

**تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة**  
**"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"**

دكتور

**سيد سالم محمد أبو سالم**

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

## تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

سيد سالم محمد أبو سالم

مدرس بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

### ملخص

استهدف البحث الحالي التحقق من تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية، خاصة في ظل ندرة الدراسات السابقة التي استهدفت التحقق من هذا التأثير داخل البيئة المصرية. ولتحقيق هذا الهدف، قام الباحث ببناء مؤشر مجمع لقياس قوة المدير التنفيذي الأول يتألف من أربعة بنود (آليات)، هي: (١) ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، (٢) فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، (٣) ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة، (٤) إستقلالية مجلس الإدارة. ومن أجل اختبار فرضيات البحث، اعتمد الباحث على عينة مكونة من مائة شركة مساهمة مصرية (٤٠٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة، وتنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠١٣م و٢٠١٦م. وبعد ضبط التأثيرات المحتملة لكل من حجم مجلس الإدارة، حجم الشركة، التوزيعات النقدية المدفوعة، فرص نمو الشركة، والرافعة المالية (المديونية) على تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المصرية، توصل الباحث من خلال الاعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد إلى وجود علاقة موجبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وتكاليف الوكالة. وفيما يتعلق بتأثير الآليات (البنود) الأربعة التي يتألف منها مؤشر القوة على تكاليف الوكالة، أظهرت نتائج البحث وجود علاقة موجبة بين كل من ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، وجود أغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وبين تكاليف الوكالة. في حين أظهرت نتائج البحث عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة ما يمتلكه المدير التنفيذي الأول من أسهم الشركة وبين تكاليف الوكالة.

**الكلمات الدالة:** قوة المدير التنفيذي الأول، تكاليف الوكالة، معدل دوران

الأصول، نظرية الوكالة.

## ١. مشكلة البحث

تصوغ نظرية الوكالة (Agency Theory) العلاقة بين الملاك والإدارة في شكل علاقة وكالة يعرفها كل من ( Jensen and Meckling, 1976: p. 308) بأنها: "عقد يتفق بمقتضاه شخص أو أكثر يسمى (الأصيل) مع شخص آخر يسمى (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، والذي يتضمن أو يشتمل تفويض سلطة اتخاذ بعض القرارات للوكيل." فوفقاً لتلك العلاقة يوفر الطرف الأول (الأصيل) الموارد التي يعهد بها إلى الطرف الثاني (الوكيل) ليقوم بإدارتها نيابة عن الأصيل، حيث يعد الوكيل (الإدارة) نائباً ومفوضاً عن الأصيل (الملاك) سلطة اتخاذ بعض القرارات (بما في ذلك سلطة إجراء تعاقدات أخرى نيابة عن الأصيل).

وعلى الرغم من قبول معيار تعظيم ثروة الملاك كهدف لإدارة المنشأة، وكدليل على كفاءة الإدارة من وجهة نظر الملاك، إلا أنه من الخطأ الاعتقاد بأن إدارة المنشأة تسعى فقط لخدمة مصالح الملاك. فالنموذج البشري أو الإنساني الذي تنبنى عليه نظرية الوكالة هو أن الفرد ذاتي المصلحة، يعظم مكاسبه الإقتصادية بشكل عقلاني. هذا النموذج يؤمن بالفرديانية، وينبنى على فكرة وجود صراع أو تعارض في المصالح بين المالك والمدير (Donaldson and Davis, 1991).<sup>(١)</sup> وهو ما يعنى أنه إذا تعارضت مصلحة الأصيل مع مصلحة الوكيل في أى موقف قرارى، فإن الوكيل سيقدم مصلحة الذاتية على مصلحة الأصيل، وإلا ما كان له أن يتسم بالرشد الاقتصادى. وفي أغلب الأحوال، قد يعنى تقديم الوكيل مصلحة الذاتية على مصلحة موكله، الإنتقاص من مصلحة (ورفاهية) الأصيل (أبو العز، ٢٠١٥).

(١) يطلق علماء علم النفس التنظيمى على هذا النوع من النماذج البشرية اسم (نظرية X). ويرجع الفضل في تطوير هذه النظرية إلى دوغلاس ماكجريجور (Douglas M. McGregor) في ستينيات القرن المنصرم، حيث قام ماكجريجور بجمع إفتراضات النظرية التقليدية للإدارة، وأطلق عليها اسم "نظرية X". وتنبنى "نظرية X" على إفتراض أساسى مؤداه أن الفرد بطبيعته كسول ويتجنب بذل الجهد إذا ما كان في وسعه ذلك، أضف إلى ذلك أنه إنسان منغلق داخلياً كل ما يهمله هو تحقيق مصلحة الذاتية. لذا، فإن فلسفة الإدارة بشأن توجيه سلوك الأفراد في ظل هذه النظرية، تقوم على ضرورة توجيه طاقاتهم وتحفيزهم والرقابة على أفعالهم وتغيير سلوكهم بما يتوافق مع أهداف وحاجات المنشأة، وأنه بدون هذا التدخل النشط من جانب الإدارة، فإن الأفراد ستسودهم حالة التراخي، وسيسعون بكل السبل الممكنة لتحقيق أهدافهم الذاتية حتى ولو كان ذلك على حساب تحقيق أهداف المنشأة. ويتضح من ذلك أن "نظرية X" تعتمد كلية على الرقابة الخارجية للسلوك البشري، حيث أن فلسفة تقييم الأداء في ظل هذه النظرية لا تخرج عن كونها عملية فحص الفرد بوضعه تحت الميكروسكوب، وذلك فيما يعرف "بمفهوم الإدارة بالوائج" (سليمان وأبو إدريس، ١٩٩٦).

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

لذا، يرى كل من (Jensen and Meckling, 1976) أنه من المستحيل عادةً بالنسبة للأصيل أو الوكيل عند تكلفة صفر، التأكد من أن الوكيل سوف يقوم باتخاذ قرارات مثلى من وجهة نظر الأصيل. ففى معظم علاقات الوكالة سيتكبد كل من الأصيل والوكيل تكاليف مراقبة وضمانة موجبة (غير مالية إضافة إلى المالية). فمن ناحية، يمكن للأصيل أن يحد من الانحرافات عن تحقيق مصلحته، من خلال وضع أو خلق الحوافز المناسبة للوكيل، ومن خلال تكبد تكاليف مراقبة (Monitoring Expenditures) تصمم للحد من الأنشطة الشاذة للوكيل. من ناحية أخرى، فإن هناك بعض الحالات أو المواقف التى ستدفع الوكيل لإنفاق موارد لضمان أنه - أى الوكيل - لن يتخذ أية إجراءات من شأنها أن تضر بمصلحة الأصيل، أو لضمان أن الأصيل سيتم تعويضه إذا ما اتخذ الوكيل مثل هذه الإجراءات ( Bonding Expenditures). وبالطبع، ينشد الوكيل من وراء تكبد تلك النفقات كسب ثقة الأصيل وتقديره، من خلال إقناع الأصيل بأنه يعمل جاهداً لتعظيم رفايته، وأنه يتخذ قرارات مثلى من وجهة نظر الأصيل.<sup>(٢)</sup>

(٢) علاوة على ذلك، يرى كل من (Jensen and Meckling, 1976) أنه سيكون هناك بعض الاختلافات بين القرارات التى يتخذها الوكيل من وازع منفعة الذاتية، وتلك القرارات التى من شأنها أن تعظم رفايته الأصيل. لذا، يرى أن المعادل الدولارى لمقدار الإنخفاض فى مستوى رفايته (أو ثروة) الأصيل، والذى سيتعرض له الأصيل نتيجة هذا الاختلاف أو التعارض، هو أيضاً تكلفة لعلاقة الوكالة، أطلقاً عليها "الخسارة المتبقية" (Residual Loss). وعلى ذلك، عرف كل من (Jensen and Meckling, 1976) تكاليف الوكالة، بأنها: مجموع (١) نفقات المراقبة من قبل الأصيل؛ (٢) نفقات الضمانة من قبل الوكيل؛ و(٣) الخسارة المتبقية.

وقد ألفت تلك التعارضات المحتملة بين الأصيل والوكيل، الضوء على أهمية الدور الذي يمكن أن يلعبه المدير التنفيذي الأول (Chief Executive Officer "CEO") في زيادة التكاليف المترتبة على إبرام عقد الوكالة بين الملاك والإدارة، وذلك باعتباره المسئول التنظيمي الأول داخل الشركة، والذي يعتلى قمة الإدارة التنفيذية العليا بها.<sup>(٣)</sup> فقد تأثر التفكير بشأن الإدارة الاستراتيجية وسياسة الأعمال إلى حد كبير بنظرية الوكالة، والتي ترى أن المديرين التنفيذيين (CEOs) لن يعملوا من أجل تعظيم عوائد المساهمين، ما لم يتم تزويد الشركات كبيرة الحجم هيكل الحوكمة المناسبة التي تضمن تقييد هيمنة أو سيطرة المديرين التنفيذيين على مجريات الأمور داخل الشركات التي يخدمون بها (Donaldson and Davis, 1991).<sup>(٤)</sup>

تميل السلطة إلى الإفساد، والسلطة المطلقة تفسد إفساداً مطلقاً (لورد أكتون، ١٨٨٧).<sup>(٥)</sup> هذا التحذير الملحمي الذي يوحى بأن القائد الذي يتمتع بالسلطة المهيمنة يميل إلى إلحاق الضرر بالآخرين، شكل بشكل كبير التفكير في السلطة والسياسة. فقد برزت وجهة نظر مفادها أن المديرين التنفيذيين

(٣) يعرف دليل الحوكمة المصري في نسخته المحدثة الصادرة في يولييه ٢٠١٦م المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب)، بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذي ينتدبه المجلس ليقوم بالإدارة الفعلية للشركة، ويعتلى هرم السلطة التنفيذية بها، ويحدد مجلس الإدارة اختصاصاته ومكافاته" (فقرة ٨/١). وقد أشار ذات الدليل في الفقرة (٥/٢/٢) إلى أنه من أهم مسؤوليات ومهام المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب)، في ضوء الصلاحيات الممنوحة له من مجلس الإدارة، ما يلي: (أ) تنفيذ الإستراتيجية وخطة الشركة السنوية الموضوعية والمعتمدة من مجلس الإدارة؛ (ب) رئاسة العمل التنفيذي بالشركة وتصريف أمورها اليومية، والإشراف على سير العمل في جميع إدارات وأقسام الشركة ومتابعة الأداء لجميع الأنشطة، واتخاذ ما يراه من قرارات لانتظام العمل وتحقيق الأهداف، وكذلك العمل على زيادة رضا العملاء عن الشركة؛ (ج) العمل على تنفيذ كافة السياسات واللوائح والنظم الداخلية للشركة والمعتمدة من مجلس الإدارة؛ (د) اقتراح الموضوعات التي تطرح في الاجتماعات الدورية لمجلس الإدارة بالتشاور مع رئيس المجلس؛ (هـ) الإشراف على إعداد التقارير الدورية المالية وغير المالية عن نتائج أعمال الشركة وتقييم أدائها، وكذلك تقرير حوكمة الشركات، ومراجعة كافة الردود على استفسارات مراقبي الحسابات قبل إعداد هذه التقارير؛ (و) المشاركة الفعالة في بناء وتنمية ثقافة القيم الأخلاقية داخل الشركة واقتراح نظم الإثابة والتحفيز وآليات تتابع السلطة التي يعتمدها المجلس لضمان ولاء العاملين وتعظيم قيمة الشركة؛ (ز) تحديد اختصاصات ومسؤوليات كافة العاملين بالشركة وفقاً للوائح العمل المعمول بها وقرارات مجلس الإدارة.

(٤) وفقاً لنظرية الوكالة، فإن المديرين التنفيذيين (CEOs) يتوافر لديهم الرغبة والاستعداد للتحرر، ولو جزئياً، من رقابة الأصيل (المساهمين) من أجل تعظيم منافعهم الذاتية على حساب المساهمين الخارجيين (Pigé, 1998). لذا، فإن إكتساب المديرين التنفيذيين المزيد من النفوذ والقوة داخل شركاتهم، وفقاً لنظرية الوكالة، سيسمح لهم ببسط هيمنتهم وسيطرتهم على فرق الإدارة العليا لديهم، ومن ثم، على مجريات الأمور داخل شركاتهم، وهو الأمر الذي سيساعدهم على تحقيق مصالحهم الخاصة، والقيام باستخلاص الثروة على حساب المساهمين الخارجيين، مما يؤدي إلى تزايد تكاليف الوكالة (Finkelstein, 1992; Tang et al., 2011).

(٥) جون إميريتش إدوارد دالبرغ أكتون (١٠ يناير ١٨٣٤ - ١٩ يونيو ١٩٠٢)، وعادة ما يشار إليه ببساطة باللورد أكتون، كان مؤرخاً وسياسياً وكاتباً إنجليزياً كاثوليكياً. ويعد اللورد أكتون أحد أشهر المؤرخين في القرن التاسع عشر، فقد كتب كثيراً من المقالات، وكان محرراً لمجلة تاريخ كمبردج الحديث، وكان المؤرخون يُكفون له احتراماً شديداً لما يتمتع به من نكاه، وحصافة رأي، وسعة علم.

المهيمنين (Dominant CEOs) - يُعرفون بأنهم مدراء تنفيذيون يتمتعون بالقوة العالية مقارنةً بالتنفيذيين الآخرين في فرق الإدارة العليا لديهم - يميلون إلى زيادة استخدام السياسة وتقييد تدفق المعلومات داخل فرق الإدارة العليا، وبالتالي يكون لهم تأثير سلبي على فرق الإدارة العليا بشأن صنع القرار الاستراتيجي وبالتالي أداء الشركة (Tang et al., 2011).

ويعرف كل من (Haleblian and Finkelstein, 1993: p. 848) مصطلح الهيمنة أو السيطرة، بأنه: "قدرة الأفراد الفاعلين على ممارسة إرادتها". فمصطلح الهيمنة أو السيطرة في الأساس، هو: "صفة مميزة لعلاقة إجتماعية، وليس سمة مميزة للفرد الفاعل" (Pettigrew, 1973: p. 26). على هذا النحو، فإن مصطلح الهيمنة أو السيطرة يتصل ببناء علائقي (Relational Construct) وليس بناءً على المستوى الفردي (مثل الشخصية والسلوكيات)، حيث تختلف هيمنة أو سيطرة المدير التنفيذي الأول عن مفاهيم مثل، كاريزما المدير التنفيذي الأول، غطرسة المدير التنفيذي الأول (CEO Hubris)، وندرجسية المدير التنفيذي الأول. فهذه المفاهيم الأخرى تميز المدير التنفيذي الأول كفرد، أما هيمنة أو سيطرة المدير التنفيذي الأول فتصف علاقة القوة بينه وبين باقي المديرين التنفيذيين الآخرين في الشركة (Tang et al., 2011).<sup>(٦)</sup>

ويعرف (Rahim, 1989: p. 545) مصطلح القوة، بأنه: "قدرة أحد الأطراف على تغيير أو التحكم في سلوك واتجاهات وآراء وأهداف واحتياجات وقيم طرف آخر". ومن ثم، فإن مصطلح قوة المدير التنفيذي الأول (CEO Power) يعكس قدرته على الحصول على إمتثال باقي المديرين التنفيذيين الآخرين في الشركة لقراراته وأوامره أو توجيهاته. ويشير (Finkelstein, 1992) إلى أن هناك أربعة مصادر رئيسية يستمد منها المدير التنفيذي الأول قوته،<sup>(٧)</sup> وهي:

(٦) تمثل الإدارة مجهداً مشتركاً يقوم فيه ائتلاف مهيم (Dominant Coalition) بصياغة جماعية للنتائج التنظيمية. ويتكون الائتلاف المهيم عادةً من المدير التنفيذي الأول (CEO) والعديد من كبار المديرين. ومع ذلك، على الرغم من أن المدير التنفيذي الأول هو عادةً أقوى عضو في هذه المجموعة، إلا أن هذا ليس هو الحال دائماً. فعلى سبيل المثال، قد يكون المديرون ذوو الأسهم الكبيرة أقوى من المدير التنفيذي الأول (Mintzberg, 1983).

(٧) يعد التقسيم الذي قدمته دراسة (French and Raven, 1959) أحد أكثر تقسيمات مصادر القوة شيوعاً في الأدب التنظيمي، فقد صار على هديه العديد من الدراسات السابقة في مجال القيادة، بل واشتقت منه التقسيمات الأخرى اللاحقة له، بما فيها التقسيم الذي قدمته دراسة (Finkelstein, 1992) ذاتها. ويقوم التقسيم الذي قدمه كل من (French and Raven, 1959) على التمييز بين خمسة مصادر للقوة، هي: القوة المرجعية (Referent Power)، القوة الشرعية (Legitimate Power)، قوة المكافأة (Reward Power)، قوة القهر أو الإكراه (Coercive Power)، والقوة المستمدة من الخبرة.

- القوة المستمدة من الهيكل التنظيمي (Structural Power): ربما هذا هو النوع الأكثر شيوعاً من القوة، والذي يعتمد على الهيكل التنظيمي الرسمي والسلطة الهرمية. حيث يتمتع المدبرون التنفيذيون (CEOs) بسلطة هيكلية عالية على الأعضاء الآخرين في الائتلافات المهيمنة بسبب موقعهم التنظيمي الرسمي. تسمح هذه السلطة للمدبرين التنفيذيين (CEOs) بإدارة حالة عدم التأكد من خلال التحكم (إلى حد ما) في سلوك مرؤوسهم.<sup>(٨)</sup>
- القوة المستمدة من الملكية (Ownership Power): تتحقق القوة للمدبرين التنفيذيين بصفاتهم وكلاء يتصرفون نيابة عن (ولمصلحة) المساهمين. وبالتالي، فإن قوة منصب المدير في علاقة الوكيل-الأصيل تحدد قوة الملكية. حيث أن إكتساب المدبرين التنفيذيين (CEOs) لمزيد من القوة يعتمد على مركز ملكيتهم في أسهم الشركة، وكذلك على الروابط التي تجمعهم بالملك المؤسسين للشركة.<sup>(٩)</sup> بالإضافة إلى ذلك، يمكن للمدبرين المؤسسين للشركة، أو ذوى الصلة بالملك المؤسسين للشركة، جنى المزيد من القوة من خلال تفاعلهم طويل الأجل في كثير من الأحيان مع مجلس الإدارة، حيث يقومون بترجمة مواقعهم الفريدة إلى سيطرة ضمنية على أعضاء مجلس الإدارة. وبالتالي، فإن المدبرين التنفيذيين (CEOs) الذين يتمتعون بقوة الملكية سيحصلون على قدر من السيطرة على مجالس الإدارة.
- القوة المستمدة من الخبرة (Expert Power): تعد قدرة المدبرين التنفيذيين على التعامل مع الحالات الطارئة وغير المتوقعة في بيئة العمل، والمساهمة في النجاح التنظيمي مصدراً مهماً للقوة. فالعديد من مكونات بيئة العمل (مثل: العملاء، الموردين، المنافسين، الحكومة،.. وغيرهم) يمكن أن تخلق حالة من عدم اليقين للشركة. وكلما طور المدبرين إتصالاتهم وعلاقاتهم مع عناصر بيئة العمل، كلما زادت قدرتهم على التعامل مع الحالات الطارئة في بيئة

(٨) يشير (Finkelstein, 1992) إلى أنه على الرغم من أن المدبرين التنفيذيين (CEOs) يتمتعون عادةً بالسلطة الهيكلية الأكبر بسبب موقعهم التنظيمي الرسمي البارز، إلا أن هذا البعد من أبعاد القوة يختلف بين كبار المدبرين الآخرين في الائتلاف المهيمن. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تأخذ القوة الهيكلية شكل "سحب المرتبة" (Pulling Rank) أثناء النزاعات على الاتجاه الاستراتيجي داخل فريق الإدارة العليا. بدلاً من ذلك، يمكن أن يكون هذا التأثير غير مباشر، مثل عندما يكون كبار المدبرين مطلعين على المزيد من المعلومات التي تصل تباعاً إلى مستويات أعلى، أو يكون لديهم سيطرة أكبر على الموارد مقارنةً بالمدبرين الأحدث أو الأصغر سناً. فكلما زادت القوة الهيكلية للمدير، زادت قدرته على التحكم في تصرفات زملائه.

(٩) يشير (Zald, 1969) إلى أنه عندما تكون جميع الأشياء الأخرى متساوية، سيكون المدبرين الكبار الذين يمتلكون مساهمات كبيرة في مؤسسة ما أقوى من المدبرين الآخرين دون وجود مثل هذه القاعدة من السيطرة.

العمل، وزادت بالتالي قوتهم المستمدة من خبرة التعامل مع تلك الحالات الطارئة. فالمديرين نوى الخبرة الملائمة قد يكون لهم تأثير كبير على اختيار استراتيجى معين، وغالباً ما يتم البحث عنهم للحصول على مشورتهم.

■ القوة المستمدة من المكانة الشخصية (Prestige Power): تعد الهيبة أو المكانة الشخصية مصدراً مهماً للقوة. حيث تؤثر سمعة المديرين داخل البيئة المؤسسية وبين أصحاب المصالح على تصورات الآخرين لتأثيرهم.<sup>(١٠)</sup> بالإضافة إلى ذلك، فإن وضع المديرين فى "النخبة الإدارية" (Managerial Elite) يرسل رسائل قوية إلى كبار المديرين الآخرين حول أهميتهم الشخصية. حيث يميل أعضاء النخبة الإدارية إلى أن يكونوا نشطين فى البيئة المؤسسية. وبالتالي، قد يجنون المزيد من القوة من خلال الإتصال مع الأفراد خارج مؤسساتهم، والتي قد توفر لهم معلومات ذات قيمة لشركاتهم. فعلى سبيل المثال، قد يتلقى كبار المديرين الذين يخدمون فى مجالس إدارة خارجية معلومات فى الوقت المناسب عن ظروف العمل التى ما كان لهم أن يطلعوا عليها لولا قيامهم بالخدمة فى تلك المجالس الخارجية. ومن ثم، فإن المكانة الإدارية تعزز القوة من خلال تسهيل استيعاب عدم اليقين من البيئة المؤسسية من الناحية المعلوماتية.

وعلى الرغم من تأكيدات نظرية الوكالة بضرورة تقييد هيمنة أو سيطرة المديرين التنفيذيين (CEOs) على مجريات الأمور داخل الشركات التى يخدمون بها، وذلك لتجنب الآثار السلبية لتزايد قوة ونفوذ هؤلاء المديرين على أداء شركاتهم، ومن ثم، على التكاليف المترتبة على إبرام عقد الوكالة بين الملاك والإدارة. نجد أن هناك العديد من المنافع التى قد يمكن إحرازها من تزايد قوة ونفوذ المديرين التنفيذيين (CEOs) داخل منشآت الأعمال، والتي يتمثل أهمها فى الإستجابة المثلى للحالات الطارئة وغير المتوقعة فى بيئة العمل الخاصة بالشركة، وتسهيل استيعاب عدم اليقين من البيئة المؤسسية التى تعمل فيها الشركة. لذا، فإن هناك سؤالاً إمبريقياً يظل مطروحاً بشأن ما إذا كان إكتساب المديرين التنفيذيين (CEOs) المزيد من النفوذ والقوة داخل شركاتهم سيؤدى إلى زيادة أم تقليل تكاليف عقد الوكالة بين الملاك والإدارة.

(١٠) تتألف البيئات المؤسسية من أعضاء المجتمع، مثل الحكومات، المؤسسات المالية، والجهات الفاعلة المهمة الأخرى خارج الشركة، والتي يجب على المنظمات الفردية أن تبحث عنها للحصول على الدعم والشرعية (Scott and Meyer, 1983).



من هذا المنطلق، يتضح أن هذه القضية تعد مجالاً خصباً لمزيد من البحث والدراسة، وأن هناك العديد من التساؤلات المهمة بشأن التأثيرات الاقتصادية لتزايد نفوذ المديرين التنفيذيين (CEOs) داخل الشركات التي يخدمون بها، لا تنطوي على إجابات كافية. لذا، يسعى البحث الحالي إلى الإجابة على التساؤل التالي: ما هو تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية؟

## ٢. هدف البحث

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسي للبحث الحالي في التعرف على تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية.

## ٣. أهمية البحث

- ترجع أهمية البحث الحالي إلى عدة اعتبارات لعل من أهمها ما يلي:
- (١) يسهم البحث الحالي في اختبار القوة التفسيرية لنظرية الوكالة بشأن ما قدمته من تحليلات لدوافع وحوافز المديرين التنفيذيين (CEOs)، وذلك من خلال ما تمثله نتائج البحث الحالي من أدلة إمبريقية قد تدعم أو تدحض توقعات هذه النظرية بشأن التأثيرات المحتملة لتزايد نفوذ المديرين التنفيذيين (CEOs) على تكاليف الوكالة داخل الشركات التي يخدمون بها.
  - (٢) يوفر البحث الحالي مساهمة بسيطة في الأدبيات المتعلقة بدراسة البناء العلائقي بين أفراد فريق الإدارة العليا الخاص بالشركة وأثره على التكاليف المترتبة على إبرام عقد الوكالة بين الملاك والإدارة، وذلك من حيث أن البحث الحالي يعد من أولى المساهمات في تركيب مؤشر مجمع للقوة، مما يسهم في اختبار تأثير قوة المدير التنفيذي الأول بشكل مجمل على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية.
  - (٣) لحد علم الباحث لا توجد دراسات سابقة اختبرت تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة في البيئة المصرية.
  - (٤) يوفر البحث الحالي العديد من المنافع للمستثمرين، وذلك بسبب أن التعرف على نتائج وأثار تزايد نفوذ المدير التنفيذي الأول على التكاليف المترتبة على إبرام عقد الوكالة بين الملاك والإدارة، سوف يوفر رؤى حيوية للمستثمرين بشأن اختيارهم للشركات المصرية للاستثمار فيها.

(٥) الإهتمام المتزايد الذى أولته الدولة المصرية لوضع إطار تنظيمى ورقابى قوى يحكم عمل الشركات المساهمة المصرية، والذى بدأت بإصدار دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى عام ٢٠٠٥م، بما يتضمنه عن دور حوكمة الشركات فى تقييد هيمنة أو سيطرة المدير التنفيذى الأول على مجريات الأمور داخل الشركات التى يتولون أمر إدارتها. لذا، يعد البحث الحالى مساهمة بسيطة فى إستكشاف العلاقة بين قوة المدير التنفيذى الأول وتكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية، وذلك بعد ما يقرب من خمسة عشر عاماً على إصدار الدليل الأول لحوكمة الشركات المصرى.

(٦) يوفر البحث الحالى دعماً اختبارياً للأطراف والجهات المهتمة بأن هناك أثراً سلبية لتزايد نفوذ المدير التنفيذى الأول على تكاليف الوكالة، وما يترتب على ذلك من سوء تخصيص للموارد على مستوى الشركة.

#### ٤. خطة البحث

فى ضوء طبيعة مشكلة البحث الحالى، وتحقيقاً لهدفه، تنطوى خطة البحث على خمسة أقسام، يتعرض القسم الأول منها لمراجعة الدراسات السابقة، ويهدف القسم الثانى إلى توفير تأصيل نظرى يفيد فى تطوير فرضيات البحث. ويقوم الباحث بتصميم البحث وتحليل نتائجه فى القسمين الثالث والرابع على التوالى. وأخيراً، يعرض القسم الخامس خلاصة البحث وأهم الفرص الممكنة للدراسات المستقبلية.

## القسم الأول

### مراجعة الدراسات السابقة

توفر الكتابات المتعلقة بتكاليف الوكالة إطاراً نظرياً لفهم سبب نشوء تعارض الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم، وما هي عواقبه، وكيف يمكن تقليل هذا التعارض وتكاليفه. على وجه التحديد، يكون للمديرين أهدافاً مختلفة عن المستثمرين الخارجيين ويتصرفون وفقاً لمصالحهم الخاصة عندما تنشأ الفرصة لذلك، عادةً على حساب المستثمرين الخارجيين. علاوة على ذلك، تبين الأدبيات المتعلقة بتكاليف الوكالة أن هذه الفرص تنشأ أكثر في الشركات ذات الحوكمة الضعيفة، والتي تتسم بعدم وجود آليات فعالة للمراقبة والعقاب. فمن المرجح أن يتبنى المدبرون في مثل هذه الشركات استراتيجيات دون المستوى الأمثل، مثل الانخراط في أنشطة تجعل المديرين لا غنى عنهم على ما يبدو، والتلاعب بمقاييس الأداء ومقاومة عمليات الاستحواذ.

وقد ركز عدداً من الدراسات السابقة المتعلقة بتكاليف الوكالة جزءاً من إهتمامها على بحث ودراسة مصادر قوة المديرين التنفيذيين (CEOs) وتأثيراتها على تكاليف نشوء تعارضات الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم، والتي استخدم فيها الإطار الذي قدمه (Finkelstein, 1992). ومن خلال مراجعة تلك الدراسات السابقة يمكن للباحث تحديد أربعة مصادر (آليات) رئيسية يمكن أن يستمد من خلالها المدير التنفيذي الأول قوته، تمت دراستها جميعاً في إطار حوكمة الشركات، وهي: (١) ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، (٢) فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، (٣) ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة، (٤) إستقلالية مجلس الإدارة. ويوفر الجدول التالي (رقم "١") ملخصاً للدراسات السابقة التي تمكن الباحث من التوصل إليها بشأن علاقة تلك المصادر الأربعة لقوة المدير التنفيذي الأول بتكاليف الوكالة.

جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة مصادر قوة المدير التنفيذي الأول بتكاليف الوكالة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	مصادر القوة (المتغيرات المستقلة)	مقاييس تكاليف الوكالة (المتغير التابع)	تصميم الدراسة	مصادر القوة التي لها علاقة دالة بمقاييس تكاليف الوكالة (واتجاه العلاقة)
Singh and Davidson (2003)	الولايات المتحدة	١٩٩٢، ١٩٩٤	١١٨ شركة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات البيعية والعامّة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	لا توجد علاقة دالة
Davidson et al. (2006)	الولايات المتحدة	١٩٩٥، ١٩٩٨	٢٩٣ شركة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات البيعية والعامّة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة (+) مع معدل دوران الأصول (سواء قبل أو بعد طرح الشركة للإكتتاب العام)
Florackis and Ozkan (2008)	المملكة المتحدة	١٩٩٩-٢٠٠٣	٨٩٧ مشاهدة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات البيعية والعامّة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة (+) مع نسبة المصروفات البيعية والعامّة والإدارية
McKnight and Weir (2009)	المملكة المتحدة	١٩٩٦-٢٠٠٠	٥٣٤ مشاهدة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	معدل دوران الأصول، والتفاعل بين التدفق النقدي الحر والنمو (نسبة التدفقات النقدية الحرة مضروبة في مؤشر توبين كيو كمتغير وهمي)	الإنحدار المتعدد	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه (-) مع معدل دوران الأصول
Allam (2018)	المملكة المتحدة	٢٠٠٥-٢٠٠٧ و ٢٠٠٩-٢٠١١	٥٦٢ مشاهدة قبل الأزمة المالية العالمية، ٦٨٤ مشاهدة بعد الأزمة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة	معدل دوران الأصول، والتفاعل بين التدفق النقدي الحر والنمو (نسبة التدفقات النقدية الحرة مضروبة في مؤشر توبين كيو كمتغير وهمي)	الإنحدار المتعدد	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة (-) مع معدل دوران الأصول في فترة ما بعد الأزمة، ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة (-) مع معدل دوران الأصول في فترة ما بعد الأزمة

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة مصادر قوة المدير التنفيذي الأول بتكاليف الوكالة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	مصادر القوة (المتغيرات المستقلة)	مقاييس تكاليف الوكالة (المتغير التابع)	تصميم الدراسة	مصادر القوة التي لها علاقة دالة بمقاييس تكاليف الوكالة (واتجاه العلاقة)
Henry (2010)	أستراليا	١٩٩٢-٢٠٠٢	١١٢٧ مشاهدة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	معدل دوران الأصول، نسبة المصروفات البيعية والعمامة والإدارية إلى إجمالي المبيعات، مؤشر توبين كيو، والتفاعل بين التدفق النقدي الحر والنمو (نسبة التدفقات النقدية الحرة مضرورية في مؤشر توبين كيو كمتغير وهمي)	الإنحدار المتعدد	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة (+) مع معدل دوران الأصول، و(-) مع نسبة المصروفات البيعية والعمامة والإدارية، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (+) مع معدل دوران الأصول
Moez (2018)	فرنسا	٢٠١٥-٢٠٠٠	١٢٥ شركة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات العمامة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة (-) مع معدل دوران الأصول
Firth et al. (2008)	الصين	١٩٩٨-٢٠٠٠	١٦٤٧ مشاهدة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات البيعية والعمامة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	لا توجد علاقة دالة
Vijayakumaran (2019)	الصين	٢٠١٠-٢٠٠٤	٩٢٣٧ مشاهدة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات البيعية والعمامة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	لا توجد علاقة دالة
Khalil (2010)	مصر	٢٠٠٧-٢٠٠٥	٤٥٧ مشاهدة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات البيعية والعمامة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (-) مع معدل دوران الأصول

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة مصادر قوة المدير التنفيذي الأول بتكاليف الوكالة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	مصادر القوة (المتغيرات المستقلة)	مقاييس تكاليف الوكالة (المتغير التابع)	تصميم الدراسة	مصادر القوة التي لها علاقة دالة بمقاييس تكاليف الوكالة (واتجاه العلاقة)
Ibrahim and Samad (2011)	ماليزيا	١٩٩٩-٢٠٠٥	٨٧٥ مشاهدة لشركات عائلية، ١١٥٥ مشاهدة لشركات غير عائلية	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات البيعية والعامة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة (+) مع معدل دوران الأصول على مستوى عينة الشركات غير العائلية
Gul et al. (2012)	باكستان	٢٠٠٣-٢٠٠٦	٥٠ شركة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	معدل دوران الأصول	الإنحدار المتعدد	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة (+)، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (-)
Ochlang (2013)	كينيا	٢٠٠٢-٢٠١٢	٣٧٤ مشاهدة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	معدل دوران الأصول	الإنحدار المتعدد	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة (-) مع معدل دوران الأصول
Owusu and Weir (2017)	غانا	٢٠٠٠-٢٠٠٩	٢٤٤ مشاهدة	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات البيعية والعامة والإدارية إلى إجمالي المبيعات	الإنحدار المتعدد	لا توجد علاقة دالة

وهناك عدة ملاحظات على تلك الدراسات السابقة، والتي تجدر الإشارة إليها فيما يلي:

(١) ندرة الدراسات السابقة التي تناولت تأثير قوة المدير التنفيذي الأول بشكل مجمل على تكاليف الوكالة، وذلك من خلال تركيب مؤشر لقياس تلك القوة، وبصفة خاصة في البيئة المصرية.

(٢) أن تلك الدراسات السابقة تمت جميعاً في إطار حوكمة الشركات، وذلك دون التعرض بشكل صريح لعلاقة قوة المدير التنفيذي الأول بتكاليف الوكالة. ولحد علم الباحث، وما تم من مسح للدراسات السابقة في البيئة المصرية، فإن البحث الحالي يعد من أولى المساهمات في هذا المجال.

(٣) يعد البحث الحالي إستكمالاً لدراسة (Khalil, 2010) في البيئة المصرية. ففي حين تعرضت دراسة (Khalil, 2010) للعلاقة بين المصادر (الآليات) التي يمكن أن يستمد من خلالها المدير التنفيذي الأول قوته وتكاليف الوكالة، تأتي مساهمة البحث الحالي بدراسة تأثير قوة المدير التنفيذي الأول بشكل مجمل على تكاليف الوكالة، وذلك من خلال تركيب مؤشر مجمع للقوة.

وإمتداداً لتلك الدراسات السابقة وإسترشاداً بها، يقوم الباحث في القسم التالي (الثانى) بتطوير فرضيات البحث للعلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وتكاليف الوكالة، حيث سيتم تقسيم فرضيات البحث الحالي إلى فرضية رئيسية على مستوى مؤشر القوة ككل، وفرضيات فرعية على مستوى آليات (بنود) هذا المؤشر.

## القسم الثاني

### تطوير فرضيات البحث

سيقوم الباحث في البحث الحالي باختبار تأثير قوة المدير التنفيذي الأول بشكل مجمل على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال تركيب مؤشر لقياس قوة المدير التنفيذي الأول يتألف من أربعة بنود، وهي: (١) إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، (٢) فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، (٣) ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة، (٤) إستقلالية مجلس الإدارة. كذلك، سيقوم الباحث باختبار تأثير آليات (بنود) مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، كل على حدة، على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية. لذا، سيتم تقسيم فرضيات البحث الحالي إلى فرضية رئيسية على مستوى مؤشر القوة، وفرضيات فرعية على مستوى آليات (بنود) هذا المؤشر، وذلك على النحو التالي:

#### أولاً: تطوير الفرضية الرئيسية للبحث على مستوى مؤشر القوة

القوة في الأدبيات المتعلقة بعملية صناعة القرارات، وخاصة فيما بين أعضاء فريق الإدارة العليا، كان ولا يزال واحداً من الموضوعات البحثية الرئيسية في مجال الإدارة الإستراتيجية. العديد من الدراسات الإمبريقية في مجال الإدارة الإستراتيجية (مثل: Eisenhardt and Bourgeois, 1988; Eisenhardt and Zbaracki, 1992; Smith et al., 2006; Combs et al., 2007; Tang et al., 2011) تشير إلى أن عملية صنع القرار الإستراتيجي هي عملية سياسية للغاية، تضم العديد من الجهات الفاعلة، التحالفات المراوغة، واستخدام كبير للقوة فيما بين فرق الإدارة العليا.

إن توزيع القوة وإختلال التوازن في فرق الإدارة العليا له أهمية كبيرة في السياقات الإستراتيجية، ويعزى ذلك جزئياً إلى عدم اليقين والغموض الذي يكتنف عملية صياغة الإستراتيجية ( Hambrick, 1981; Pettigrew, 1973). المدير التنفيذي الأول يكون غالباً أهم عضو في فريق الإدارة العليا، ليس فقط بسبب الوضع الهيكلي الذي يشغله في التسلسل الهرمي التنظيمي، ولكن أيضاً بسبب التأثير الذي يمارسه، ورأس المال الإجتماعي الذي يملكه ( Daily and Johnson, 1997; Zahra and Pearce, 1989; Abebe )



(et al., 2011). لذا، يشير عدد من الدراسات في الأدبيات المتعلقة بعملية صناعة القرارات (مثل: Eisenhardt and Bourgeois, 1988; Daily and Johnson, 1997; Combs et al., 2007; Greve and Mitsuhashi, 2007; Abebe et al., 2011) إلى أن قوة المدير التنفيذي الأولى تشكل جانباً مهماً من دايناميكس القوة لفريق الإدارة العليا التي تؤثر على عملية صناعة القرار الإستراتيجي والأداء التنظيمي.

ويشير (Tang et al., 2011) إلى أن أهم ما يميز المديرين التنفيذيين (CEOs) المهيمنون أو المسيطرون عن المديرين الأقل هيمنة أو سيطرة هو قدرتهم على صناعة قرارات أحادية الجانب، رغم الاختلافات الكبيرة في الرأي فيما بين المديرين التنفيذيين الآخرين داخل فريق الإدارة العليا. هذه القدرة لا تظهر بالضرورة أو يمكن البرهنة عليها كسلوكيات أحادية الجانب يمكن ملاحظتها، وذلك لأن الحكم على ما إذا كان المديرين التنفيذيين (CEOs) مسيطرين أم لا، يرتبط بالممارسة الصريحة أو الضمنية للقوة.

الممارسة الصريحة للقوة عادةً يمكن ملاحظتها، وتميل إلى إثارة ردود فعل سلبية من قبل المديرين التنفيذيين الآخرين داخل فريق الإدارة العليا (Eisenhardt and Bourgeois, 1988). فعلى سبيل المثال، قد ينتقص المدير التنفيذي الأول من وجهات نظر التنفيذيين الآخرين داخل فريق الإدارة العليا بشكل صارخ، ويتصرف معهم بطريقة ديكتاتورية. وفي كثير من الأحيان، قد يستخدم المديرين التنفيذيين المهيمنون (CEOs) تكتيكات سياسية مثل حجب المعلومات، والتحكم في جدول الأعمال، في محاولة منهم لإخفاء ممارستهم للقوة، وإن كان ذلك في كثير من الأحيان دون جدوى (Pettigrew, 1973; Pfeffer, 1992).

وعلى النقيض من ذلك، تميل الممارسة الضمنية للقوة إلى أن تكون غير مدركة من قبل المديرين التنفيذيين الآخرين داخل فريق الإدارة العليا، وأحياناً كثيرة تكون غير مدركة من قبل المدير التنفيذي الأول نفسه (Pfeffer, 1992; Tang et al., 2011). فعلى سبيل المثال، يمكن للمديرين التنفيذيين (CEOs)، وخاصة المهيمن أو المسيطر منهم، التأثير على السنن أو القواعد (Norms) التي تحكم صناعة القرارات الإستراتيجية والخطط التكتيكية أو التفسيرية (Interpretative Schemes) للمديرين التنفيذيين الآخرين. أيضاً، في مواجهة المدير التنفيذي الأول المهيمن أو المسيطر، قد يقوم المديرين

التنفيذيين الآخرين داخل فريق الإدارة العليا بتعليق آرائهم طواعية، ودعم المدير التنفيذي الأول في توجهاته بشأن صياغة القرارات الاستراتيجية الخاصة بالشركة (Hardy, 1985; Pfeffer, 1992; Brass and Burkhardt, 1993).

ووفقاً لفرضية الإنتهازية الإدارية، فإن تزايد قوة المدير التنفيذي الأول ستؤدي إلى تزايد تأثيره على صناعة القرارات الإستراتيجية الخاصة بالشركة، وهو الأمر الذي سيزيد عليه تكاليف الوكالة الناشئة عن تزايد احتمالية قيام المدير التنفيذي الأول بإستغلال نفوذه وهيمته لتحقيق أهدافه الشخصية، واتخاذ قرارات قد تضر بمصلحة المساهمين (Florackis and Ozkan, 2009; McKnight and Weir, 2008). وعلى النقيض من ذلك، تطرح نظرية الإشراف (Stewardship Theory) وجهة نظر بديلة لنظرية الوكالة بشأن الدافع أو الحافز الإداري. حيث تذهب تلك النظرية إلى أن تبنى الهياكل التنظيمية التي تمنح المديرين التنفيذيين سلطات واسعة (Empowering Structures)، سيجعل التوقعات بشأن قيادة الشركة أكثر وضوحاً وأكثر اتساقاً على حد سواء للمديرين المرؤوسين، وللأعضاء الآخرين في مجلس الإدارة. وهو الأمر الذي يجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة القوية والمراقبة، مما يسهم في تخفيض تكاليف المراقبة لسلوك هؤلاء المديرين (Davis et al., 1997; Bathula, 2008).

من هذا المنطلق، ونظراً لتباين التوقعات بشأن تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرضية الرئيسية للبحث الحالي في صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالي:

**ف(١): لا توجد علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وتكاليف الوكالة.**

### **ثانياً: تطوير الفرضيات الفرعية على مستوى بنود مؤشر القوة**

سيتم اختبار الفرضية الرئيسية السابقة على مستوى مؤشر القوة ككل. ولاختبار تأثير كل آلية (بند) من آليات مؤشر القوة على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية، يتم في الجزء التالي إشتقاق أربعة فرضيات فرعية، وذلك على مستوى كل بند من بنود مؤشر القوة السابق الإشارة إليها.

## ١. ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول

يشير مصطلح ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEO Duality) إلى الحالات التي يتم فيها الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) من قبل نفس الشخص. ويرى ( Jensen, 1993) أن الازدواجية تعد أمراً غير مرغوب فيه، وذلك لأنها تمنح شخصاً واحداً الكثير من القوة المحتملة على عملية صناعة القرارات داخل الشركة. فضلاً عن أن دمج الأدوار والمسئوليات فى يد شخص واحد يعد تركيزاً للسلطة، كما أنه يزيد من احتمالات نشوب تعارضات الوكالة بين المساهمين والإدارة، نتيجة سعى المديرين التنفيذيين (CEOs) لتحقيق مصالحهم الذاتية بشكل إنتهازى على حساب المساهمين (Fama and Jensen, 1983).

ووفقاً لنظرية الوكالة، فإن الفصل التام بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول يجنب الشركة مخاطر الوقوع تحت سيطرة أو هيمنة المدير التنفيذي الأول. فتقلد المدير التنفيذي الأول لمنصب رئيس مجلس الإدارة يجعله قادراً على التحكم فى جدول أعمال المجلس، والتأثير فى شتى قراراته بالشكل الذى يتوافق أو ينسجم مع مصالحه الذاتية، فضلاً عن تدخله بشكل كبير فى عملية عزل وتعيين أعضاء المجلس، ومحاولته الإحتفاظ بمنصبه لأطول فترة ممكنة. وهو الأمر الذى يقيد من استقلالية مجلس الإدارة، ويقلل من قدرته على أداء الدور المنوط به بشأن توجيه ومراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة (Fama and Jensen, 1983; Jensen, 1993).

وقد تبنى دليل الحوكمة المصرى فى نسخته المحدثة الصادرة فى يولييه ٢٠١٦م وجهة النظر السابقة، وذلك عندما نص فى الفقرة (١/٢/٢) منه على أنه: "يتولى مجلس الإدارة إنتخاب رئيس المجلس وتعيين العضو المنتدب، ولا يفضل الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب. وفى حال عدم إمكان ذلك يجب الإفصاح عن أسباب ذلك فى التقرير السنوى والموقع الإلكتروني للشركة. وفى هذه الحالة وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة مستقل يرأس الإجتماعات التى تناقش أداء الإدارة التنفيذية."

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، ترجح نظرية الإشراف أن الدمج بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول سيعزز من الفعالية والإنتاجية، وذلك إنطلاقاً من أن الجمع بين المنصبين سيقال من التعارضات

المتعلقة بتبادل المعلومات أو الإتصال فى بيئات تتسم بعدم التأكد، ويجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة، الأمر الذى يسهم فى تحقيق عوائد مجزية للمساهمين (Donaldson and Davis, 1991). كذلك، يشير (Brickley et al., 1997) إلى أنه على الرغم من أن الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول يمكن أن يقلل من تكاليف الوكالة المتعلقة بمراقبة سلوك المدير التنفيذى الأول، إلا أنه يولد تكاليف وكالة جديدة تتعلق بمراقبة سلوك رئيس مجلس الإدارة، خاصة وأن منح رئيس مجلس الإدارة حقوق متزايدة لاتخاذ قرارات بشأن أمور من قبيل عزل المدير التنفيذى الأول، إعداد جدول أعمال المجلس، قد يزيد من شعور المساهمين بالقلق إزاء إمكانية جنى رئيس مجلس الإدارة لمنافع إضافية، مستوى الجهد المبذول، وتفضيلات الاستثمار.

من هذا المنطلق، ونظراً لتباين التوقعات بشأن تأثير ازدواجية دور المدير التنفيذى الأول على تكاليف الوكالة، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرضية الفرعية الأولى للبحث الحالى فى صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالى:

**ف(١/١): لا توجد علاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذى الأول وتكاليف الوكالة.**

## **٢. فترة بقاء المدير التنفيذى الأول فى منصبه**

يرى كل من (Jensen, 1993; Hermalin and Weisbach, 1998) أن المدير التنفيذى الأول يكون فى وضع يسمح له بالتحكم فى تركيبة مجلس الإدارة، وبالتالي تقليل قدرته - أى المجلس - على مراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة. وتتمثل إحدى طرق معالجة ذلك فى طول المدة التى يقضيها المدير التنفيذى الأول فى منصبه. فكلما زادت فترة بقائه فى منصبه، كلما أصبح المدير التنفيذى الأول أكثر تحصيناً، وأكثر قوة، وأقل إهتماماً برعاية مصالح المساهمين (McKnight and Weir, 2009). بالإضافة لذلك، يرى كل من (Hill and Phan, 1991; Cook and Burrell, 2013: ٢٠١٧؛ عفيفى، ٢٠١٧) أن بقاء المدير التنفيذى الأول فى منصبه لفترات طويلة يجعله قادراً على بسط سيطرته على نظم المعلومات الداخلية للشركة، ويمنحه القدرة على الاستحواذ على معلومات حرجة تساعده على التأثير على برامج وخطط مجلس الإدارة.

وقد تبين دليل الحوكمة المصرى فى نسخته الثانية المعدلة الصادرة فى مارس ٢٠١١م وجهة النظر السابقة، وذلك عندما نص فى الفقرة (١٧-٢-٥)

منه على أنه: "لا يجب أن تتجاوز مدة التعاقد الواحدة لعضو مجلس الإدارة التنفيذي أكثر من ثلاث سنوات، ما لم يكن ذلك لأسباب واضحة ومحددة يتم الإفصاح عنها في الجمعية العامة للشركة، ويجوز تجديد التعاقد لمدة أو مدد أخرى." وهو ما يشير إلى أهمية عدم بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه لفترات طويلة، حيث أن شغله لمنصبه لفترة طويلة، حددها الدليل بفترة ثلاث سنوات، يجعله محصناً أكثر بسبب إمتلاكه الفرصة والوقت الكافيين لبناء التحالفات وتجميع القوة، ويصبح من المحتمل أن يزيد ذلك من قوته وسعيه نحو تعزيز مصلحته الذاتية.

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يرى ( Muth and Donaldson, 1998) أن شغل المدير التنفيذي الأول لمنصبه لفترات طويلة يجعله قادراً على تفهم التعقيدات والصعوبات التي تواجه الشركة، وأكثر كفاءة في التعامل مع القضايا التقنية أو الفنية للأعمال في ظل معرفته المتميزة ببواطن الأمور الخاصة بجميع العمليات والأعمال الخاصة بالشركة. من هذا المنطلق، ونظراً لتباين التوقعات بشأن تأثير فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على تكاليف الوكالة، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرضية الفرعية الثانية للبحث الحالي في صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالي:

**ف(٢/١): لا توجد علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وتكاليف الوكالة.**

### ٣. ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة

وفقاً لنظرية الوكالة، فإن الفصل بين الملكية والإدارة يقود إلى تقارب ضعيف في المصالح بين الملاك والإدارة ( Jensen and Meckling, 1976). لذا، تقترح فرضية تقارب المصالح ( Convergence of Interests Hypothesis) أن تزايد ملكية المديرين لأسهم الشركة يساعد على ربط أو توفيق مصالح هؤلاء المديرين بمصالح باقى المساهمين، حيث يقلل تزايد ملكية أسهم الشركة من قبل المديرين من مساحة الإنتهازية الإدارية. وذلك إنطلاقاً من أن تزايد التصرفات الإنتهازية من قبل المديرين في ظل تزايد نسبة ما يملكونه من أسهم الشركة، سيجعلهم يتحملون جزءاً من تكاليف ونتائج تصرفاتهم، مما يجعلوهم يحجمون عن مثل تلك التصرفات والممارسات غير المرغوبة (Jensen, 1993; Florackis and Ozkan, 2009).

وفى المقابل، يرجح (Morck et al., 1988) أن تزايد ملكية المديرين فى أسهم الشركة من الممكن أن يقود إلى تزايد سلوكياتهم الإنتهازية، وذلك إنطلاقاً من أن استحواذ المديرين على نسبة مؤثرة من أسهم الشركة، يمكن أن يمنحهم الكثير من القوة التى تساعدهم على تحقيق أهدافهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين الآخرين فى الشركة، دون خوف من العقاب (أثر التحصين). فإستحواذ المديرين على حصص كبيرة فى أسهم الشركة، يجعل من الصعب على حملة الأسهم الآخرين مراقبة الإدارة، ويعطى الملاك-المديرين القوة التى من المحتمل أن تتجاهل مصالح صغار حملة الأسهم، حيث إن حصصهم من الملكية تجعلهم محصنين من المراقبة من قبل الملاك الخارجيين (Mueller and Spitz-Oener, 2006).

من هذا المنطلق، ونظراً لتباين التوقعات بشأن تأثير ملكية المدير التنفيذى الأول فى أسهم الشركة على تكاليف الوكالة، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرضية الفرعية الثالثة للبحث الحالى فى صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالى:

**ف(٣/١): لا توجد علاقة بين ملكية المدير التنفيذى الأول فى أسهم الشركة وتكاليف الوكالة.**

#### ٤. إستقلالية مجلس الإدارة

يلعب مجلس الإدارة دوراً مهماً فى تخفيض تكاليف الوكالة التى تنشأ نتيجة إنفصال الملكية عن سلطة توجيه القرار داخل شركات المساهمة (Fama and Jensen, 1983). حيث يعتبر مجلس الإدارة مفوضاً من قبل المساهمين فى مراقبة الإدارة التنفيذية للشركة، والتأكد من كفاءتها فى اتخاذ مختلف قرارات تخصيص الموارد الموكول إليها أمر إدارتها، وذلك بالصورة التى تعظم منافع المساهمين (سالم، ٢٠٠٥). ويحدث هذا التفويض من قبل المساهمين نتيجة تفضيلهم تنويع المخاطر التى يتعرضون لها، وذلك من خلال توزيع استثماراتهم فى العديد من الشركات، الأمر الذى يخلق مشكلة "المستفيد المجانى" (Free-Rider Problem)، الذى لا يتوافر لديه الدافع الكافى لتخصيص الموارد اللازمة للتأكد من أن الإدارة تعمل على تعظيم مصالح المساهمين (Fama, 1980; Grossman and Hart, 1980).<sup>(١١)</sup>

(١١) منذ زمن طويل تم إدراك أنه قد تكون ملكيات المساهمين من أسهم الشركات ذات الملكيات المشتتة متناهية الصغر، بحيث لا تستدعى تكلفة القيام باتخاذ إجراءات أو القيام بعمل استثمارات فى مجال الإشراف على أداء تلك الشركات، خاصة وأنه إذا ما قام صغار المساهمين باستثمار موارد فى مثل هذه النواحي من النشاط، فإن الآخرين أيضاً، وهم من يطلق عليهم "المستفيدون مجاناً"، سينتفعون بذلك دون أن يقدموا أى إسهام فى هذا المجال (أبو سالم، ٢٠١٢).

ويتألف مجلس الإدارة عادةً من نوعين من الأعضاء، هما: الأعضاء الداخليين (التنفيذيين)، والأعضاء الخارجيين (غير التنفيذيين).<sup>(١٢)</sup> وتعد الآثار السلبية التي قد يقود إليها غياب الفصل بين إدارة القرار ورقابة القرار على أداء الشركة، في ظل هيمنة أو سيطرة المديرين التنفيذيين على مجريات الأمور داخل مجلس الإدارة، الحجة الرئيسية لوجود المديرين غير التنفيذيين (الخارجيين) داخل المجلس لضمان استقلاليته عن الإدارة التنفيذية للشركة، وذلك عن طريق الفصل الواضح بين مهام الرقابة ومهام الإدارة (Fama, 1983; Fama and Jensen, 1980). فقد بات ينظر إلى المديرين غير التنفيذيين (الخارجيين) في مجالس الإدارة باعتبارهم آلية رئيسية من آليات الرقابة الداخلية، ومؤشراً مهماً من مؤشرات جودة تطبيق حوكمة الشركات.

لذا، تنادي نظرية الوكالة بضرورة وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، وذلك لدعم موضوعيته واستقلاليته في القيام بواجباته الإشرافية والرقابية تجاه الإدارة التنفيذية للشركة، فضلاً عن أن وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل المجلس سوف تجعله أقل عرضة لسيطرة أو هيمنة المدير التنفيذي الأول (Fama and Jensen, 1983). وقد تبني دليل الحوكمة المصري في نسخته المحدثه الصادرة في يولييه ٢٠١٦م وجهة النظر ذاتها، وذلك عندما نص في الفقرة (١/٢/٢) منه على أنه: "مع الإلتزام بالقانون والنظام الأساسي لكل شركة، يشكل مجلس الإدارة من عدد مناسب من الأعضاء على نحو يمكنه من الإضطلاع بوظائفه وواجباته وبما في ذلك تشكيل لجانته. كما يجب أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل يتمتعون بمهارات فنية وتحليلية مما يجلب نفعاً للمجلس وللشركة."

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يشير (Donaldson and Davis, 1991) إلى أن المديرين التنفيذيين يكون لديهم فهم أفضل لطبيعة أعمال الشركة وتعقيدها، ويعدون في وضع أفضل لقيادة وإدارة قرارات الشركة من المديرين غير التنفيذيين، نتيجة ما يتمتعون به من معلومات خاصة متميزة عن أنشطة وعمليات الشركة. ومن ثم، فإن وجود أغلبية من المديرين

(١٢) يعرف دليل الحوكمة المصري في نسخته المحدثه الصادرة في يولييه ٢٠١٦م عضو مجلس الإدارة غير التنفيذي بأنه: "عضو بمجلس الإدارة لا يشغل منصباً تنفيذياً في الشركة ولا يتقاضى راتباً شهرياً أو سنوياً منها بخلاف ما يتقاضاه عن عضويته بمجلس الإدارة، ولا يجوز له أن يقدم أى استشارات أو خدمات مدفوعة الأجر سواء للشركة أو لشركاتها التابعة أو الأطراف المرتبطة بها" (فقرة ٨/١).

التنفيذيين داخل مجلس الإدارة تجعله قادراً على اتخاذ قرارات متميزة تقود إلى تحسن أداء الشركة، وتخفف من حدة تعارضات الوكالة بين الملاك والإدارة.

من هذا المنطلق، ونظراً لتباين التوقعات بشأن تأثير إستقلالية مجلس الإدارة على تكاليف الوكالة، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرضية الفرعية الرابعة للبحث الحالي في صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالي:

**ف(٤/١): لا توجد علاقة بين إستقلالية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة.**

وبعد تطوير فرضيات البحث، يقوم الباحث في القسم التالي (الثالث) بتصميم البحث وصياغة النماذج الملائمة لاختبار تلك الفرضيات.



## القسم الثالث

### تصميم البحث

#### أولاً: مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث الحالي فى الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية فى الفترة بين عامى ٢٠١٣م و٢٠١٦م، وذلك بعد استبعاد الشركات التى تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها فى الشركات غير المالية، الأمر الذى يخلق صعوبة بشأن القابلية للمقارنة نتيجة الاختلافات فى الضوابط والقوانين المنظمة.

وقد قام الباحث باختيار عينة الشركات التى سيعتمد عليها البحث الحالى فى اختبار فرضياته وفقاً للتوزيع القطاعى المقترح من قبل دراسة (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨)، حيث يسهم هذا التوزيع القطاعى المقترح فى وضع شركات العينة فى قطاعات متجانسة من حيث طبيعة النشاط الذى انشئت من أجله الشركة، وهو الأمر الذى لا يتوافر فى التوزيع القطاعى المتبع من قبل إدارة البورصة المصرية فى الوقت الراهن.

ويعد إتباع التوزيع القطاعى المقترح من قبل دراسة (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨) أمراً ضرورياً للبحث الحالى، نظراً لاعتماد الباحث فى قياس المتغير التابع على إحدى مقاييس تكاليف الوكالة (معدل دوران الأصول) الذى يتطلب قياسه لكل شركة من شركات العينة ضرورة تعديله بمتوسط قيمته على مستوى الصناعة التى تنتمى لها الشركة، وهو الأمر الذى يتطلب ضرورة وضع الشركات المتجانسة التى تمارس نفس النشاط سوياً فى قطاع واحد، بالشكل الذى يضمن دقة القياس لمتوسط معدل دوران الأصول على مستوى القطاع الذى تنتمى إليه كل مجموعة متجانسة من الشركات المقيدة.

وقد اعتمد الباحث فى الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات العينة، واللازمة لإتمام البحث الحالى، على ثلاثة مصادر أساسية، هى: (١) موقع البورصة المصرية بما يحتويه من تقارير إفصاح إلزامية تعدها الشركات المساهمة المقيدة طبقاً لقواعد القيد والشطب التى تفرضها إدارة البورصة المصرية على الشركات المساهمة المقيدة، (٢) موقع مباشر مصر بما يحتويه

من تقارير مالية دورية للشركات المساهمة المقيدة، و٣) شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة للبورصة المصرية، والتي تقوم على تقديم خدمات نقل بيانات التداول اللحظى للشركات المقيدة محلياً ودولياً، وتوفر البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة.

ويوضح الجدول رقم (٢) العينة النهائية للبحث الحالى مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعى المقترح، حيث إنتهى الباحث إلى اختيار عينة من الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية يبلغ حجمها مائة شركة موزعة على خمسة عشر قطاعاً إقتصادياً متجانساً (مرفق ملحق رقم "١" بأسماء شركات عينة البحث)، وبما يعادل ٥٧٪، ٥٧٪، ٥٦٪، ٥٧٪ تقريباً من إجمالى عدد الشركات المساهمة المقيدة المتاح سحب عينة البحث الحالى منه خلال السنوات الأربع فترة الدراسة على الترتيب.

جدول رقم (٢): التصنيف القطاعى لشركات عينة البحث

م	القطاع	المشاهدات	السنوات وعدد الشركات			
			٢٠١٣م	٢٠١٤م	٢٠١٥م	٢٠١٦م
			عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
١	الاستثمار العقارى	٦٨	١٧	١٧	١٧	١٧
٢	الصناعات الدوائية	٣٢	٨	٨	٨	٨
٣	الصناعات الكيماوية	٣٢	٨	٨	٨	٨
٤	صناعة الأسمنت	٣٢	٨	٨	٨	٨
٥	الفنادق والمنتجعات السياحية	٢٨	٧	٧	٧	٧
٦	طحن الغلال وصناعة الخبز	٢٨	٧	٧	٧	٧
٧	صناعة المنسوجات	٢٨	٧	٧	٧	٧
٨	الصناعات التعدينية	٢٨	٧	٧	٧	٧
٩	الصناعات الهندسية	٢٤	٦	٦	٦	٦
١٠	صناعة وطباعة مواد التعبئة والتغليف	٢٤	٦	٦	٦	٦
١١	خدمات الموانئ والتوكيلات الملاحية	٢٠	٥	٥	٥	٥
١٢	صناعة الخزف والسيراميك	١٦	٤	٤	٤	٤
١٣	الإنتاج الداجنى	١٦	٤	٤	٤	٤
١٤	الزيوت المستخلصة ومشتقاتها	١٢	٣	٣	٣	٣
١٥	التكنولوجيا	١٢	٣	٣	٣	٣
	إجمالى	٤٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠
	إجمالى عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية <sup>(١٣)</sup>		٢١٢	٢١٤	٢٢١	٢٢٢
	إجمالى عدد الشركات المالية المقيدة بالبورصة		٣٨	٣٨	٤٣	٤٦
	إجمالى عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة		١٧٤	١٧٦	١٧٨	١٧٦
	نسبة عدد شركات العينة إلى عدد الشركات غير المالية		٥٧٪	٥٧٪	٥٦٪	٥٧٪

(١٣) المصدر: التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٦م.

## ثانياً: بناء مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول

فى ضوء ما تناوله الباحث من آليات ممكنة لإكتساب المدير التنفيذي الأول لقوته أو نفوذه، فإنه يمكن تجميع تلك الآليات فى مؤشر مجمع للقوة، وذلك على النحو المبين بالجدول رقم (٣):

جدول رقم (٣): بنود مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول وآلية القياس

م	بنود مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول	مدى القوة أو النفوذ	
		واحد	صفر
١	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة.	بخلاف ذلك
٢	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه	إذا كانت فترة شغل منصب العضو المنتدب من قبل المدير التنفيذي الأول للشركة أكبر من ثلاث سنوات.	بخلاف ذلك
٣	ملكية المدير التنفيذي الأول فى أسهم الشركة	إذا كانت نسبة ملكية المدير التنفيذي الأول فى أسهم الشركة التى يتولى أمر إدارتها تبلغ ٥% أو أكثر، أى إذا كان المدير التنفيذي الأول يعد أحد كبار ملاك الشركة التى يتولى أمر إدارتها.	بخلاف ذلك
٤	إستقلالية مجلس الإدارة	إذا كانت نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة أقل من ٥٠% من إجمالى عدد أعضاء المجلس.	بخلاف ذلك
	مدى قيمة مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول	٤ (الحد الأقصى لقيمة المؤشر)	صفر (الحد الأدنى)

## ثالثاً: صياغة نماذج البحث والتعريفات الإجرائية للمتغيرات

سوف يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضيات البحث الحالى على نموذجين للإندجار الخطى المتعدد، حيث يتم صياغة النموذج الأول بهدف اختبار تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة، يلى ذلك اختبار تأثير آليات (بنود) مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة من خلال النموذج الثانى، وذلك على النحو التالى:

- **النموذج الأول:** يبنى على أن تكاليف الوكالة تعد دالة فى كل من قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{تكاليف الوكالة} = \text{دالة (قوة المدير التنفيذي الأول + المتغيرات الضابطة)}$$

■ **النموذج الثاني:** يبنى على أن تكاليف الوكالة تعد دالة في كل من آليات (بنود) مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

تكاليف الوكالة = دالة (آليات مؤشر القوة + المتغيرات الضابطة)

وبذلك، يمكن صياغة نماذج البحث الحالي على النحو التالي:

$$\text{Agency Costs}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEOPOWER}_{it} + \beta_2 \text{BORSIZE}_{it} + \beta_3 \text{FSIZE}_{it} + \beta_4 \text{DIVIDEND}_{it} + \beta_5 \text{MTB}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$\text{Agency Costs}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEODUAL}_{it} + \beta_2 \text{CEOTENURE}_{it} + \beta_3 \text{CEOOWN}_{it} + \beta_4 \text{BORIND}_{it} + \beta_5 \text{BORSIZE}_{it} + \beta_6 \text{FSIZE}_{it} + \beta_7 \text{DIVIDEND}_{it} + \beta_8 \text{MTB}_{it} + \beta_9 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

حيث إن:

Agency Costs <sub>it</sub>	: تكاليف الوكالة للشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>
CEOPOWER <sub>it</sub>	: قوة المدير التنفيذي الأول للشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>
CEODUAL <sub>it</sub>	: ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول للشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>
CEOTENURE <sub>it</sub>	: فترة بقاء المدير التنفيذي الأول للشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i> في منصبه
CEOOWN <sub>it</sub>	: ملكية المدير التنفيذي الأول للشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i> في أسهمها
BORIND <sub>it</sub>	: استقلالية مجلس إدارة الشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>
BORSIZE <sub>it</sub>	: حجم مجلس إدارة الشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>
FSIZE <sub>it</sub>	: حجم الشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>
DIVIDEND <sub>it</sub>	: التوزيعات النقدية المدفوعة من قبل الشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>
MTB <sub>it</sub>	: فرص نمو الشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>
LEV <sub>it</sub>	: الرافعة المالية (المديونية) للشركة <i>i</i> في الفترة <i>t</i>

وسوف يعتمد الباحث بشأن قياس تكاليف الوكالة على معدل دوران الأصول (كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة)، والذي يتم قياسه بنسبة المبيعات السنوية إلى إجمالي الأصول. وتقيس هذه النسبة قدرة إدارة الشركة على توظيف الأصول التي وضعت تحت تصرفها بكفاءة، أي أنها مقياساً لدرجة إستغلال أو الإنتفاع بالأصول من قبل الإدارة. حيث تعكس معدلات دوران الأصول المرتفعة مقداراً كبيراً من المبيعات وفي نهاية المطاف التدفق النقدي المتولد لمستوى معين من

الأصول، والتي تعكس بدورها ممارسات فعالة لإدارة الأصول، ومن ثم خلق قيمة للمساهمين. في حين تعكس معدلات دوران الأصول المنخفضة استخدام الأصول من قبل الإدارة في أغراض غير منتجة، والذي من المرجح أن يؤدي إلى تدمير قيمة المشروعات. وبالتالي، فإن الشركات التي تتزايد بها تعارضات الوكالة بين الإدارة والمساهمين سيكون لديها نسب دوران أقل للأصول مقارنةً بتلك التي يكون لديها تعارضات وكالة أقل.

ومن أجل أخذ أثر الصناعة التي تنتمي لها كل شركة من شركات العينة في الاعتبار عند حساب معدل دوران الأصول، سوف يعتمد الباحث بشأن قياس تكاليف الوكالة، أيضاً، على معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة التي تنتمي لها كل شركة من شركات العينة، والذي سيتم حسابه من خلال أخذ الفرق بين معدل دوران الأصول المحسوب لكل شركة من شركات العينة والمتوسط السنوي المحسوب لمعدل دوران الأصول على مستوى القطاع الذي تنتمي له الشركة. ويوضح الجدول رقم (٤) وصفاً لمتغيرات البحث الحالي والتعريف الإجرائي لها.

جدول رقم (٤): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
<b>المتغير التابع (تكاليف الوكالة)</b>		
يتم قياسه من خلال قسمة مبيعات الشركة $i$ على إجمالي القيمة الدفترية لأصولها في نهاية الفترة $t$ .	ASSETURN <sub><math>i</math></sub>	معدل دوران الأصول
يتم قياسه بالفرق بين معدل دوران الأصول للشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ (ASSETURN <sub><math>i</math></sub> ) ومتوسط ذلك المعدل على مستوى الصناعة التي تنتمي لها الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ .	Ind-Adjusted ASSETURN <sub><math>i</math></sub>	معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة
<b>المتغيرات المستقلة</b>		
يتم قياسها من خلال مؤشر مركب من أربعة بنود، وهي: (١) إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، (٢) فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، (٣) ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة، (٤) إستقلالية مجلس الإدارة. وتأخذ جميع البنود السابقة في المؤشر إما (واحد) أو (صفر)، ويشير الواحد إلى تمتع المدير التنفيذي الأول بقوة أكبر، ولذلك تتراوح قيمة المؤشر بين (صفر، ٤)، وكلما زادت درجة المؤشر دل ذلك على تمتع المدير التنفيذي الأول بقوة أكبر.	CEOPOWER <sub><math>i</math></sub>	قوة المدير التنفيذي الأول

تابع جدول رقم (٤): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
متغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة $i$ خلال الفترة $t$ يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.	CEODUAL <sub>it</sub>	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول
يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي الأول للشركة $i$ في منصبه منذ تعيينه كعضو منتدب في الشركة وحتى نهاية الفترة $t$ .	CEOTENURE <sub>it</sub>	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه
يتم قياسها من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة للمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) في رأس مال الشركة $i$ التي يتولى أمر إدارتها على إجمالي عدد أسهمها المتداولة خلال الفترة $t$ .	CEOOWN <sub>it</sub>	ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة
يتم قياسها بمتغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كانت نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة $i$ خلال الفترة $t$ أكبر من ٥٠٪ من إجمالي عدد أعضاء المجلس، و(صفر) بخلاف ذلك.	BORIND <sub>it</sub>	إستقلالية مجلس الإدارة
<b>المتغيرات الضابطة</b>		
يتم قياسه بعدد أعضاء مجلس إدارة الشركة $i$ خلال الفترة $t$ .	BORSIZE <sub>it</sub>	حجم مجلس الإدارة
يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ .	FSIZE <sub>it</sub>	حجم الشركة
يتم قياسها من خلال قسمة التوزيعات النقدية المسددة من قبل الشركة $i$ على إجمالي القيمة الدفترية لأصولها في نهاية الفترة $t$ .	DIVIDEND <sub>it</sub>	التوزيعات النقدية المدفوعة
يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأصول الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ ، والتي يتم حسابها من خلال قسمة القيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للأصول.	MTB <sub>it</sub>	فرص نمو الشركة
يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي التزامات الشركة $i$ على إجمالي القيمة الدفترية لأصولها في نهاية الفترة $t$ .	LEV <sub>it</sub>	الرافعة المالية (المديونية)

### رابعاً: مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نماذج البحث

#### ١. حجم مجلس الإدارة

لا يوجد توافق في الآراء فيما بين الدراسات السابقة بشأن فعالية حجم المجلس في مراقبة تصرفات الإدارة. فمن ناحية، يرى كل من ( John and Senbet, 1998; Dalton et al., 1999; Kiel and Nicholson, 2003) أن المجالس كبيرة الحجم تساعد على جلب ثروة من الخبرة والتجربة

إلى الشركة، وذلك من خلال قدرتها على إجتذاب عدد أكبر من المديرين الذين تتوفر لديهم الخبرات والمهارات المتنوعة التي تسهل من أداء المجلس لمهامه ووظائفه الرقابية، وتعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة من خلال تقديم المشورة والنصح فيما يتعلق بالخيارات الإستراتيجية للشركة، فضلاً عن أن المجالس الكبيرة تعطي فرصة أكبر للتعبير عن مصالح المساهمين، ومن ثم، فإنها تكون أقل عرضة لسيطرة المدير التنفيذي الأول.

من ناحية أخرى، يرى كل من ( Lipton and Lorsch, 1992; ) أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فعالية في مراقبة تصرفات الإدارة، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم قد تعاني من مشاكل قصور عملية التنسيق والإتصال بين أعضائها، الأمر الذي ينال من فعالية تلك المجالس في أداء الدور الإشرافي والرقابي المنوط بها. كذلك، يرى ( Haniffa and Hudaib, 2006 ) أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تكون أكثر فعالية في كبح دوافع المديرين نحو التهرب من مسؤولياتهم تجاه الشركة، كما أنها تساعد على سرعة إنجاز القرارات الخاصة بالشركة، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تكون أقل تقيداً بمشاكل البيروقراطية وأكثر وظيفية في القيام بمهامها.

## ٢. حجم الشركة

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

من ناحية أخرى، يرى (Dechow and Dichev, 2002) أن الشركات كبيرة الحجم تكون أكثر إستقراراً وقدرةً على التنبؤ بعملياتها من الشركات صغيرة الحجم، وأقدر على الاستفادة من مزايا الحجم الكبير. فضلاً عن أنها تخضع لمتابعة وتدقيق أكبر من قبل سوق المال بصفة عامة، ومن قبل المحللين

الماليين والمستثمرين بصفة خاصة (Jiang et al., 2008). لذا، يكون من المتوقع أن يتوافر لدى مديري الشركات كبيرة الحجم دوافع أقل للإنخراط في الممارسات الإنتهازية التي قد تضر بمصالح المساهمين.

### ٣. التوزيعات النقدية المدفوعة

يشير (Rozeff, 1982) إلى أن توزيعات الأرباح قد توفر علاجاً جزئياً لمشاكل الوكالة القائمة بين المديرين والمساهمين، حيث تساعد الأرباح الموزعة على تقليل تكاليف الوكالة داخل الشركة. حيث يرى (Rozeff, 1982) أن توزيعات الأرباح من المفترض أن تجبر الشركات، وخصوصاً تلك التي يتوافر لديها فرص عالية للنمو، على اللجوء للتمويل الخارجي لتمويل الإستثمارات القائمة أو المستقبلية، الأمر الذي يؤدي إلى خضوعها لمراقبة إضافية من قبل سوق رأس المال.<sup>(١٤)</sup> من هذا المنطلق، قد يطلب المساهمون بإجراء توزيعات الأرباح كجزء من حزمة "المراقبة/ الضمانة" المثلى التي تعمل على خفض تكاليف الوكالة.

من ناحية أخرى، يمكن لتوزيعات الأرباح، أيضاً، تقليل تكاليف الوكالة من خلال تخفيض فرص الإدارة لاستثمار التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow) المتاح للشركة، في المشروعات التي تخدم مصالح الإدارة على حساب المساهمين (Jensen, 1986). ويعضد من وجهة النظر هذه، ما أشار إليه (أبو العز، ٢٠١٥) من أنه إذا توقع المدير أن يترك الشركة قبل نهاية عمرها - وهذه هي الحالة الواقعية السائدة - فمن الطبيعي والمتوقع أن يركز المدير (الوكيل) على تعظيم منفعته في الأجل القصير الذي يعنيه، حتى ولو كان ذلك ضاراً لمصالح المساهمين (الموكل). فالمدير الذي يتوقع أن يغادر الشركة في المستقبل القريب يعطى وزناً قليلاً لنتائج القرارات التي تتكشف بعد مغادرته للشركة، وذلك فيما يعرف "بمشكلة الأفق الزمني". فعندما يتوافر لدى الشركة المزيد من الأموال المتولدة داخلياً، قد يجد المديرون الحافز لإهدار الأموال الزائدة في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Jensen, 1986).

(١٤) على الرغم من أن زيادة التوزيعات المدفوعة قد يقلل من تكاليف الوكالة، إلا أن زيادة اللجوء للتمويل الخارجي هو بالطبع أمراً مكلفاً. لذا، يرى (Rozeff, 1982) أن توزيعات الأرباح المدفوعة تصل إلى مستواها الأمثل، عندما يصل مجموع كل من هذين النوعين من التكاليف إلى حددهما الأدنى.



#### ٤. فرص نمو الشركة

يصف (Myers, 1977) فرصة النمو بأنها خيار شراء (Call Option) على أصول حقيقية. وأن الجزء المحتسب من قيمة الشركة من خلال القيمة الحالية لخيار الشراء الخاص بها (فرص النمو المستقبلية) يتزايد بقيام الشركة بالمزيد من الاستثمارات في مشروعات مواتية. ويرى (Myers, 1977) أن الشركات التي يتوافر لديها فرص للنمو تتزايد بها تعارضات الوكالة بين المساهمين وأصحاب الديون، نظراً لأن المساهمين في هذه الشركات يتوافر لديهم حوافز قوية لتخفيض الاستثمارات، وذلك فيما يعرف بمشكلة "قصور الإستثمار" (Under-investment Problem)، وإمكانات أكبر للإستعاضة بتحويل أو نقل المخاطر. وهو ما يعنى أن الشركات التي تعتمد على التمويل بالدين سوف تتخلى عن فرص استثمارية مواتية (الفرص التي يمكن أن تقدم مساهمة صافية موجبة إلى القيمة السوقية للشركة)، وهو ما يؤدي في نهاية المطاف إلى تقليل القيمة السوقية الحالية للخيارات الحقيقية عن طريق حفز استراتيجية استثمارية دون المستوى الأمثل.<sup>(١٥)</sup>

من ناحية أخرى، يرى (Jensen, 1986) أن الشركات التي يتوافر لديها فرص للنمو تتزايد بها حجم الأموال المتولدة داخلياً، وقد يؤدي إعتداد الشركات على التمويل بالدين إلى إجبار المديرين بتلك الشركات على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة الدين، ومن ثم قد يتوافر لدى مديري تلك الشركات الدافع أو الحافز لإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة الحالية سالبة، مما يؤدي إلى ظهور مشكلة "الإفراط في الاستثمار" (Over-investment Problem). ففي هذا الإطار، يتوافر لدى المديرين على حد سواء الحافز والفرصة (أي التدفقات النقدية الزائدة) للإفراط أو الإسراف في القيام بالمشروعات الاستثمارية (بسيونى، ٢٠١٧).

#### ٥. الرافعة المالية (المديونية)

يقوم المقرضون عادةً بتضمين عقود المديونية العديد من الإشتراطات أو التعهدات التي تعمل على تقييد حرية المديرين في إتخاذ الإجراءات التي تعمل على تحويل أو نقل القيمة من دائن الشركة إلى حملة أسهمها. ويرى (Gul and Tsui, 1997) أن تلك الإشتراطات أو التعهدات التي تتعرض لها الشركة من قبل

(١٥) يعضد من وجهة النظر هذه، ما أشار إليه كل من (Myers, 1984; Harris and Raviv, 1991) من أنه نظراً لأن قيمة فرص نمو الشركة تكون على مقربة من الصفر في حالة الإفلاس، فإن تكلفة التعثر المالي المرتبطة بالإعتماد على التمويل بالدين سوف تكون أعلى بالنسبة للشركات التي يتوافر لديها فرص للنمو تمثل نسبة كبيرة من قيمتها الحالية.

المقرضين تعمل على تقييد الإنفاق غير المثالي للشركة، وتضعها تحت مراقبة أكبر من قبل هؤلاء المقرضين بهدف حماية أموالهم. كذلك، يرى ( Jensen, 1986) أن ارتفاع نسبة المديونية سوف يثنى المديرين عن إهدار التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة في استثمارات غير مربحة، وذلك من خلال إجبار المديرين على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة الدين، الأمر الذي يسهم في كبح الإنتهازية الإدارية المتعلقة بإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما ينعكس بالإيجاب على أداء الشركة.

من ناحية أخرى، يشير (Billett et al., 2007) إلى أن احتمال نشوب تعارضات بين المساهمين وأصحاب الديون بشأن السياسات الإستثمارية للشركة، تعد واحدة من أهم التكاليف المترتبة على التمويل بالدين. حيث تمتد تكاليف الوكالة المرتبطة بالدين لتشمل التكاليف الناجمة عن فرص فقد الثروة التي يسببها تأثير الدين على القرارات الإستثمارية للشركة ( Jensen and Meckling, 1976). لذا، يرى (Myers, 1977) أن السياسة الإستثمارية غير المثلى (Sub-optimal Investment Policy) تعد أحد تكاليف الوكالة الناجمة عن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين، وأنه في ظل وجود ضرائب على دخل الشركات، ووجود الدافع للاستفادة من الخصم الضريبي الذي توفره مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون، فإن الإستراتيجية المثلى تنطوي على المبادلة أو المقايضة بين المزايا الضريبية الناتجة عن الاعتماد على التمويل بالدين وتكاليف الإستراتيجية الإستثمارية المستقبلية غير المثلى.

وبعد صياغة نماذج البحث، وكذلك التعريف الإجرائي للمتغيرات، يقوم الباحث في القسم التالي (الرابع) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية ونتائج تحليل الانحدار.

## القسم الرابع

## تحليل النتائج

## أولاً: إحصاءات وصفية

يعرض الجدول رقم (٥) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج البحث الحالي مصنفة إلى ثلاث مجموعات، وهي: المتغير التابع (مقاييس تكاليف الوكالة)، المتغيرات المستقلة (قوة المدير التنفيذي الأول وآليات أو بنود المؤشر الخاص بقياسها)، والمتغيرات الضابطة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث.

جدول رقم (٥): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الإحراف المعياري
<b>المتغير التابع (مقاييس تكاليف الوكالة)</b>					
معدل دوران الأصول	٠,٠٠٢٢	٥,٦٨٩٢	٠,٧٤٩٩	٠,٥٢٠٢	٠,٩٠١٤
معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة	- ١,٧٩٦٤	٢,٢٢٤٧	٠,٠٠٠	- ٠,٥٢٣	٠,٤٢٦٧
<b>المتغيرات المستقلة</b>					
قوة المدير التنفيذي الأول	٠,٠٠٠	٤	١,٦٩	٢,٠٠٠	٠,٩٦٣
إزواجية دور المدير التنفيذي الأول	٠,٠٠٠	١,٠٠٠	٠,٦٩	١,٠٠٠	٠,٤٦٢
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	١,٠٠٠	١٩,٠٠٠	٦,٠٩	٤,٠٠٠	٤,٨٤٠
ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة	٠,٠٠٠	٠,٣٢٧٣	٠,٠٢٤٩	٠,٠٠٠	٠,٠٥٩٩
استقلالية مجلس الإدارة	٠,٠٠٠	١,٠٠٠	٠,٧١	١,٠٠٠	٠,٤٥٤
<b>المتغيرات الضابطة</b>					
حجم مجلس الإدارة	١,٠٠٠	١٧,٠٠٠	٨,٠٠	٨,٠٠	٢,٩٣٤
حجم الشركة (لوغاريتم طبيعي)	١٧,٣١٩١	٢٢,٥٧١٩	٢٠,٢٥١٨	٢٠,١٧٠٤	١,٣٦٣٨
التوزيعات النقدية المدفوعة	٠,٠٠٠	٠,٣٥٤٦	٠,٠٤١٢	٠,٠١٨٤	٠,٠٥٧٢
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول	٠,٢٨٩٢	٦,١٢٣٧	١,٢٧٥٨	١,٠٣٣٩	٠,٨١٦٨
الرافعة المالية (المديونية)	٠,٠٠٥	٢,٣٩١٥	٠,٤١٩٣	٠,٢٧٤٧	٠,٢٨٠٢
عدد المشاهدات (N) = ٤٠٠ مشاهدة					

توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة، تتراوح قيمته ما بين (٠,٠٠٢ ، ٥,٦٨٩ تقريباً)، وذلك بمدى كبير يبلغ ٥,٦٨٧ تقريباً، وأن متوسط ذلك المعدل على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة يبلغ ٠,٧٥ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة المبيعات السنوية لشركات العينة على مدار السنوات الأربع فترة الدراسة تبلغ ٧٥٪ تقريباً من إجمالي أصول الشركة، وذلك بإنحراف

معياري قدره ٠,٩٠١٤ تقريباً. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة (Ind-Adjusted ASSETURN<sub>it</sub>) على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح قيمته ما بين -١,٧٩٦ (ويمثل إنخفاضاً عن متوسط الصناعة التي تنتمي لها الشركة)، و ٢,٢٢٥ تقريباً (ويمثل ارتفاعاً عن متوسط الصناعة التي تنتمي لها الشركة)، وذلك بمدى واسع يبلغ ٤,٠٢١ تقريباً، وانحراف معياري قدره ٠,٤٢٦٧ تقريباً.

وفيما يتعلق بقوة المدير التنفيذي الأول وآليات أو بنود المؤشر الخاص بقياسها، يتبين من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن قيمة المؤشر المستخدم في البحث الحالي لقياس قوة المدير التنفيذي الأول (CEOPOWER<sub>it</sub>) تراوحت قيمته على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة ما بين (صفر، ٤)، بمتوسط (وسيط) يبلغ ١,٦٩ (٢)، وبانحراف معياري قدره ٠,٩٦٣ تقريباً.<sup>(١٦)</sup> أما فيما يخص آليات أو بنود المؤشر، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن عدد المشاهدات التي أظهرت وجود فصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) بلغ ١٢٣ مشاهدة فقط بنسبة قدرها ٣١٪ تقريباً من إجمالي عدد المشاهدات التي اعتمد عليها البحث الحالي، وهو ما يعنى بالتبعية، أن ٦٩٪ تقريباً من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث (٢٧٧ مشاهدة) أظهرت وجود جمع بين المنصبين من قبل ذات الشخص. كذلك، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه (CEOTENURE<sub>it</sub>) خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين عاماً واحداً وتسعة عشر عاماً، وذلك بمدى كبير يبلغ ثمانية عشر عاماً، وأن متوسط فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه على مستوى شركات العينة يبلغ ست سنوات تقريباً، وذلك بانحراف معياري قدره ٤,٨٤ تقريباً.

(١٦) من النتائج غير المقررة ضمن الإحصاءات الوصفية للبحث الحالي، والتي قام الباحث بإجرائها على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة، أن عدد المشاهدات التي سجلت القيمة (صفر) بمؤشر قياس قوة المدير التنفيذي الأول بلغت ٤٩ مشاهدة، والتي سجلت القيمة (واحد) بلغت ١١١ مشاهدة، والتي سجلت القيمة (٢) بلغت ١٦٥ مشاهدة، والتي سجلت القيمة (٣) بلغت ٦٦ مشاهدة، والتي سجلت القيمة (٤) بلغت ٩ مشاهدات.

أيضاً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن نسبة ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة التي يتولى أمر إدارتها ( $CEOOWN_{it}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة تتراوح ما بين (صفر٪، ٣٢,٧٣٪)، وذلك بمتوسط يبلغ ٢,٥٪ تقريباً من إجمالي عدد أسهم الشركة المتداولة خلال الفترة، وبإنحراف معياري قدره ٠,٠٦ تقريباً، وهو ما يشير إلى إنخفاض الوزن النسبي لمساهمات المديرين التنفيذيين الأول (CEOs) المباشرة في هياكل ملكية الشركات المساهمة المصرية. كما تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) إلى أن عدد المشاهدات التي أظهرت سيطرة المديرين التنفيذيين على مجلس إدارة الشركة (عدم إستقلالية المجلس) بلغ ١١٦ مشاهدة فقط بنسبة قدرها ٢٩٪ من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث، وهو ما يعنى بالتبعية، أن ٧١٪ من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث (٢٨٤ مشاهدة) أظهرت وجود أغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة، وهو ما يعد مؤشراً على إلتزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصري فيما يتعلق بضرورة أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين في الشركة.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن أحجام مجالس إدارات شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة يتراوح ما بين عضواً واحداً وسبعة عشر عضواً، وذلك بمدى واسع يبلغ ستة عشر عضواً، وأن متوسط (وسيط) عدد أعضاء مجلس الإدارة على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة يبلغ ٨ أعضاء، وذلك بإنحراف معياري قدره ٢,٩٣٤ تقريباً. كذلك، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن أحجام شركات العينة (مقاسةً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) خلال السنوات الأربع فترة الدراسة تتراوح ما بين (١٧,٣٢، ٢٣,٥٧ تقريباً)، وبمتوسط يبلغ ٢٠,٢٥ تقريباً، وبانحراف معياري قدره ١,٣٦٤ تقريباً. كما تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) إلى أن التوزيعات النقدية المدفوعة ( $DIVIDEND_{it}$ ) تراوحت نسبتها على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة ما بين (صفر٪، ٣٥,٥٪ تقريباً)، وذلك بمتوسط يبلغ ٤,١٪ تقريباً من إجمالي أصول الشركة، وبإنحراف معياري قدره ٠,٠٥٧ تقريباً.

أيضاً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن نسبة القيمة السوقية لأصول شركات العينة إلى قيمتها الدفترية ( $MTB_{it}$ ) خلال السنوات الأربع فترة الدراسة تراوحت ما بين (٠,٢٨٩، ٦,١٢٤ تقريباً)، وذلك بمدى واسع يبلغ ٥,٨٣٥ تقريباً، وأن متوسط تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة يبلغ ١,٢٧٦ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة القيمة السوقية لأصول شركات العينة إلى قيمتها الدفترية أكبر من الواحد الصحيح. كذلك، يتضح من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٥) أن متوسط نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة يبلغ ٩,٤١٪ تقريباً، مما يعنى أن متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على مستوى شركات العينة خلال السنوات الأربع فترة الدراسة يبلغ ١,٥٨٪ تقريباً، وتعكس تلك النسبة ميل شركات العينة للإعتماد بشكل أكبر على حقوق الملكية مقارنة بالديون عند تحديد التشكيلة التى تتألف منها مصادر التمويل.

### ثانياً: تحليل الارتباط

يعرض الجدول رقم (٦) مصفوفة إرتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) للعلاقة بين متغيرات البحث الحالى. وتعد تلك المصفوفة بمثابة الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج البحث الحالى. وتظهر مصفوفة الإرتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بالجدول رقم (٦)، أن الإزدواج الخطى لا يمثل مشكلة فى البحث الحالى، حيث بلغ أقصى معامل إرتباط بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج البحث (٠,٥٣) وذلك بين متغيرى حجم مجلس الإدارة وإستقلاليته. وتجدر الإشارة إلى أنه، على الرغم من أن معامل الإرتباط بين متغيرى قوة المدير التنفيذى الأول وإزدواجية دور المدير التنفيذى الأول بلغ (٠,٧٠)، كما هو موضح بالجدول رقم (٦)، إلا أن ذلك لا يمثل مشكلة إزدواج خطى فى البحث الحالى، حيث سيتم الإعتماد على متغير واحد فقط من هذين المتغيرين عند تشغيل كل نموذج من نماذج البحث الحالى.

جدول رقم (٦): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)	(١٢)
١	معدل دوران الأصول	١											
٢	معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة	**٠,٤٧	١										
٣	قوة المدير التنفيذي الأول	٠,٠٣	٠,٠٤-	١									
٤	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول	*٠,١٠	٠,٠٢-	**٠,٧٠	١								
٥	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	**٠,٢٠-	٠,٠٤-	**٠,٤٥	٠,٠٢	١							
٦	ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة	*٠,١٣-	٠,٠٤-	**٠,٥٥	**٠,١٨	**٠,٤٢	١						
٧	إستقلالية مجلس الإدارة	**٠,٢٦-	٠,٠١	**٠,٣٧-	**٠,٢٥-	**٠,١٨	٠,٠٤	١					
٨	حجم مجلس الإدارة	**٠,١٥-	٠,٠٥	**٠,٢١-	٠,٠٥-	٠,٠٢-	*٠,١٢-	**٠,٥٣	١				
٩	حجم الشركة (لوغاريتم طبيعي)	**٠,١٥-	**٠,١٧-	*٠,١٢-	٠,٠٨-	٠,٠٧-	**٠,٢١-	*٠,١٠	**٠,٣٩	١			
١٠	التوزيعات النقدية المدفوعة	**٠,٢٠	**٠,٢٥	٠,٠١	٠,٠٦	٠,٠٢-	٠,٠٩-	٠,٠٤-	**٠,٢٠	٠,١٠	١		
١١	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول	٠,٠٥-	٠,٠٣	٠,٠٠٢-	٠,١٠	٠,٠٨-	**٠,١٣-	*٠,١٢-	*٠,١١	٠,٠٤-	**٠,٣٧	١	
١٢	الرافعة المالية (المديونية)	**٠,٢٦	٠,٠٧-	٠,٠٦-	٠,٠٦	**٠,٢٥-	**٠,٢٠-	**٠,٢٠-	٠,٠٨-	*٠,١١	**٠,١٦-	**٠,٢٧	١
**, * الارتباط دال عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪) على الترتيب.													

وفيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين قوة المدير التنفيذي الأول وآليات (بنود) المؤشر الخاص بقياسها ومؤشرى قياس تكاليف الوكالة، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٦) عدم وجود ارتباط معنوى بين قوة المدير التنفيذي الأول وبين أى من المؤشرين المستخدمين فى البحث الحالى لقياس تكاليف الوكالة. كما تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٦) عدم وجود ارتباط معنوى بين أى من آليات أو بنود المؤشر الخاص بقياس قوة المدير التنفيذي الأول وبين تكاليف الوكالة معبراً عنها بمعدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة. كذلك، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٦) وجود ارتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ٥٪) بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ومعدل دوران الأصول. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٦) وجود ارتباط سالب ومعنوى بين كل من فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه، ملكية المدير التنفيذي الأول فى أسهم الشركة، إستقلالية مجلس الإدارة وبين معدل دوران الأصول.

أما فيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٦) وجود ارتباط سالب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين حجم مجلس الإدارة ومعدل دوران الأصول. يتبين كذلك، وجود ارتباط سالب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين حجم الشركة وأى من المؤشرين المستخدمين فى البحث الحالى لقياس تكاليف الوكالة. كما تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٦) وجود ارتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين التوزيعات النقدية المدفوعة وأى من المؤشرين المستخدمين فى البحث الحالى لقياس تكاليف الوكالة. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٦) وجود ارتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين الرافعة المالية (المديونية) ومعدل دوران الأصول.

### ثالثاً: نتائج تحليل الإنحدار

اعتمد الباحث بشأن اختبار فرضيات البحث الحالى على نموذجين للإنحدار الخطى المتعدد، كما سبق الإشارة، وذلك بهدف الوقوف على تأثير قوة المدير التنفيذي الأول، وكذا آليات (بنود) المؤشر الخاص بقياسها، على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية. وقد اعتمد الباحث فى تقدير معالم هذه النماذج على طريقة المربعات الصغرى ( Ordinary Least Squares "OLS")، حيث تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً فى تقدير معالم



نماذج الانحدار الخطية. ويرجع السبب في ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، فضلاً عن أنه من بين جميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة تتميز مقدرات المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات، أي أن لها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١).

ولاختبار مدى ملائمة بيانات البحث الحالى لافتراضات تحليل الانحدار، استعان الباحث بمعامل تضخم التباين (The Variance Inflation Factor "VIF") للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فى نماذج البحث الحالى خطيرة أم لا. وقد توصل الباحث إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية فى نماذج البحث الحالى منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين تم الحصول عليها فى نماذج البحث الحالى بلغت (١,٨٦٢)، وكانت لمتغير حجم مجلس الإدارة ( $BSIZE_{it}$ ). ويؤكد ذلك على عدم وجود مشكلة إزدواج خطى بين المتغيرات التفسيرية فى نماذج البحث الحالى، الأمر الذى يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى لتقدير معالم تلك النماذج. ويمكن عرض نتائج تحليل الانحدار التى توصل إليها الباحث وفقاً لنماذج الانحدار السابق صياغتها، على النحو التالى.

### ١. نتائج تحليل إنحدار تكاليف الوكالة على المؤشر المجمع لقوة المدير التنفيذى الأول

يعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التى تم التوصل إليها بشأن النموذج الأول للبحث الحالى (معادلة الانحدار رقم "١") والمتعلق بإنحدار تكاليف الوكالة معبراً عنها بأى من معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ )، أو معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة ( $Ind-Adjusted ASSETURN_{it}$ ) على كل من مؤشر قوة المدير التنفيذى الأول، والمتغيرات الضابطة. ويتضح من نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) معنوية نموذج الانحدار الخطى بين تكاليف الوكالة معبراً عنها بأى من معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ )، أو معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة ( $Ind-Adjusted ASSETURN_{it}$ ) ومجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بهذا النموذج، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) للنموذجين بمستوى المعنوية المقبول فى العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن (P-Value = Sig. < 5%).

جدول رقم (٧): نتائج تحليل إندثار تكاليف الوكالة على المؤشر المجمع لقوة المدير التنفيذي الأول والمتغيرات الضابطة

معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة (Ind-Adjusted ASSETURN <sub>it</sub> )				معدل دوران الأصول (ASSETURN <sub>it</sub> )					المتغيرات المستقلة	
احصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الإندثار		معاملات الإندثار (β)	احصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الإندثار			
معامل تضخم التباين (VIF)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)		معامل تضخم التباين (VIF)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)		
		***,0,000	٦,٤٧٩	١,٣٢٩			***,0,000	٦,٨١٩	١,٩٩١	ثابت الإندثار (Constant)
١,٠٥٠	٠,٩٥٢	**٠,٠١٨	٢,٣٧٢-	٠,٠٣٣-	١,٠٤٧	٠,٩٥٥	**٠,٠٣٨	٢,٠٨١-	٠,٠٤١-	قوة المدير التنفيذي الأول (CEOPOWER <sub>it</sub> )
١,٢٩٣	٠,٧٧٤	***,0,001	٣,٤٦٧	٠,٠١٧	١,٢٨٠	٠,٧٨١	*٠,٠٦٨	١,٨٢٨-	٠,٠١٣-	حجم مجلس الإدارة (BSIZE <sub>it</sub> )
١,٢٦٠	٠,٧٩٣	***,0,000	٧,٠٥٥-	٠,٠٧٥-	١,٢٨٥	٠,٧٧٨	***,0,000	٤,٧٤٣-	٠,٠٧١-	حجم الشركة (FSIZE <sub>it</sub> )
١,٣٤٣	٠,٧٤٤	***,0,000	٧,٠٤٠	١,٨٤١	١,٤٣١	٠,٦٩٩	***,0,000	١٠,١٩٦	٤,٠٣٤	التوزيعات النقدية المدفوعة (DIVIDEND <sub>it</sub> )
١,٤١٦	٠,٧٠٦	*٠,٠٥٨	١,٨٩٨-	٠,٠٣٦-	١,٥١١	٠,٦٦٢	***,0,000	٥,٥١٤-	٠,١٤٨-	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (MTB <sub>it</sub> )
١,٢٦٠	٠,٧٩٤	**٠,٠٤٥	٢,٠٠٨	٠,١٠٧	١,٣٣٤	٠,٧٥٠	***,0,000	٥,٦٤٠	٠,٤٤٢	الرافعة المالية (LEV <sub>it</sub> )
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)										
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)										
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)										
٠,٢٢٤				٠,٢٥٩					معامل التحديد (R <sup>2</sup> )	
٠,٢١١				٠,٢٤٧					معامل التحديد المعدل (Adjusted R <sup>2</sup> )	
١٧,٦٣١				٢٠,٧٦٦					قيمة (F) المحسوبة	
***,0,000				***,0,000					دلالة اختبار (F)	
١,٩٨١				١,٨٤٦					نتيجة اختبار (Durbin-Watson)	
٣٧٤				٣٦٣					عدد المشاهدات (N)	

كما تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧) أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) الخاصة بإنحدار معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ) على كل من مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٥٩)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في هذا النموذج تفسر ٢٥,٩٪ من التباين في تكاليف الوكالة لعينة البحث معبراً عنها بمعدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ). أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧) أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) الخاصة بإنحدار معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة (Ind-Adjusted  $ASSETURN_{it}$ ) على كل من مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٢٤)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في هذا النموذج تفسر ٢٢,٤٪ من التباين في تكاليف الوكالة لعينة البحث معبراً عنها بمعدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة (Ind-Adjusted  $ASSETURN_{it}$ ).

ويتضح من نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنموذج الأول للبحث، والموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول ( $CEOPOWER_{it}$ ) وكل من المؤشرين المستخدمين في البحث الحالي لقياس تكاليف الوكالة. بمعنى آخر، وجود علاقة موجبة بين مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول ( $CEOPOWER_{it}$ ) وتكاليف الوكالة. وتتسق تلك النتيجة مع فرضية الإنتهازية الإدارية، والتي ترجح أن تزايد قوة المدير التنفيذي الأول ستؤدي إلى تزايد تأثيره على صناعة القرارات الإستراتيجية الخاصة بالشركة، وهو الأمر الذي سيترتب عليه تزايد تكاليف الوكالة الناشئة عن تزايد احتمالية قيام المدير التنفيذي الأول بإستغلال نفوذه لتحقيق أهدافه الشخصية، حتى ولو كان ذلك ضاراً لمصلحة المساهمين.

وتلقى تلك النتيجة الضوء على أهمية تأكيدات نظرية الوكالة بشأن ضرورة تقييد هيمنة أو سيطرة المديرين التنفيذيين (CEOs) على مجريات الأمور داخل الشركات التي يخدمون بها، وذلك لتجنب الآثار السلبية لتزايد قوة ونفوذ هؤلاء المديرين على أداء شركاتهم، ومن ثم، على التكاليف المترتبة على إبرام عقد الوكالة بين الملاك والإدارة. ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الرئيسية للبحث الحالي بعدم وجود علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وتكاليف الوكالة، لذا، لا يمكن قبولها.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم مجلس الإدارة ( $BSIZE_{it}$ ) ومعدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة ( $Ind-Adjusted\ ASSETURN_{it}$ ). وتتسق تلك النتيجة مع وجهة النظر التي ترجح أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تعطي فرصة أكبر للتعبير عن مصالح المساهمين، ومن ثم، فإنها تكون أقل عرضة لسيطرة أو هيمنة المدير التنفيذي الأول، وأكثر فعالية في مراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة. كما تظهر نتائج تحليل الانحدار للنموذج الأول، والموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم الشركة ( $FSIZE_{it}$ ) وكل من المؤشرين المستخدمين في البحث الحالي لقياس تكاليف الوكالة. وتشير تلك النتيجة إلى أن قدرة الإدارة على مراقبة أو التحكم في الأنشطة الاستراتيجية والتشغيلية للشركة تتقلص مع زيادة حجمها، مما ينعكس بالسلب على الأداء، ويؤدي بالتبعية إلى تزايد تكاليف الوكالة بين المديرين والمساهمين.

كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين التوزيعات النقدية المدفوعة ( $DIVIDEND_{it}$ ) وكل من المؤشرين المستخدمين في البحث الحالي لقياس تكاليف الوكالة. وتتسق تلك النتيجة مع وجهة النظر التي ترجح أن توزيعات الأرباح قد توفر علاجاً جزئياً لمشاكل الوكالة القائمة بين المديرين والمساهمين، وذلك من خلال تخفيض فرص الإدارة لاستثمار التدفق النقدي الحر المتاح للشركة في المشروعات التي تخدم مصالح الإدارة على حساب المساهمين. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الانحدار للنموذج الأول، والموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين فرص نمو الشركة ( $MTB_{it}$ ) ومعدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ). وتتسق تلك النتيجة مع ما أشار إليه (Jensen, 1986) من أن الشركات التي يتوافر لديها فرص للنمو تتزايد بها حجم الأموال المتولدة داخلياً، ومن ثم قد يتولد لدى مديري تلك الشركات الحافز لإهدار الفوائض النقدية المتولدة في مشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى حفز استراتيجية استثمارية دون المستوى الأمثل، ويؤدي بالتبعية إلى تزايد تكاليف الوكالة بين المديرين والمساهمين.

أخيراً، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ ) وكل من المؤشرين المستخدمين في البحث الحالي لقياس تكاليف الوكالة. وتتسق تلك النتيجة مع ما أشار إليه (Jensen, 1986) من أن ارتفاع نسبة المديونية سوف يثنى المديرين عن إهدار التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة في استثمارات غير مربحة، وذلك من خلال إجبار المديرين على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة الدين، الأمر الذي يسهم في كبح الإنتهازية الإدارية المتعلقة بإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.

## ٢. نتائج تحليل إنحدار تكاليف الوكالة على بنود مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول

يعرض الجدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التي تم التوصل إليها بشأن النموذج الثاني للبحث الحالي (معادلة الانحدار رقم "٢") والمتعلق بإنحدار تكاليف الوكالة معبراً عنها بأي من معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ )، أو معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة ( $Ind-Adjusted ASSETURN_{it}$ ) على كل من بنود (آليات) مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول الأربعة، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٨) معنوية نموذج الانحدار الخطى بين تكاليف الوكالة معبراً عنها بأي من معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ )، أو معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة ( $Ind-Adjusted ASSETURN_{it}$ ) ومجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بهذا النموذج، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) للنموذجين بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن (P-Value = Sig. < 5%).

كما تبين نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٨) أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) الخاصة بإنحدار معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ) على كل من البنود (الآليات) الأربعة التي يتألف منها مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٨٤)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في هذا النموذج تفسر ٢٨,٤٪ من التباين في تكاليف الوكالة لعينة البحث معبراً عنها بمعدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ). كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٨) أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) الخاصة بإنحدار معدل دوران

الأصول المعدل بمتوسط الصناعة ( $Ind-Adjusted\ ASSETURN_{it}$ ) على كل من البنود (الآليات) الأربعة التي يتألف منها مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٣١)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى هذا النموذج تفسر ٢٣,١٪ من التباين فى تكاليف الوكالة لعينة البحث معبراً عنها بمعدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة ( $Ind-Adjusted\ ASSETURN_{it}$ ).

وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثانى للبحث، والموضحة بالجدول رقم (٨)، وجود علاقة سالبة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $CEODUAL_{it}$ ) وكل من المؤشرين المستخدمين فى البحث الحالى لقياس تكاليف الوكالة. بمعنى آخر، وجود علاقة موجبة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $CEODUAL_{it}$ ) وتكاليف الوكالة. وتؤكد تلك النتيجة على أن دمج الأدوار والمسئوليات فى يد شخص واحد يعد أمراً غير مرغوب فيه، وتركيزاً للسلطة يزيد من احتمالات نشوب تعارضات الوكالة بين المساهمين والإدارة. كما تلقى تلك النتيجة الضوء على أهمية تأكيدات دليل الحوكمة المصرى بشأن ضرورة الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، ضماناً لتقييد هيمنة أو سيطرة المديرين التنفيذيين ( $CEOs$ ) على عملية صناعة القرارات داخل الشركة. ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم **الفرضية الفرعية الأولى** للبحث الحالى بعدم وجود علاقة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول وتكاليف الوكالة، لذا، لا يمكن قبولها.

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثانى للبحث، والموضحة بالجدول رقم (٨)، وجود علاقة سالبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه ( $CEOTENURE_{it}$ ) ومعدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة ( $Ind-Adjusted\ ASSETURN_{it}$ ). وهو ما يعنى وجود علاقة موجبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه ( $CEOTENURE_{it}$ ) وتكاليف الوكالة. وتتسق تلك النتيجة مع وجهة النظر التى ترجح أن شغل المدير التنفيذي الأول لمنصبه لفترات طويلة، يجعله قادراً على بسط سيطرته على نظم المعلومات الداخلية للشركة، ويمنحه القدرة على الاستحواذ على معلومات حرجة تساعده على التأثير على برامج وخطط مجلس الإدارة، وذلك بالشكل الذى يتوافق أو ينسجم مع مصالحه الذاتية. ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم **الفرضية الفرعية الثانية** للبحث الحالى بعدم وجود علاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول فى منصبه وتكاليف الوكالة، لذا، لا يمكن قبولها.

جدول رقم (٨): نتائج تحليل إندثار تكاليف الوكالة على بنود مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول والمتغيرات الضابطة

معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة (Ind-Adjusted ASSETURN <sub>it</sub> )				معدل دوران الأصول (ASSETURN <sub>it</sub> )					المتغيرات المستقلة	
احصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الإندثار		معاملات الإندثار (β)	احصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الإندثار			معاملات الإندثار (β)
معامل تضخم التباين (VIF)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)		معامل تضخم التباين (VIF)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)		
		***,٠٠٠	٦,٤١٧	١,٣٦١			***,٠٠٠	٧,١٨٦	٢,١٥٦	ثابت الإندثار (Constant)
١,١٣٤	٠,٨٨٢	*,٠٥٠	١,٩٦٨-	٠,٠٦٠-	١,١٤٣	٠,٨٧٥	***,٠٠٣	٢,٩٤١-	٠,١٢٣-	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEODUAL <sub>it</sub> )
١,٢٧٢	٠,٧٨٦	** ,٠٣٠	٢,١٨٢-	٠,٠٠٧-	١,٢٦٢	٠,٧٩٢	٠,٤٣١	٠,٧٨٨-	٠,٠٠٣-	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه (CEOTENURE <sub>it</sub> )
١,٣٥٠	٠,٧٤١	٠,٦١٠	٠,٥١٠	٠,١٢٦	١,٣٥١	٠,٧٤٠	٠,٩٦٥	٠,٠٤٤	٠,٠١٥	ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة (CEOOWN <sub>it</sub> )
١,٦٩١	٠,٥٩٢	٠,٨١٦	٠,٢٣٢-	٠,٠٠٩-	١,٦٨٠	٠,٥٩٥	***,٠٠٥	٢,٨٣٦-	٠,١٥٣-	إستقلالية مجلس الإدارة (BORIND <sub>it</sub> )
١,٨٦٢	٠,٥٣٧	***,٠٠١	٣,٣٥٨	٠,٠٢٠	١,٨٥٨	٠,٥٣٨	٠,٩١٢	٠,١١١	٠,٠٠١	حجم مجلس الإدارة (BSIZE <sub>it</sub> )
١,٣١٧	٠,٧٥٩	***,٠٠٠	٧,٠٠٣-	٠,٠٧٦-	١,٣٥٦	٠,٧٣٨	***,٠٠٠	٥,٠٠٢-	٠,٠٧٦-	حجم الشركة (FSIZE <sub>it</sub> )
١,٣٧٢	٠,٧٢٩	***,٠٠٠	٦,٩٣٩	١,٨٣٢	١,٤٥٦	٠,٦٨٧	***,٠٠٠	٩,٩٩٣	٣,٩٤٤	التوزيعات النقدية المدفوعة (DIVIDEND <sub>it</sub> )
١,٤٥٠	٠,٦٩٠	* ,٠٦٧	١,٨٤٠-	٠,٠٣٥-	١,٥٥١	٠,٦٤٥	***,٠٠٠	٥,٧٧٩-	٠,١٥٦-	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (MTB <sub>it</sub> )
١,٣٤٣	٠,٧٤٤	* ,٠٨٤	١,٧٣١	٠,٠٩٦	١,٣٩٧	٠,٧١٦	***,٠٠٠	٥,١٩٨	٠,٤١٢	الرافعة المالية (LEV <sub>it</sub> )
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)										
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)										
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)										
٠,٢٣١				٠,٢٨٤					معامل التحديد (R <sup>2</sup> )	
٠,٢١٢				٠,٢٦٦					معامل التحديد المعدل (Adjusted R <sup>2</sup> )	
١٢,١٧٢				١٥,٥٤٢					قيمة (F) المحسوبة	
***,٠٠٠				***,٠٠٠					دلالة اختبار (F)	
١,٩٨٦				١,٨٦٧					نتيجة اختبار (Durbin-Watson)	
٣٧٤				٣٦٣					عدد المشاهدات (N)	

كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنموذج الثانى للبحث، والموضحة بالجدول رقم (٨)، عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة ما يمتلكه المدير التنفيذى الأول من أسهم الشركة التى يتولى أمر إدارتها ( $CEOOWN_{it}$ ) وبين أى من المؤشرين المستخدمين فى البحث الحالى لقياس تكاليف الوكالة. ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الفرعية الثالثة للبحث الحالى بعدم وجود علاقة بين ملكية المدير التنفيذى الأول فى أسهم الشركة وتكاليف الوكالة، لذا، لا يمكن رفضها.

أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للنموذج الثانى للبحث، والموضحة بالجدول رقم (٨)، وجود علاقة سالبة بين إستقلالية مجلس الإدارة ( $BORIND_{it}$ ) ومعدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ). وهو ما يعنى علاقة موجبة بين وجود أغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة. وتتسق تلك النتيجة مع أرجحية ما أشارت إليه دراسة (Marashdeh, 2014) من أن الشركات التى يكون لديها نسب مرتفعة من المديرين غير التنفيذيين داخل مجالس إدارتها، تكون أكثر احتمالاً للتعرض لانخفاض الأداء، وذلك إنطلاقاً من أن المديرين غير التنفيذيين يكونون عادةً عاملين بدوام غير كامل، أو حتى موظفين شرفيين. وهو الأمر الذى يقوض من قدرتهم على المراقبة وإسداء النصح والمشورة لمجلس الإدارة، لأن نقص المعلومات التى تتوافر لديهم، وافتقارهم للمعرفة والخبرة اللازمة للتعامل مع القضايا التقنية أو الفنية المتعلقة بأنشطة وأعمال الشركة يقلل من قدرتهم على القيام بوظائفهم بكفاءة.

بالإضافة لذلك، قد يكون هناك بعض الإتصالات الخاصة بين المدير التنفيذى الأول والمديرين غير التنفيذيين، وهذا يقلل بالتالى من إسهامات المديرين غير التنفيذيين، خاصةً إذا ما تم تعيينهم لفترات طويلة فى الشركة. ومن ثم، قد لا يكون للمديرين غير التنفيذيين دور فعال فى مراقبة الإدارة التنفيذية، الأمر الذى يقود إلى تزايد تكاليف الوكالة. ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الفرعية الرابعة للبحث الحالى بعدم وجود علاقة بين إستقلالية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة، لذا، لا يمكن قبولها.

ويوفر الجدول رقم (٩) ملخصاً للنتائج التى تم التوصل إليها بشأن تحليل إنحدار أى من المقياسين المستخدمين فى البحث الحالى للتعبير عن تكاليف الوكالة على أى من مؤشر قوة المدير التنفيذى الأول، أو آليات (بنود) المؤشر الأربعة المستخدمة فى البحث الحالى لقياس تلك القوة، وذلك وفقاً لنماذج البحث السابق صياغتها فى القسم الثالث من البحث.



جدول رقم (٩): ملخص نتائج تحليل إنحدار مقاييس تكاليف الوكالة على كل من المؤشر المجمع لقياس قوة المدير التنفيذي الأول، وآليات (بنود) مؤشر القوة

نتيجة اختبار الفرضية	مقاييس تكاليف الوكالة		الإشارة المتوقعة	المتغيرات	
	معدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة Ind-Adjusted ) (ASSETURN <sub>it</sub> )	معدل دوران الأصول (ASSETURN <sub>it</sub> )			
لا يمكن قبولها	سلبية	سلبية	؟	قوة المدير التنفيذي الأول (CEOPOWER <sub>it</sub> )	الفرضية الرئيسية
لا يمكن قبولها	سلبية	سلبية	؟	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEODUAL <sub>it</sub> )	الفرضيات الفرعية
لا يمكن قبولها	سلبية	غير دالة إحصائياً	؟	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه (CEOTENURE <sub>it</sub> )	
لا يمكن رفضها	غير دالة إحصائياً	غير دالة إحصائياً	؟	ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة (CEOOWN <sub>it</sub> )	
لا يمكن قبولها	غير دالة إحصائياً	سلبية	؟	إستقلالية مجلس الإدارة (BORIND <sub>it</sub> )	

وبعد الإنتهاء من تحليل نتائج البحث واختبار فرضياته، يقوم الباحث في القسم التالي (الخامس) بتقديم خلاصة موجزة عن البحث، وإقتراح العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية.

## القسم الخامس

### خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

#### خلاصة البحث

يعتبر المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) عادةً أهم عضو في الفريق الإداري للشركة، ليس فقط بسبب الوضع الهيكلي الذي يشغله في التسلسل الهرمي التنظيمي للشركة، ولكن أيضاً بسبب التأثير الذي يمارسه، ورأس المال الاجتماعي الذي يملكه. وفي الآونة الأخيرة، تزايد الاهتمام بشكل واضح بموضوع قوة المدير التنفيذي الأول باعتبارها تشكل جانباً مهماً من ديناميكس القوة لفريق الإدارة العليا، والتي تؤثر على عملية صناعة القرار الإستراتيجي والأداء التنظيمي للشركة.

وعلى الرغم من المنافع التي قد يمكن إحرازها من تزايد قوة ونفوذ المديرين التنفيذيين (CEOs) داخل الشركات التي يخدمون بها، والتي يتمثل أهمها في الإستجابة المثلى للحالات الطارئة وغير المتوقعة في بيئة العمل الخاصة بالشركة، وتسهيل استيعاب عدم اليقين من البيئة المؤسسية التي تعمل فيها الشركة. نجد أن نظرية الوكالة توجه بضرورة تقييد هيمنة أو سيطرة هؤلاء المديرين على مجريات الأمور داخل الشركات التي يخدمون بها، وذلك لتفادي الآثار السلبية لتزايد قوة ونفوذ هؤلاء المديرين على فعالية حوكمة الشركات، ومن ثم، على تعارضات الوكالة بين الملاك والإدارة.

لذا، يظل هناك سؤالاً إمبيريقياً قائماً بشأن ما إذا كان إكتساب المديرين التنفيذيين (CEOs) المزيد من النفوذ والقوة داخل شركاتهم سيؤدي إلى زيادة أم تقليل التكاليف المترتبة على إبرام عقد الوكالة بين الملاك والإدارة. من هذا المنطلق، استهدف البحث الحالي تفهم ودراسة التأثير الذي يمكن أن يتركه تزايد قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية، خاصةً في ظل ندرة الدراسات السابقة التي استهدفت التحقق من هذا التأثير داخل البيئة المصرية.

ولتحقيق هذا الهدف، اختبر البحث الحالي التأثير المحتمل لقوة المدير التنفيذي الأول بشكل مجمل على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال تركيب مؤشر مجمع لقياس تلك القوة استخدم فيه

الإطار الذى قدمته دراسته (Finkelstein, 1992)، ويتألف من أربعة بنود (آليات)، هي: (١) إزدواجية دور المدير التنفيذى الأول، (٢) فترة بقاء المدير التنفيذى الأول فى منصبه، (٣) ملكية المدير التنفيذى الأول فى أسهم الشركة، (٤) إستقلالية مجلس الإدارة. كما اختبر البحث الحالى تأثير الآليات (البنود) الأربعة التى يتألف منها مؤشر القوة، كل على حدة، على تكاليف الوكالة داخل الشركات المساهمة المصرية. وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من مائة شركة مساهمة مصرية (٤٠٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة، وتنتمى إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى فى الفترة بين عامى ٢٠١٣م و٢٠١٦م.

ومن أجل اختبار فرضيات البحث، استعان الباحث بشأن قياس تكاليف الوكالة على مؤشرين، هما: معدل دوران الأصول، ومعدل دوران الأصول المعدل بمتوسط الصناعة (كمقاييس عكسية لتكاليف الوكالة). وبعد ضبط تأثيرات كل من حجم مجلس الإدارة، حجم الشركة، التوزيعات النقدية المدفوعة، فرص نمو الشركة، والرافعة المالية (المديونية) على تكاليف الوكالة، توصل الباحث باستخدام الإنحدار الخطى المتعدد إلى وجود علاقة سالبة بين مؤشر قوة المدير التنفيذى الأول ( $CEOPOWER_{it}$ ) وكل من المؤشرين المستخدمين فى البحث الحالى لقياس تكاليف الوكالة. بمعنى آخر، وجود علاقة موجبة بين مؤشر قوة المدير التنفيذى الأول ( $CEOPOWER_{it}$ ) وتكاليف الوكالة.

أما فيما يتعلق بتأثير الآليات (البنود) الأربعة التى يتألف منها مؤشر القوة على تكاليف الوكالة، أظهرت نتائج البحث الحالى وجود علاقة موجبة بين كل من إزدواجية دور المدير التنفيذى الأول ( $CEODUAL_{it}$ )، فترة بقاء المدير التنفيذى الأول فى منصبه ( $CEOTENURE_{it}$ )، وجود أغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة ( $BORIND_{it}$ ) وبين تكاليف الوكالة. كما أظهرت نتائج البحث الحالى عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة ما يمتلكه المدير التنفيذى الأول من أسهم الشركة التى يتولى أمر إدارتها ( $CEOOWN_{it}$ ) وبين أى من المؤشرين المستخدمين فى البحث الحالى لقياس تكاليف الوكالة.

وفى المجمل، يشير الباحث إلى أن نتائج البحث الحالى تحمل بين طياتها دعماً إمبريقياً واضحاً لتوقعات نظرية الوكالة بأن تزايد قوة المدير التنفيذى الأول ستؤدى إلى تزايد تأثيره على صناعة القرارات الإستراتيجية الخاصة

بالشركة، بالشكل الذى يخدم مصالحه الشخصية، حتى ولو كان ذلك ضاراً لمصالح المساهمين، وهو الأمر الذى سيترتب عليه تزايد تكاليف الوكالة بين الملاك والإدارة (فرضية الإنتهازية الإدارية). وهو ما يعنى أن إكتساب المديرين التنفيذيين (CEOs) المزيد من النفوذ والقوة داخل الشركات التى يخدمون بها يكون ضد مصالح المساهمين وفعالية المنظمات.

### الدراسات المستقبلية

فى ضوء ما توصل إليه البحث الحالى من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلى:

- ١) دراسة تأثير قوة المدير التنفيذى الأول على كفاءة الإستثمار داخل الشركات المساهمة المصرية.
- ٢) دراسة تأثير قوة المدير التنفيذى الأول على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الاستثمار فى الشركات المساهمة المصرية.
- ٣) دراسة تأثير قوة المدير التنفيذى الأول على قرارات الرافعة المالية للشركات المساهمة المصرية.
- ٤) دراسة تأثير قوة المدير التنفيذى الأول على ممارسات إدارة الدخل فى الشركات المساهمة المصرية.
- ٥) التأثير المنظم لقوة المدير التنفيذى الأول على العلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية.
- ٦) دراسة تأثير قوة المدير التنفيذى الأول على جودة عملية المراجعة الخارجية للقوائم المالية للشركات المساهمة المصرية.
- ٧) دراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذى الأول وخطط المكافآت فى الشركات المساهمة المصرية.
- ٨) استخدام مقاييس أخرى لتكاليف الوكالة، مثل: نسبة المصروفات البيعية والعامه والإدارية إلى إجمالى المبيعات، والتفاعل بين التدفق النقدى الحر والنمو، وذلك بهدف التعرف على مدى إستقرار النتائج.

٩) إجراء دراسة مقارنة عن تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة بكل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.

١٠) أحد حدود هذا البحث هو استبعاد الشركات التي تنتمي للقطاع المالى من عينة البحث، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها فى الشركات غير المالية، لذا، يمكن دراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذى الأول وتكاليف الوكالة داخل الشركات التي تنتمي للقطاع المالى المصرى.

١١) فى ظل الإقتراح بأن كفاءة الإستثمار تعمل كمتغير وسيط فى العلاقة بين قوة المدير التنفيذى الأول وقيمة الشركة، لذا يمكن استخدام نموذج للمعادلات الهيكلية وتحليل المسار لتصميم نموذج سببى أو بنائى يوضح علاقات التأثير والتأثر بين قوة المدير التنفيذى الأول (كمتغير مستقل)، كفاءة الإستثمار (كمتغير وسيط)، وقيمة الشركة (كمتغير تابع)، ويختبر التأثير المباشر لقوة المدير التنفيذى الأول على قيمة الشركة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر لقوة المدير التنفيذى الأول (عن طريق: كفاءة الإستثمار) على قيمة الشركة.

١٢) فى ظل الإقتراح بأن إدارة الدخل تعمل كمتغير وسيط فى العلاقة بين قوة المدير التنفيذى الأول والأداء المالى للشركة، لذا يمكن استخدام نموذج للمعادلات الهيكلية وتحليل المسار لتصميم نموذج سببى أو بنائى يوضح علاقات التأثير والتأثر بين قوة المدير التنفيذى الأول (كمتغير مستقل)، إدارة الدخل (كمتغير وسيط)، والأداء المالى للشركة (كمتغير تابع)، ويختبر التأثير المباشر لقوة المدير التنفيذى الأول على الأداء المالى للشركة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر لقوة المدير التنفيذى الأول (عن طريق: إدارة الدخل) على الأداء المالى للشركة.

## المراجع

### أولاً: مراجع باللغة العربية

أبو العز، محمد السعيد، ٢٠١٥، "موضوعات فى المحاسبة الإدارية"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

أبو سالم، سيد سالم محمد، ٢٠١٢، "العلاقة بين مستوى تطبيق آليات حوكمة الشركات وإدارة الدخل: دراسة اختبارية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

أبو سالم، سيد سالم محمد، ومحمد فؤاد علوان، ٢٠١٨، "تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة: نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف - دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *الفكر المحاسبى*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثانى: ٤٦٨-٤١٠.

التقرير السنوى للبورصة المصرية، ٢٠١٦، متاح على:

[http://www.egx.com.eg/get\\_pdf.aspx?ID=12549&Lang=ARB](http://www.egx.com.eg/get_pdf.aspx?ID=12549&Lang=ARB)

الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصرى، ٢٠١٦، "الدليل المصرى لحوكمة الشركات"، الإصدار الثالث، متاح على:

[http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/guide.pdf](http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/guide.pdf)

بسيونى، سارة عبدالحميد كامل محمد، ٢٠١٧، "دراسة اختبارية لمحددات هيكل رأس المال فى الشركات المساهمة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

حجازى، إبراهيم رسلان، ١٩٨٨، "استخدامات نظرية الوكالة فى المحاسبة الإدارية"، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول: ٣٥٥-٣٠٩.

سالم، أحمد محمد كامل، ٢٠٠٥، "أثر توفيق الممارسات القياسية للحوكمة على تحسين بعض المؤشرات المحاسبية لأداء عينة من الشركات المصرية: مع دراسة عملية"، *مجلة الدراسات المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، العدد الثانى والثالث: ١٠٣٥-١٠٩٦.

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

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

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

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

[http://www.ecgi.org/codes/documents/code\\_cg\\_egypt\\_13feb2011\\_ar.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code_cg_egypt_13feb2011_ar.pdf)

### ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

Abebe, M. A., A. Angriawan, and Y. Liu, 2011, "CEO Power and Organizational Turnaround in Declining Firms: Does Environment Play a Role?", *Journal of Leadership and Organizational Studies* 18 (2): 260-273.

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

Allam, B. S., 2018, "The Impact of Board Characteristics and Ownership Identity on Agency Costs and Firm Performance: UK Evidence", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 18 (6): 1147-1176.

Bathula, H., 2008, "Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand", PhD Thesis, Auckland University of Technology, New Zealand.

Billett, M. T., T. D. King, and D. C. Mauer, 2007, "Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants", *The Journal of Finance* 62 (2): 697-730.

- Brass, D. J., and M. E. Burkhardt, 1993, "Potential Power and Power Use: An Investigation of Structure and Behavior", *Academy of Management Journal* 36 (3): 441-470.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and G. Jarrell, 1997, "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance* 3 (3): 189-220.
- Combs, J., D. Ketchen, A. Perryman, and M. Donahue, 2007, "The Moderating Effect of CEO Power on the Board Composition-Firm Relationship", *Journal of Management Studies* 44 (8): 1299-1323.
- Cook, M. L., and M. J. Burrell, 2013, "The Impact of CEO Tenure on Cooperative Governance", *Managerial and Decision Economics* 34 (3-5): 218-229.
- Daily, C. M., and J. L. Johnson, 1997, "Sources of CEO Power and Firm Financial Performance: A Longitudinal Assessment", *Journal of Management* 23 (2): 97-117.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson, and A. E. Ellstrand, 1999, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis", *Academy of Management Journal* 42 (6): 674-686.
- Davidson, W. N., A. K. Boutesli, and M. Singh, 2006, "Agency Costs, Ownership Structure, and Corporate Governance in Pre-and Post-IPO Firms", *Corporate Ownership and Control* 3 (3): 88-95.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson, 1997, "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review* 22 (1): 20-47.
- Dechow, P. M., and I. D. Dichev, 2002, "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review* 77 (Supplement): 35-59.



- Donaldson, L., and J. H. Davis, 1991, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management* 16 (1): 49-65.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells, 1998, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics* 48 (1): 35-54.
- Eisenhardt, K. M., and L. J. Bourgeois, 1988, "Politics of Strategic Decision Making in High-Velocity Environments: Toward a Midrange Theory", *The Academy of Management Journal* 31 (4): 737-770.
- Eisenhardt, K. M., and M. J. Zbaracki, 1992, "Strategic Decision Making", *Strategic Management Journal* 13 (S2): 17-37.
- Fama, E. F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Finkelstein, S., 1992, "Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation", *Academy of Management Journal* 35 (3): 505-538.
- Firth, M., P. M. Fung, and O. M. Rui, 2008, "Ownership, Governance Mechanisms, and Agency Costs in China's Listed Firms", *Journal of Asset Management* 9 (2): 90-101.
- Florackis, C., and A. Ozkan, 2008, "Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms", *International Journal of Managerial Finance* 4(1): 37-59.
- Florackis, C., and A. Ozkan, 2009, "Managerial Incentives and Corporate Leverage: Evidence from the United Kingdom", *Accounting and Finance* 49 (3): 531-553.

- French, J. R. P., and B. Raven, 1959, "The Bases of Social Power", From *Studies in Social Power*: 259-269, D. Cartwright (Ed.), Ann Arbor: Institute for Social Research, University of Michigan.
- Greve, H. R., and H. Mitsuhashi, 2007, "Power and Glory: Concentrated Power in Top Management Teams", *Organization Studies* 28 (8): 1197-1221.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart, 1980, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *The Bell Journal of Economics* 11 (1): 42-64.
- Gul, F. A., and J. L. Tsui, 1997, "A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing", *Journal of Accounting and Economics* 24 (2): 219-237.
- Gul, S., S. Muhammad, R. Nasir, and A. Farman, 2012, "Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure: The Case of Pakistan", *International Journal of Business and Social Science* 3 (9): 268-277.
- Haleblian, J., and S. Finkelstein, 1993, "Top Management Team Size, CEO Dominance, and Firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion", *Academy of Management Journal* 36 (4): 844-863.
- Hambrick, D. C., 1981, "Environment, Strategy, and Power within Top Management Teams", *Administrative Science Quarterly* 26 (2): 253-275.
- Haniffa, R., and M. Hudaib, 2006, "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (7-8): 1034-1062.

- Hardy, C., 1985, "The Nature of Unobtrusive Power", *Journal of Management Studies* 22 (4): 384-399.
- Harris, M., and A. Raviv, 1991, "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance* 46 (1): 297-355.
- Henry, D., 2010, "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective", *Pacific-Basin Finance Journal* 18 (1): 24-46.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach, 1998, "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *The American Economic Review* 88 (1): 96-118.
- Hill, C. W., and P. Phan, 1991, "CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay", *Academy of Management Journal* 34 (3): 701-717.
- Ibrahim, H., and F. A. Samad, 2011, "Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public Listed Family Firms in Malaysia", *South African Journal of Business Management* 42 (3): 17-26.
- Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jiang, W., P. Lee, and A. Anandarajan, 2008, "The Association between Corporate Governance and Earnings Quality: Further Evidence Using the GOV-Score", *Advances in Accounting* 24 (2): 191-201.

- John, K., and L. W. Senbet, 1998, "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance* 22 (4): 371-403.
- Khalil, M. M., 2010, "*Earnings Management, Agency Costs and Corporate Governance: Evidence from Egypt*", Unpublished PhD Thesis, The University of Hull, UK.
- Kiel, G. C., and G. J. Nicholson, 2003, "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review* 11 (3): 189-205.
- Lipton, M., and J. W. Lorsch, 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *The Business Lawyer* 48 (1): 59-77.
- McGregor, D., 1960, "*The Human Side of Enterprise*", New York: McGraw Hill.
- McKnight, P. J., and C. Weir, 2009, "Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (2): 139-158.
- Mintzberg, H., 1983, "*Power in and Around Organizations: The Theory of Management Policy Series*", Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs.
- Moez, D., 2018, "Agency Costs, Corporate Governance and the Nature of Controlling Shareholders: Evidence from French Listed Firms", *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 8 (3): 256-277.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20 (1): 293-315.

- Mueller, E., and A. Spitz-Oener, 2006, "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises", *German Economic Review* 7 (2): 233-247.
- Muth, M., and L. Donaldson, 1998, "Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach", *Corporate Governance: An International Review* 6 (1): 5-28.
- Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147-175.
- Myers, S. C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance* 39 (3): 575-592.
- Ochieng, O. R., 2013, "*The Influence of Corporate Governance on Agency Cost of Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange*", Unpublished Master Thesis, University of Nairobi, Kenya.
- Owusu, A., and C. Weir, 2017, "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms in Ghana", *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 14 (1): 63-84.
- Pettigrew, A. M., 1973, "*The politics of Organizational Decision-Making*", First Edition, Tavistock Publications Limited: London.
- Pfeffer, J., 1992, "*Managing with Power: Politics and Influence in Organizations*", Harvard Business School Press.
- Pigé, B., 1998, "Enracinement des Dirigeants et Richesse des Actionnaires", *Finance Contrôle Stratégie* 1 (3): 131-158.
- Rahim, M. A., 1989, "Relationships of Leader Power to Compliance and Satisfaction with Supervision: Evidence from a National Sample of Managers", *Journal of Management* 15 (4): 545-556.

- Rozeff, M. S., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *The Journal of Financial Research* 5 (3): 249-259.
- Scott, W. R., and J. W. Meyer, 1983, "The organization of societal sectors", In J. W. Meyer and W. R. Scott (Eds.), *Organizational Environments: Ritual and Rationality*: 129-153: Beverly Hills, CA: Sage Publications Inc.
- Singh, M., and W. N. Davidson, 2003, "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms", *Journal of Banking and Finance* 27 (5): 793-816.
- Smith, A., S. Houghton, J. Hood, and J. Ryman, 2006, "Power Relationships among Top Managers: Does Top Management Team Power Distribution Matter for Organizational Performance?", *Journal of Business Research* 59 (5): 622-629.
- Tang, J., M. Crossan, and W. G. Rowe, 2011, "Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board", *Journal of Management Studies* 48 (7): 1479-1503.
- Vijayakumaran, R., 2019, "Agency Costs, Ownership, and Internal Governance Mechanisms: Evidence from Chinese Listed Companies", *Asian Economic and Financial Review* 9 (1): 133-154.
- Zahra, S. A., and J. A. Pearce, 1989, "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model", *Journal of Management* 15 (2): 291-334.
- Zald, M. N., 1969, "The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis", *American Journal of Sociology* 75 (1): 97-111.

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

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	البويات والصناعات الكيماوية - باكين	٢٧	الاستثمار العقاري
	سيدى كرير للبتر وكيموايات - سيدبك	٢٨	١ الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	٢٩	٢ الخليجية الكندية للاستثمار العقاري
	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	٣٠	٣ زهراء المعادى للاستثمار والتعمير
	المالية والصناعة المصرية	٣١	٤ مينا للاستثمار السياحي والعقارى
	مصر لصناعة الكيماويات	٣٢	٥ الوطنية للإسكان للنقابات المهنية
	سماد مصر - ايجيفرت	٣٣	٦ العقارية للبنوك الوطنية للتنمية
	صناعة الأسمنت		٧ التعمير والاستشارات الهندسية
	الإسكندرية لأسمنت بورتلاند طرة	٣٤	٨ مصر الجديدة للإسكان والتعمير
	أسمنت بورتلاند طرة المصرية	٣٥	٩ القاهرة للاستثمارات والتنمية
	مصر بنى سويف للأسمنت	٣٦	١٠ المجموعة المصرية العقارية
	جنوب الوادى للأسمنت	٣٧	١١ المصريين للإسكان والتعمير
	مصر للأسمنت - قنا	٣٨	١٢ العالمية للاستثمار والتنمية
	السويس للأسمنت	٣٩	١٣ سوديك للتنمية والاستثمار
	القومية للأسمنت	٤٠	١٤ الشمس للإسكان والتعمير
	أسمنت سيناء	٤١	١٥ المتحدة للإسكان والتعمير
	الفنادق والمنتجعات السياحية		١٦ القاهرة للإسكان والتعمير
	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية	٤٢	١٧ دلتا للإتشاء والتعمير
	شارم دريمز للاستثمار السياحي	٤٣	الصناعات الدوائية
	المصرية للمشروعات السياحية	٤٤	١٨ أيبىكو للصناعات الدوائية
	المصرية للمنتجعات السياحية	٤٥	١٩ العربية للأدوية - أدكو
	رمكو لإتشاء القرى السياحية	٤٦	٢٠ جلاكسو سميتكلاين
	شركة رواد السياحة - الرواد	٤٧	٢١ الإسكندرية للأدوية
	عبر المحيطات للسياحة	٤٨	٢٢ مينا فارم للأدوية
	الإنتاج الداجنى		٢٣ ممفيس للأدوية
	الإسماعيلية مصر للدواجن	٤٩	٢٤ القاهرة للأدوية
	المنصورة للدواجن	٥٠	٢٥ النيل للأدوية
	المصرية للدواجن	٥١	الصناعات الكيماوية
	القاهرة للدواجن	٥٢	٢٦ أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية

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

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	العربية للصناعات الهندسية	٧٨	طحن الغلال وصناعة الخبز
٥٣	العربية للمحابس	٧٩	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة
٥٤	صناعة وطباعة مواد التعبئة والتغليف		مطاحن ومخابز الإسكندرية
٥٥	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	٨٠	مطاحن وسط وغرب الدلتا
٥٦	العامية لصناعة الورق - راكتا	٨١	مطاحن مصر الوسطى
٥٧	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة	٨٢	مطاحن شمال القاهرة
٥٨	الأهرام للطباعة والتغليف	٨٣	مطاحن مصر العليا
٥٩	دلتا للطباعة والتغليف	٨٤	مطاحن شرق الدلتا
	السويس للاكياس	٨٥	صناعة المنسوجات
٦٠	خدمات الموائى والتوكيلات الملاحية		الإسكندرية للغزل والنسيج- سبينالكس
٦١	الخدمات الملاحية والبترولية- ماريدايف	٨٦	النصر للملابس والمنسوجات- كابو
٦٢	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	٨٧	العربية وبولفارا للغزل والنسيج
٦٣	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	٨٨	النساجون الشرقيون للسجاد
٦٤	المصرية لخدمات النقل والتجارة	٨٩	جولدن تكس للأصواف
٦٥	القناة للتوكيلات الملاحية	٩٠	العربية لحليج الأقطان
٦٦	صناعة الخزف والسيراميك		النيل لحليج الأقطان
	العز للسيراميك والبورسلين- الجوهرة	٩١	الصناعات التعدينية
٦٧	العامية لمنتجات الخزف والصيني	٩٢	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية
٦٨	العربية للخزف - اراسمكو	٩٣	مصر الوطنية للصلب - عتاقة
٦٩	ليسكو مصر	٩٤	الحديد والصلب المصرية
٧٠	الزيوت المستخلصة ومشتقاتها		أسيك للتعدين - أسكوم
٧١	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٩٥	الألومنيوم العربية
٧٢	القاهرة للزيوت والصابون	٩٦	مصر للألومنيوم
٧٣	مصر للزيوت والصابون	٩٧	حديد عز
	التكنولوجيا		الصناعات الهندسية
٧٤	المصرية للأقمار الصناعية - نايل سات	٩٨	الصناعات الهندسية المعمارية- ايكون
٧٥	راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات	٩٩	النصر لصناعة المحولات - الماكو
٧٦	قناة السويس لتوطين التكنولوجيا	١٠٠	مصر لصناعة التبريد والتكييف
٧٧			الكابلات الكهربائية المصرية



## **The Impact of CEO Power on Agency Costs**

*Empirical Study on the Egyptian Listed Companies*

**Sayed Salem Mohamed Abou Salem**

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

### **Abstract**

This study aimed to investigate the impact of CEO power on agency costs in the Egyptian listed companies, especially in light of the scarcity of previous studies that have been subjected to study this impact in the Egyptian environment. To achieve this goal, the researcher has built a composite index to measure CEO power consists of four mechanisms, namely: 1) CEO duality, 2) CEO tenure, 3) CEO ownership, and 4) board independence. In order to test the hypotheses, the researcher relied on a sample of 100 listed non-financial Egyptian companies, with 400 firm-year observations, between 2013 and 2016. After controlling the effects of board size, firm size, dividend payout, growth opportunities, and financial leverage on agency costs of the Egyptian listed companies, the researcher find by using multiple linear regression analysis, a positive association between CEO power and agency costs. Regarding the impact of the four mechanisms that make up the power index on agency costs, the results showed a positive association between CEO duality, CEO tenure, the presence of a majority of the non-executive directors on the board and agency costs. While the results showed no significant relationship between CEO ownership and agency costs.

***Keywords:*** *CEO Power, Agency Costs, Asset Turnover Ratio, Agency Theory.*