Tobin's Q. فقد اوضحت نظرية الإشراف (Stewardship Theory) أن الجمع بين منصبى المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يعطى المدير التنفيذي قوة أكبر ، ويوفر له حافز على الانجاز ويزيل أى غموض فيما يتعلق بالمسئولية عن تحقيق النتائج ويقلل من الارتباك والصراع المحتمل بينهما كما يسهل كفاءة وفعالية اتخاذ القرارات الاستراتيجية، وهوما قد يؤثر إيجابيا على قيمة المنشأة.
 - **قبول الفرض الرابع بوجود علاقة ايجابية بين استقلالية مجلس الادارة وقيمة المنشأة** مقاسا بنموذج Tobin's Q. نظرا لان المديرين المستقلين يمتلكون الخبرة فى الإدارة وإتخاذ القرارات ، ويتمتعون بمهارات فنية وتحليلية، كما انهم أقل ذاتية لتعارض المصالح وأكثر حرصا على حقوق حملة الأسهم.
- بالنسبة للقسم الثانى من الدراسة " الخاص باختبار الفرض الخامس الاثر التفاعلى لنبود التحصين الادارى واستقلالية المجلس " فقد أوضحت النتائج مايلي :
- وجودعلاقة إيجابية بين متغير الأثر التفاعلى بين فترة بقاء المدير المدير فى منسبة واستقلالية المجلس (كمغير مستقل) وبين قيمة المنشأة (كمغير تابع) مقاسا بنموذج (Tobin's Q).
 - وجود علاقة سلبية بين متغير الأثر التفاعلى بين عمر المدير واستقلالية المجلس (كمغير مستقل) وبين قيمة المنشأة متغير تابع مقاسا بنموذج (TobinQ).

- وجود علاقة ايجابية بين متغير الأثر التفاعلي بين ازدواجية المدير التنفيذي واستقلالية المجلس (كمتغير مستقل) وبين قيمة المنشأة (كمتغير تابع) مقاسا بنموذج (Tobin's Q). كما أوضحت النتائج ارتفاع القوة التفسيرية لتلك النماذج مقارنة بالنماذج المماثلة دون التأثير التفاعلي، وتلك النتيجة قد تدعم استقلالية مجلس الإدارة وتتسق تلك النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة (Ammari et al, 2016 & Rutledge et al., 2016) ان استقلالية مجلس الإدارة عامل حاسم في اداء المنشآت.

التوصيات

١. زيادة نطاق مشاركة اعضاء من خارج المنشأة ضمن عضوية مجلس الإدارة
٢. ضرورة الفصل بين دور المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.

الدراسات المستقبلية

١. اجراء دراسة مقارنة عن أثر آليات التحسين الإداري على قيمة المنشأة باستخدام نموذج Tobin`Q و " ROA " معدل العائد على الأصول" لمعرفة أثر اليات التحسين الإداري في ظل اختلاف مقياس قيمة المنشأة.
٢. دراسة أثر آليات التحسين الإداري على الشركات المالية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

١. أسعد ، محمد العماد سعد ، ٢٠١٥ " أثر تطبيق آليات الحوكمة المفصح عنها على الأداء المالي دراسة نظرية تطبيقية على الشركات المساهمة فى المملكة العربية السعودية "، رسالة ماجستير ، جامعه أم القرى.
٢. الفضل ،مؤيد محمد على ، راضى، نوال حربى، ٢٠١٠، " العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة فى ضوء نظرية الوكالة" مجلة القادسية للعلوم الإدارية ، المجلد ١٢ (٤) : ١٣٠-١٧٣.
٣. دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات ،جمهورية مصر العربية ،٢٠١١،مركز المديرين، وزارة الاستثمار ، فبراير : ١-٢٥.
٤. عفيفى، هلال عبدالفتاح، ٢٠١٧، " أثر التحسين الإدارى وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية "،مجلة البحوث التجارية،كلية التجارة،جامعة الزقازيق، العددالأول: ٣٣٩-٤٤٢.
٥. عنانى، محمد عبد السميع، ٢٠١١، " التحليل القياسى والأحصائى للعلاقات الاقتصادية مدخل حديث باستخدام WindowsSpss"، الطبعة الثالثة ، المؤلف ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق.
٦. مليجى، مجدى عبد الحكيم ، ٢٠١٦ ، " دراسة الأثر التفاعلى لجودة الأرباح المحاسبية وآليات الحوكمة على احتمال تعرض الشركة لمخاطر الفشل المالى :ادلة عملية من البيئة المصرية. مجلة المحاسبة والمراجعة،جامعة،جامعه بنى سويف، المجلد ٤ (٢) : ١-٥٢ .

ثانيا : المراجع الاجنبية

1. Abidin, Z, Z., Kamal, N, M., Jusoff, K. 2009. Board structure and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 1(1):150-164.
2. Alabdullah, T. T. Y., Yahya, S., and Ramayah, T. 2014. Corporate governance mechanisms and Jordanian companies' financial performance. *Asian Social Science*, 10(22): 247-262.
3. Amer, M., Ragab, A. A., and Ragheb, M. A. , 2014. Board characteristics and firm performance: Evidence from Egypt. *In 6th Annual American Business Research Conference, New York, and USA*.
4. Ammari, A., Bouteska, A. and Regaieg, B., 2016. CEO Entrenchment and Performance: New Evidence Using Nonlinear Principal Component Analysis. [Online at https://mpra.ub.uni-muenchen.de/7-5529/](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/7-5529/) MPRA Paper No. 75529, posted 15 December 2016 15:58 UTC.
5. Antia, M., Pantzalis, C., Park, JC. 2010. CEO decision horizon and firm performance: *An empirical investigation. Journal of Corporate Finance*, 16: 288–301.
6. Aubert, N., Garnotel, G., Lapied, A., and Rousseau, P. 2014. Employee ownership: A theoretical and empirical investigation of management entrenchment vs. reward management. *Economic Modelling*, 40: 423-434.
7. Awan, S. H. 2012. Effect on board composition on firm performance: A case of Pakistan listed companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10): 853-863.
8. Baiman, S. 1990. Agency research in managerial accounting: A second look. *Accounting, Organizations and Society*, 15(4): 341-371.
9. Baulkaran, V. 2014. Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(1): 70-81.

10. Baysinger, B. D., Kosnik, R. D., and Turk, T. A. 1991. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34(1): 205-214.
11. Berger, P. G., Ofek, E., and Yermack, D. L. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4): 1411-1438.
12. Black, B.S., Rachinsky, A. 2006. Corporate Governance and Firm's Market Values: Time Series Evidence from Russia. *Emerging Market Review*, 7:361-379.
13. Castañer, X., and Kavadis, N. 2013. Does "good" governance prevent "bad" strategy? A study of corporate governance, financial diversification, and value creation by French corporations, 2000-2006. *Strategic Management Journal*, 34(7) : 863-876.
14. Chaiporn, V., and Jittima, T. 2014. The Effect of Leverage on Performance: Domestically-Oriented vs. Internationally-Oriented Firms, [Online at WWW. SSRN.com](http://WWW.SSRN.com).
15. Cheng, S. 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of financial economics*, 87(1): 157-176.
16. Chen, C. X., Lu, H., and Sougiannis, T. 2012. The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1): 252-282.
17. Chen, C. X., Lu, H., and Sougiannis, T. 2012. The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1): 252-282.
18. Chen, Y., Wang, Y., and Lin, L. 2014. Independent directors' board networks and controlling shareholders' tunneling behavior. China. *Journal of Accounting Research*, 7(2): 101-118.
19. Chen, J. J., and Zhang, H. 2014. The impact of the corporate governance code on earnings management—Evidence from Chinese listed companies. *European Financial Management*, 20(3): 596-632.

- 20.Christensen, J., Kent, P., Routledge, J., and Stewart, J. 2015. Do corporate governance recommendations improve the performance and accountability of small listed companies?. *Accounting and Finance*, 55(1): 133-164.
- 21.Cline, B. N., and Yore, A. S. 2016. Silverback CEOs: Age, experience, and firm value. *Journal of Empirical Finance*, 35:169-188.
- 22.Connelly, J.T., Limpaphayom, P.,and Nagarajan, N.J. 2012. Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking and Finance* , 36: 1722-1743.
- 14.Cook, M. L., and Burrell, M. J. 2013. The impact of CEO tenure on cooperative governance. *Managerial and decision economics*, 34(3-5): 218-229.
- 15.Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3): 371-406..
- 16.Daily, C. M., and Dalton, D. R. 1994 . Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37: 1603-1617
- 17.Daily, C. M., McDougall, P. P., Covin, J. G. and Dalton, D. R., 2002. Governance and Strategic Leadership in Entrepreneurial Firms. *Journal of Management*, 28(3): 387-412
- 18.Dalton, D. R., and Dalton, C. M. 2011. Integration of micro and macro studies in governance research: CEO duality, board composition, and financial performance. *Journal of Management* 37: 404-411.
- 19.Diks, J . 2016. The impact of CEO characteristics on firm value [.http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=141992](http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=141992).
- 20.Eduardo, M., and Poole, B. 2016. CEO age and gender: Subsequent market performance. *Cogent Business & Management*, 3(1): 3-11.
- 21.Eisenhardt, K. M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1): 57-74.

22. Ellili, N., 2012. Managerial Entrenchment: Model and Impact on the Shareholders' Wealth, *Corporate Ownership and Control*, 9(2): 449-460.
23. Fama, E. F, 1980. Agency Problem and the Theory of Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2): 288-307.
24. Fama, E. F., and Jensen, M. C. 1983a. Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2): 327-349.
25. Fama, E. F. ,and Jensen, M. C, 1983b. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
26. Ferreira, D., Ferreira M., Raposo, C. 2014. Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics*, 99: 523–545
27. Franks, J., Mayer, C., and Renneboog, L. 2001. Who disciplines management in poorly performing companies?. *Journal of Financial Intermediation*, 10(3-4):209-248.
28. Fredrickson, J. W., Hambrick, D. C., and Baumrin, S. 1988. A model of CEO dismissal. *Academy of Management Review*, 13(2): 255–270.
29. Gómez, J. I. M., Cortés, D. L., and Betancourt, G. G. 2017. Effect of the Board of Directors on firm performance. *International Journal of Economic Research*. 4 (6):349-361.
30. Gove, S., and Junkunc, M. 2013. Dummy constructs? Binomial categorical variables as representations of constructs: CEO duality through time. *Organizational Research Methods*, 16: 100-126.
31. Han, B. 2006. Insider ownership and firm value: evidence from real estate investment trusts. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 32(4): 471-493
32. Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3): 535-555.
33. Hill, C. W. L., and Phan, P. 1991. CEO tenure as a determinant of CEO pay. *Academy of Management Journal*, 34:707–717.

- 34.Horstmeyer, D. (2019). Beyond independence: CEO influence and the internal operations of the board. *Quarterly Journal of Finance*, 9(2): 1950006.
- 35.Hu, A., and Kumar, P. 2004. Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4): 759-790.
- 36.Janakiraman, S., Radhakrishnan, S., and Tsang, A. 2010. Institutional investors, managerial ownership, and executive compensation. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 25(4): 673-707.
- 37.Jensen, M. C., and Ruback, R. S. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1-4):5-50.
- 38.Joh, S. W. 2003. Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of financial Economics*, 68(2): 287-322.
- 39.Kang, S. H., Kumar, P., and Lee, H. 2006. Agency and corporate investment: the role of executive compensation and corporate governance. *The Journal of Business*, 79(3): 1127-1147
- 40.Katerina, D., 2018. The Relationship Between CEO Tenure and Firm Financial Performance in Energy Companies [https://dspace.spbu.ru/bitstream/11701/13060/1/Master Thesis Katerina Dobrev a .pdf](https://dspace.spbu.ru/bitstream/11701/13060/1/Master%20Thesis%20Katerina%20Dobrev%20a%20.pdf).
- 41.Kaur, R., and Singh, B. 2018. CEOs' Characteristics and Firm Performance: A Study of Indian Firms. *Indian Journal of Corporate Governance*, 11(2): 185-200.
- 42.Kokeno.S.O., and Muturi.W. 2016 . Effects of chief executive officer characteristics on the financial performance of firms listed at the Nairobi securities exchange. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, (7)July:307-318.
- 43.Kor, YY.,and Misangyi, V.F. 2008. Outside directors industry-specific experience and firm's liability of newness. *Strategic Management Journal*, 29(12):1345-1355

44. Krause, R., and Semadeni, M. 2013. Apprentice, departure, and demotion: An examination of the three types of CEO–board chair separation. *Academy of Management Journal*, 56: 805-826.
45. Kumar, P., and Rabinovitch, R. 2013. CEO entrenchment and corporate hedging: Evidence from the oil and gas industry. *Journal of financial and quantitative analysis*, 48(3): 887-917.
46. Lambert, R. A., and Larcker, D. F. 1991. Executive compensation, corporate decision-making and shareholder wealth: A review of the evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 2(4):6-22.
47. Landier, A., Sauvagnat, J., Sraer, D., and Thesmar, D. 2013. Bottom-up corporate governance. *Review of Finance*, 17:161–201.
48. Lee, J. 2009. Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms. *international Journal of the economics of Business*, 16(2):189-203.
49. Lefort, F., Urzua, F. 2008. Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61: 615- 622.
50. Liao, L. K., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: an empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2): 169-192.
51. Limbach, P., Schmid, M. and Scholz, M.,. 2016. All good things come to an end: CEO tenure and firm value. 19th Annual Conference of the Swiss Society for Financial Market Research (SGF). <http://www.alexandria.unisg.ch/publications/248324>
52. Linck, J., Netter, T. Yang, M. 2008. The Determinants of Board Structure. *Journal of Financial Economics*, (87) :308-328.
53. Luo, J. H., Wan, D. F., and Cai, D. 2012. The private benefits of control in Chinese listed firms: Do cash flow rights always reduce controlling shareholders' tunneling?. *AsiaPacific Journal of Management*, 29(2):499-518.

- 54.Mamatzakis, E., and Bermpei, T. 2015. The effect of corporate governance on the performance of US investment banks. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 24(2-3):191-239
- 55.Margaritis, D., and Psillaki, M. 2010. Capital structure, equity CEO Age and firm performance.*Journal of Banking and Finance* 34:621-632.
- 56.Miglani, S., Ahmed, K., and Henry, D. 2015. Voluntary corporate governance structure and financial distress: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(1):18-30.
- 57.Moussa, S., RACHDI, H., and Ammeri, A. 2013. Governance, Managers' Entrenchment and Performance: Evidence in French Firms Listed in SBF 120. *International Journal of business and social research*, 3(2): 35-48.
- 58.Musteen, M., Barker, L.,and Baeten, L. 2006. CEO attributes associated with attitude toward change: the direct and moderating effects of CEO tenure. *Journal of Business Research* ,59:604–612.
- 59.Papadakis, V. M. 2006. Do CEOs shape the process of making strategic decisions? Evidence from Greece. *Management Decision*, 44(30): 367–394.
- 60.Paquerot, M. 1997. Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle. *Le gouvernement des entreprises*, 105-138.
- 61.Pigé, B. 1998. Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires. *Finance Contrôle Stratégie*, 1 (3):131-158.
- 62.Rashid, A. 2010. CEO duality and firm performance: Evidence from a developing country. *Corporate Ownership and Control*, - 8(1):163-175.
- 63.Rashid, A. 2018. Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1): 34-49.

64. Rodrigues, J. J. M., António, N. J. D. S. 2011. Managers entrenchment, power and corporate governance . *Euro Asia Journal of Management*, 21(40):39-50 .
65. Rosenstein, S., and Wyatt, J. G. 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.
66. Rutledge, R. W., Karim, K. E., and Lu, S. 2016. The effects of board independence and CEO duality on firm performance: evidence from the NASDAQ-100 index with controls for endogeneity. *Journal of Applied Business and Economics*, 18(2): 49- 71
67. Scott, K. E, 1983. Corporation Law and the American Law Corporate Governance Project. *Stanford Law Review* 35: 927-947.
68. Serfling, M. 2014. CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance* 25: 251–273.
69. Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1989. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1): 123-139.
70. Soojin Y. 2013. The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics* 108: 250–273.
71. Watts, R. L., and Zimmerman, J. L. 1986. Positive accounting theory.
72. Watts, R. L., and Zimmerman, J. L. 1990. Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.
73. Wanrong, H., Sali, L., and Richard, P. 2013. How do CEOs matter? The moderating effects of CEO compensation and tenure on equity ownership in international joint ventures. *Journal of International Management* 19: 138–151.
74. Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 20: 431-460.
75. Xie, Q. 2014. CEO tenure and ownership mode choice of Chinese firms: The moderating roles of managerial discretion. *International Business Review*, 23(5): 910-919.
76. Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., and Jiang, Y. 2008. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1): 196-220.