

**أثر الثقة الإدارية المفروطة علي العلاقة بين آليات الحوكمة والأداء
المالي للشركة – دراسة تطبيقية علي الشركات غير المالية المقيدة
بالبورصة المصرية**

د. محمد عبد السلام الركايبي*

(*). د. محمد عبد السلام الركايبي : كلية التجارة جامعة دمنهور

Email: elrakaibymohamed@gmail.com

الملخص:

يستهدف البحث دراسة واختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركة ودور الثقة الإدارية المفرطة على هذه العلاقة. استخدمت هذه الدراسة آليات حوكمة الشركات التي تقيس حوكمة الشركات الداخلية والخارجية، والتي تتمثل في مجلس إدارة مستقل، وإدواجية المدير التنفيذي، وتركيز هيكل الملكية كمقياس للحوكمة الداخلية. والتمويل بالإقتراض والمنافسة في سوق المنتجات كمقياس للحوكمة الخارجية. تم قياس الثقة المفرطة الإدارية من خلال توقعات أرباح الشركات. يتم قياس الأداء المالي للشركة من خلال Tobin's Q.

ولتحقيق هدف البحث تم تحليل الدراسات المحاسبية السابقة لاشتقاق فروض البحث، ثم إجراء دراسة تطبيقية على عينة من (١٠٠) شركة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة بين ٢٠١٤ إلى ٢٠٢٠.

وأظهرت نتائج الدراسة أن إستقلال مجلس الإدارة، وتركيز الملكية، والمنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض لهما علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية مع الأداء المالي للشركة. وعلى النقيض فإن إدواجية المدير التنفيذي له ارتباط سلبي مع أداء المالي للشركة. علاوة على ذلك، أظهرت النتائج التجريبية أيضاً أن الإفراط في الثقة الإدارية يؤثر إيجابياً على العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة، وتركيز الملكية، والمنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض على أداء المالي للشركة.

كما أن الإفراط في الثقة الإدارية يؤثر سلباً على العلاقة بين إدواجية الدور و الأداء المالي للشركة. لهذه النتائج العديد من المساهمات: أولاً، توسع الدراسة الأدبيات حول العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة في بيئة الأعمال المصرية. ثانياً، تقدم هذه الدراسة دليلاً على كيفية تأثير الثقة الإدارية المفرطة على العلاقة بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركات للوصول لأفضل أداء ممكن.

الكلمات المفتاحية: الثقة الإدارية المفرطة - آليات حوكمة الشركات - الأداء المالي للشركة.

Abstract

The research aimed to study and test the impact of corporate governance mechanisms on the company's financial performance and the role of excessive administrative trust on this relationship. This study used corporate governance mechanisms that measure internal and external corporate governance, which is represented by an independent board of directors, double executive director, and the concentration of ownership structure as a measure of internal governance. And financing by borrowing and competition in the product market as a measure of external governance. Managerial overconfidence has been measured by corporate earnings expectations. Company performance is measured by Tobin's Q. To achieve the aim of the research, the previous accounting studies were analyzed to derive the research hypotheses, and then an applied study was conducted on a sample of (100) non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period between 2014 to 2020. The results of the study showed that the independence of the board of directors, concentration of ownership, competition in the product market, and financing by borrowing have a positive relationship with statistical significance with the financial performance of the company. On the contrary, the duplicity of the CEO has a negative correlation with the company's financial performance. Moreover, the experimental results also showed that excessive managerial trust positively affects the relationship between the independence of the board of directors, ownership concentration, competition in the product market, and debt financing on the company's financial performance. Excessive administrative trust also negatively affects the relationship between the dual role and the financial performance of the company. These findings have several contributions: First, the study expands the literature on the relationship between corporate governance mechanisms and firm financial performance in the Egyptian business environment. Secondly, this study provides evidence of how excessive managerial confidence affects the relationship between governance mechanisms and corporate financial performance to reach the best possible performance.

Keywords: administrative overconfidence - corporate governance mechanisms - the company's financial performance.

١ - مقدمة البحث:

تظل حوكمة الشركات وعلاقتها بالأداء المالي للشركة مجالاً أساسياً للدراسة التجريبية والنظرية في دراسة الشركات. فقد حظيت حوكمة الشركات (CG) corporate governance بالاهتمام وتطورت كألية مهمة على مدى العقود الماضية. وأدى النمو السريع لعمليات الخصخصة ، والأزمات المالية العالمية الأخيرة، وتطوير المؤسسات المالية إلى تعزيز ممارسات حوكمة الشركات. تلعب آليات حوكمة الشركات المدارة جيداً دوراً مهماً في تحسين أداء الشركات firm performance. تعد الحوكمة الجيدة للشركات أمراً أساسياً للشركة يساعد علي؛ يحسن صورة الشركة ويزيد من ثقة المساهمين ويقلل من مخاطر الأنشطة الاحتمالية (OECD, 2004). يتم تجميع آليات حوكمة الشركات على عدد من الآليات المتسقة؛ أنظمة الرقابة الداخلية والبيئات الخارجية التي تساهم في زيادة الشركات التجارية بنجاح باعتبارها كاملة لتحقيق حوكمة الشركات الجيدة. يتمثل الأساس المنطقي الأساسي لحوكمة الشركات في زيادة أداء الشركات من خلال هيكلة واستدامة المبادرات التي تحفز أصحاب المصالح في الشركات على زيادة الكفاءة التشغيلية والقيمة السوقية للشركة إلى أقصى حد ممكن، ونمو إدارة علاقات العملاء على المدى الطويل من خلال الحد من سلطة المديرين التنفيذيين الذين يمكنهم إساءة استخدام موارد الشركة (عاشور، ٢٠٢١).

ساهمت العديد من الدراسات (Sarma, 2007; Boone 2007; Liu et al., 2018) et al. في دراسة تأثير حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركة باستخدام تطورات السوق المختلفة. ومع ذلك، لا يوجد إجماع على دور حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركة، فدور آليات الحوكمة على الأداء المالي الشركات يتأثر بعوامل مختلفة. فقدمت الدراسات السابقة أدلة تجريبية مختلفة مثل (Chen, 2012)، اقترحت أن كفاءة مراقبة مجلس الإدارة تتأثر بعوامل داخلية وخارجية مثل التنظيم الحكومي والعوامل الداخلية الخاصة بالشركة ؛ يتم تحديد دور مراقبة مجلس الإدارة من خلال هيكل الملكية والشخصيات الخاصة بالشركة.

أيضاً أن الانضباط الخارجي للسوق يؤثر في دور الحوكمة الداخلية على الأداء المالي للشركة. علاوة على ذلك ، درست العديد من الدراسات الدور الوسيط للمتغيرات المختلفة بين آليات الحوكمة و الأداء المالي للشركة. فأوضحت دراسة McDonald & Westphal (2008) تجربة الرئيس التنفيذي في تعديل فعالية مراقبة مجلس الإدارة ، وأشارت Mahdi et

(2017)، al.، إلى الدور الوسيط لمنافسة سوق المنتجات بين الحوكمة الداخلية والأداء المالي للشركة. كما أوضح (Bozec, (2005) دور آليات السوق كوسيط بين مجلس الإدارة والأداء المالي للشركة.

فيما يتعلق بمعرفة الباحث ، لم تنظر أي دراسة في الدور المؤثر للثقة الإدارية المفرطة *Managerial Overconfidence* علي العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركات. وتهدف هذه الدراسة إلى التحقيق في تأثير الثقة المفرطة الإدارية في العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركات علي عينة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية.

تشير نظرية القرار السلوكي إلى أن الثقة المفرطة، كأحد أنواع التحيز المعرفي ، تشجع صانعي القرار على المبالغة في تقدير المعلومات وقدرات حل المشكلات والتقليل من عدم التأكد والخسائر المحتملة من التفاضلي المتعلق بالمطالبات ضدهم (Zavertiaeva et al., (2018).

فالثقة المفرطة هي سلوك غير فعال للمديرين الذين يتعاملون مع العواقب غير المواتية لنتائج الشركة ، مثل إلهاء القيمة من خلال عمليات الاندماج غير المربحة وسلوك الاستثمار دون المستوى الأمثل والأنتشطه غير القانونيه (محمد، ٢٠٢١).

وأوضحت دراسة (Zaludin et al., (2021 أن الطابع الإنساني للمديرين الفرديين يؤثر على فعالية حوكمة الشركات حيث تعتبر سلوكيات وخبرات كبار المديرين من المحددات الأساسية لقدرة المديرين على التقييم الفعال لعملية اتخاذ القرارات الإدارية الخاصة بهم بطريقة أخرى و يمكن للثقة الإدارية المفرطة أن تشجع على بعض المخاطر ، مما يؤدي إلى قرارات استثمار دون المستوى الأمثل.

اقترحت دراسة (Asadia et al., (2021 أنه في ظل وجود تدفق نقدي حر، قد يقوم المدير بالاستثمار بشكل مفرط ويمكنه قبول مشروع صافي القيمة الحالية له سالبة. لذلك ، فإن وجود آليات حوكمة الشركات يهدف إلى إلغاء أو تقليل تأثير الوكالة وعدم تماثل المعلومات على قرارات الرئيس التنفيذي، وهذا يعني أن أهداف آليات حوكمة الشركات هي موازنة تأثير مثل هذه المشاكل في منظمة الشركة التي قد تؤثر على قيمة الشركات على المدى الطويل، حتى مع عدم وجود تضارب بين الوكالات ومشاكل عدم تماثل المعلومات، توجد بعض التخلخلات مثل حالة

استثمار الشركات ، حيث يقوم المديرون بالاستثمار الزائد أو الناقص فيما يتعلق بمستوى تقاؤلهم وتوافر التدفق النقدي الداخلي.

واقترحت دراسة (Ahmadi et al., 2020) أن أحد أدوار حوكمة الشركات هو مراقبة التحيز السلوكي الإداري والحد من آثاره المحتملة على استراتيجيات الشركة. وصف Gillan, (2006) الآليات الداخلية من خلال تقسيمها إلى مجالس، ومديرين، ومساهمين، داننون، وموظفين، وموردين، وعملاء. تعمل هذه الآليات الداخلية لمجموعة الحوكمة على فحص وموازنة سلطة المديرين والمساهمين والمديرين وأصحاب المصلحة. وبناءً على ذلك، فإن مجلس الإدارة المستقل، وإزدواجية دور المدير التنفيذي، وتركيز الملكية هي الآليات الداخلية الرئيسية لرقابة حوكمة الشركات التي اقترحها الباحث، وبالتالي اعتبرت الدراسة هذه الهياكل الداخلية الثلاثة في هذه الدراسة من آليات الرقابة الداخلية التي تؤثر على الأداء المالي للشركة. في الوقت نفسه ، آليات الحوكمة الخارجية هي آليات ليست من داخل الشركة، وهي من خارج الشركات وتشمل: المنافسة في السوق، وتولي المخصصات، والمراجعة الخارجية، واللوائح، والتمويل بالإقتراض. هناك الكثير من الدراسات التي تفحص وتحقق في تأثير ممارسات الحوكمة الخارجية على الأداء المالي للشركة، خاصة في الدول المتقدمة. في هذه الدراسة، تم أخذ المنافسة في سوق المنتجات والتمويل بالإقتراض كممثلين لآليات حوكمة الشركات الخارجية. وهكذا، استخدمت الدراسة مقاييس الحوكمة الداخلية؛ مجلس إدارة مستقل، وإزدواجية دور المدير التنفيذي، وتركيز هيكل الملكية. ومنافسة سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض كوكيل لإجراءات الحوكمة الخارجية. تؤدي هذه المناقشات إلى استنتاج أن الثقة المفرطة لدى الرئيس التنفيذي من القضايا الهامة التي يمكن أن ستؤثر سلباً أو إيجاباً على العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء المالي للشركة في بيئة الأعمال المصرية.

٢- مشكلة البحث:

هناك العديد من الدراسات (Dharmastuti & Wahyudi, 2013; Shao, 2019; de Villiers & Dimes, 2020). التي درست تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي للشركة وتوصلت إلي وجود علاقة إرتباط معنوية بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة، كما أن بعض الدراسات بحثت تأثير الثقة الإدارية المفرطة على العلاقة بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركة (Ben & Legendre 2017; Gao & Han, 2020; Guluma, 2021;

(Zaludin et al., 2021) ولكنها خلصت إلى نتائج متعارضة بشأن شكل وإتجاه تلك العلاقة. ويعتقد الباحث أن هذا التعارض في نتائج الدراسات السابقة يتيح الفرصة لهذا البحث لدراسة واختبار تلك العلاقات في بيئة الأعمال المصرية، لذلك يحاول الباحث دراسة مدى تأثير الثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة علي عينة من الشركات غير المالية في البورصة المصرية، كما حدد البحث العديد من آليات حوكمة الشركات التي يُمكن أن تؤثر علي الأداء المالي للشركة ، علي سبيل المثال؛ إستقلال مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي، تركز هيكل الملكية، المنافسة في سوق المنتجات، التمويل بالإقتراض (Tebourbi et al., 2020; Park et al., 2020; Asadia et al., 2021). وبناء على ما سبق يمكن التعبير عن مشكلة البحث في كيفية الاجابة على الأسئلة الآتية في بيئة ممارسة المحاسبة المصرية.

ما المقصود بحوكمة الشركات وأهم آلياتها وكيفية قياسها؟ وهل تؤثر تطبيق آليات الحوكمة علي الأداء المالي للشركة؟ ما المقصود بالثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي وكيفية قياسها؟ وهل تؤثر الثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين تطبيق آليات الحوكمة علي الأداء المالي للشركة في الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية ؟

٣- هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى دراسة واختبار العلاقة بين تطبيق آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة، وكذلك اختبار أثر الثقة الإدارية المفرطة كمتغير معدل للعلاقة محل الدراسة وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات غير المالية في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ وحتى ٢٠٢٠.

٤- أهمية ودوافع البحث:

إن أهمية البحث الأكاديمية تتبع من تناوله لقضية بحثية هامة تناولتها عدد محدود من البحوث المصرية (في حدود وعلم الباحث) وهي دراسة واختبار الأثر الذي يمكن أن تحدثه الثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين آليات الحوكمة وأداء المالي للشركة. ويستمد البحث أهميته العملية من كونه يسعى لاختبار أثر آليات الحوكمة علي أداء المالي للشركة في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وكذلك اختبار تأثير الثقة الإدارية المفرطة علي الامر الذي يؤدي لإثراء المردود العملي الإيجابي للبحث المحاسبي في

ذلك المجال، ويزيد من وعى وإدراك مستخدمي المعلومات المحاسبية، مما ينعكس إيجابيا على قرارات أصحاب المصالح، وخاصة المستثمرين.

كما أن لهذا البحث العديد من الدوافع لعل من أهمها إيجاد دليل علمي علي مدى صحة العلاقة محل الدراسة من عدمه، من خلال منهجية متكاملة لاختبار العلاقة التأثيرية للثقة الإدارية المفرطة كمتغير تفاعلي علي العلاقة بين آليات الحوكمة متمثلة في (إستقلال مجلس الإدارة، إزدواجية أدوار المدير التنفيذي، المنافسة في سوق المنتجات، التمويل بالإقتراض، تركيز هيكل الملكية) والأداء المالي للشركة، وذلك من خلال إجراء ثلاثة أنواع من التحليل؛ التحليل الأساسي، والتحليل الإضافي، وتحليل الحساسية.

٥- حدود البحث:

وفقاً لأهداف البحث ومشكلته سيقصر البحث علي دراسة وتحليل واختبار العلاقة بين آليات الحوكمة متمثلة في (إستقلال مجلس الإدارة، إزدواجية أدوار المدير التنفيذي، المنافسة في سوق المنتجات، التمويل بالإقتراض، تركيز هيكل الملكية) والأداء المالي للشركة، ومدى تأثير تلك العلاقة بجودة الثقة الإدارية المفرطة، وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات المصرية غير المالية المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ وحتى ٢٠٢٠. وبذلك يخرج عن نطاق هذا البحث إختبار العلاقات محل الدراسة في المؤسسات المالية، والشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية. كما أن قابلية النتائج للتعميم مشروطة بضوابط منهجيته وتحديد عينة الدراسة.

٦- خطة البحث

لمعالجة مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه وفي ضوء حدوده سوف يستكمل الباحث خطوات البحث علي النحو التالي:

١/٦ تحليل الدراسات السابقة ذات الصلة بالعلاقة بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركة وأثر الثقة الإدارية المفرطة علي تلك العلاقة وإشتقاق فروض البحث.

١/١/٦ تحليل العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة وإشتقاق فرض البحث الأول.

٢/١/٦ تحليل أثر الثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة وإشتقاق فرض البحث الثاني.

٢/٦ منهجية البحث

٣/٦ نتائج البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

١/٦ تحليل الدراسات السابقة ذات الصلة بالعلاقة بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركة وأثر الثقة الإدارية المفرطة علي تلك العلاقة وإشتقاق فروض البحث.

حاولت العديد من الدراسات (Habib, 2004; Fuad Rahman & Mohd-Saleh,)

.(2008; Jamaluddin et al., 2009; Tshipa et al., 2018; Tlili et al., 2019

إختبار وتحليل العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة بهدف التعرف علي أي

من تلك الآليات له تأثير معنوي علي الأداء المالي للشركة. كما تحاول بعض الدراسات الأخرى

وتحليل تأثير الثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي

للشركة. وسوف يتناول الباحث مجموعتي من الدراسات السابقة بهدف إشتقاق فروض البحث

وذلك علي النحو التالي:

١/١/٦ تحليل العلاقة بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركة وإشتقاق الفرض الأول.

تلعب آليات حوكمة الشركات التي يتم إدارتها بشكل جيد دوراً مهماً في تحسين أداء

الشركات. ويعد التطبيق الجيد لحوكمة الشركات أمراً أساسياً من عدة نواحٍ: تشير منظمة التعاون

الاقتصادي والتنمية (2004) OECD، إلى أن الحوكمة الجيدة للشركات تزيد من صورة الشركة

company image ، وتقلل من المخاطر reduces the risks ، وتعزز ثقة المساهمين

boosts shareholders' confidence. علاوة على ذلك ، تطور الحوكمة الرشيدة للشركات

عدداً من الآليات المتسقة وأنظمة الرقابة الداخلية والبيئات الخارجية التي تساهم في زيادة

الشركات التجارية بشكل فعال ككل لتحقيق حوكمة مؤسسية جيدة.

يتمثل الأساس المنطقي لحوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي للشركات من خلال

هيكل واستدامة الحوافز التي تحفز مديري الشركات على زيادة الكفاءة التشغيلية للشركة إلى

أقصى حد ، والعائد على الأصول، وزيادة معدل نمو الشركة على المدى الطويل من خلال الحد

من إساءة استخدام المديرين لموارد الشركة. تنقسم آليات حوكمة الشركات إلى فئتين رئيسيتين:

حوكمة الشركات الداخلية internal corporate governance mechanisms وآليات

حوكمة الشركات الخارجية external corporate governance mechanisms.

دعمًا لهذا المفهوم، أشار (Keasey & Wright (1993 إلى حوكمة الشركات كإطار عمل للمراقبة والتنظيم والرقابة الفعالة للشركات التي تسمح بآليات داخلية وخارجية بديلة لتحقيق أهداف الشركة المقترحة. يعتمد تحقيق حوكمة الشركات على فعالية آلية هياكل الحوكمة الداخلية والخارجية. اقترح (Gillan, (2006 أن حوكمة الشركات يمكن تقسيمها إلى قسمين: الآليات الداخلية والخارجية. وصف (Gillan, (2006 الآليات الداخلية من خلال التقسيم إلى مجالس إدارة، ومديرين، ومساهمين، ودائنون، وموظفين، وموردين، وعملاء، وشرح أيضًا آليات حوكمة الشركات الخارجية من خلال دمج المجتمع الذي تعمل فيه الشركات، والبيئة الاجتماعية والسياسية، والقوانين و اللوائح التي تشارك فيها الشركات والحكومات.

الآليات الداخلية مستمدة من هيكل الملكية وهيكل مجلس الإدارة ولجنة المراجعة، والآليات الخارجية مستمدة من سوق العمل ووضع الدولة وتنشيط المستثمرين Filatotchev & Nakajima, (2010). يمكن أن يؤدي توازن وفعالية ممارسات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية إلى تحسين الأداء التشغيلي للشركة (Dharmastuti & Wahyudi, 2013).

يتمثل الأساس المنطقي الأساسي لحوكمة الشركات في زيادة أداء الشركات من خلال هيكل واستدامة الحوافز التي تحفز مديري الشركات على زيادة الكفاءة التشغيلية للشركة إلى أقصى حد، والعائد على الأصول، ونمو الشركة على المدى الطويل من خلال الحد من إساءة استخدام المديرين لموارد الشركة.

تنقسم آليات حوكمة الشركات إلى فئتين رئيسيتين: آليات حوكمة الشركات الداخلية وآليات حوكمة الشركات الخارجية. دعمًا لهذا المفهوم، أشار (Khajavi & Dehghani, (2016 إلى أن حوكمة الشركات كإطار عمل للمراقبة والتنظيم والرقابة الفعالة للشركات التي تسمح بآليات داخلية وخارجية بديلة لتحقيق أهداف الشركة المقترحة. يعتمد تحقيق حوكمة الشركات على فعالية آلية هياكل الحوكمة الداخلية والخارجية. وصف (Gillan, (2006 الآليات الداخلية من خلال التقسيم إلى مجالس إدارة، ومديرين، ومساهمين، ودائنين، وعاملين، وموردين، وعملاء، وشرح أيضًا آليات حوكمة الشركات الخارجية من خلال دمج المجتمع الذي تعمل فيه الشركات، والبيئة الاجتماعية والسياسية، والقوانين و اللوائح التي تشارك فيها الشركات والحكومات.

وبالتالي، تشتمل الدراسة على آليات الحوكمة الداخلية والخارجية لإظهار اتصال هذه المكونات على نطاق واسع. يقترح (filatotchev & Nakajima (2010 أن النهج المتكامل

الذي يجمع الآليات الخارجية والداخلية بشكل مشترك يعزز بناء رؤية أكثر عمومية حول فعالية وكفاءة آليات حوكمة الشركات المختلفة. وبالتالي، تتضمن الدراسة آليات الحوكمة الداخلية والخارجية لإظهار اتصال هذه المكونات على نطاق واسع.

مجلس الإدارة وتركيز الملكية هما آليات حوكمة الشركات الداخلية الرئيسية والمنافسة في سوق المنتجات والتمويل بالإقتراض أيضاً الممثل الرئيسي لحوكمة الشركات الخارجية التي اقترحتها العديد من الباحثين في الأدبيات التي تم استخدامها في هذه الدراسة. لذلك، تقدم الأقسام التالية مناقشة موجزة لحوكمة الشركات الداخلية والخارجية من زوايا مختلفة. Zaludin et al., (2021)

١/ ١/١/٦ تحليل العلاقة بين إستقلال مجلس الإدارة والأداء المالي للشركة

Independent board & firm financial performance

يُعد مجلس الإدارة السلطة العليا في الشركة، وله جميع الصلاحيات والسلطات في تسيير الأعمال واتخاذ القرارات في كافة المجالات الخاصة بالشركة، كما أنه يُعتبر مسئول عن رعاية مصالح جميع المساهمين دون تمييز، ويتولى إدارة الشركة بناءً على تفويض من الجمعية العامة للمساهمين (مباركي ٢٠١٨). وقد ذكرت دراسة خليل؛ إبراهيم (٢٠١٤) أن مجالس الإدارة تعرضت لانتقادات بشكل كبير في الآونة الأخيرة، بسبب انخفاض ثروة المساهمين وفشل الشركات، حيث كان مجلس الإدارة داخل دائرة الضوء بسبب الإخفاقات والانهيارات المالية لكبرى الشركات والمؤسسات مثل: شركة Enron، شركة World Com.

وعليه فكانت بعض الأسباب التي تم الإعلان عنها المسببة لهذه الانهيارات والإخفاقات كالتالي؛ عدم وجود وظائف الرقابة الفعالة، وتخلي مجلس الإدارة عن إحكام السيطرة على ممارسات مديري الشركات الساعون لتحقيق مصالحهم الذاتية، وأيضاً اعتبار مجلس الإدارة مقصر في مساعلته للمديرين أمام أصحاب المصالح. ونتيجة لذلك فقد أكدت غالبية إصلاحات الحوكمة بشكل خاص على التحسينات والإصلاحات المناسبة التي ينبغي إدخالها على آلية مجلس الإدارة. ومن أهم تلك الإصلاحات ضرورة توفير التوازن بين المديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين بالمجلس، لضمان عدم سيطرة فصيل معين على عملية صنع القرار، وعدم الجمع بين مسؤوليات رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (العضو المنتدب) من قبل ذات الشخص، لضمان وجود توازن بين الصلاحيات والسلطات. (Abidin et al. 2009)

ولقد حظى هيكل مجلس الإدارة كأحد آليات حوكمة الشركات، باهتمام كبير من جانب الأكاديميين، والمشاركين في السوق، والهيئات التنظيمية. فقد ذكرت دراسة خليل & إبراهيم (٢٠١٤) أنه غالباً ما يفترض، أن الأداء المالي للشركات يتحدد من خلال خصائص مجلس الإدارة. كما تشير نظرية الوكالة إلى أنه من أجل حماية مصالح المساهمين، يفترض أنه يجب على مجلس الإدارة القيام بوظيفة الرقابة الفعالة. ومن المفترض أن أداء المجلس لواجباته الرقابية يتأثر بفعالية المجلس، والتي تتأثر بدورها بعدة خصائص مثل: حجم المجلس، وازدواجية الدور، واستقلالية أعضاء المجلس، وثقافة المجلس، وعدد اجتماعات المجلس.

وقام مركز المديرين المصري التابع للهيئة العامة للرقابة المالية في أغسطس ٢٠١٦، بتقديم الإصدار الثالث للدليل المصري لحوكمة الشركات. ويهدف هذا الإصدار إلى توفير الدعم لكافة الشركات الراغبة في فهم وتطبيق ممارسات الحوكمة كمنهج متكامل نحو النمو والاستدامة (الدليل المصري لحوكمة الشركات ٢٠١٦). ومن أهم ملامح ذلك الإصدار تعزيز دور مجلس الإدارة، باعتباره أهم عنصر من عناصر إدارة وتوجيه الشركة، وذلك لأنه يُعد الطرف الذي تقع على عاتقه المسؤولية الرئيسية فيما يتعلق بتطبيق مبادئ وقواعد الحوكمة، حيث استعرض الدليل المزيح الأمثل لأعضاء مجلس الإدارة من حيث نوعية الأعضاء واستقلالهم ومسئولياتهم، ذلك بما يتفق مع أفضل الممارسات الدولية الدليل المصري لحوكمة الشركات (محمود؛ الطحان ٢٠٢٠).

كانت مراقبة مجلس الإدارة ذات أهمية مركزية في حوكمة الشركات. يوصف مجلس إدارة جنسن (Hsieh et al., 2014) بأنه قمة نظام الرقابة الداخلية. يمثل مجلس الإدارة ملاك الشركة وهو مسؤول عن ضمان إدارة الشركة بشكل فعال. وبالتالي، فإن مجلس الإدارة مسؤول عن اعتماد آليات الرقابة للتأكد من أن سلوك الإدارة وإجراءاتها تتماشى مع مصلحة المالكين. تتمثل مسؤولية مجلس الإدارة بشكل أساسي في اختيار وتقييم وعزل الرئيس التنفيذي والإدارة العليا ذي الأداء الضعيف، وتحديد الحوافز الإدارية والمراقبة، وتقييم الأداء المالي للشركة (Hasani (2016). يتمتع مجلس الإدارة بالسلطة الرسمية لتأييد مبادرات الإدارة وتقييم الأداء الإداري وتخصيص المكافآت والعقوبات للإدارة على أساس المعايير التي تعكس مصالح المساهمين.

يتمتع المديرين بميزة معلوماتية كبيرة مقارنة بالمساهمين (Barako & IZAN, 2006) مما يجعل المساهمين غير قادرين على تقييم عمل المديرين بدقة (Vitolla et al. (2020).

ويسمح عدم تماثل المعلومات للمديرين بالتصرف بما يتعارض مع مصالح المساهمين (Donnelly & Mulcahy 2008).

في ضوء ذلك، يتمثل دور مجلس الإدارة في الرقابة والضبط لزيادة جودة الإفصاح، وبالتالي تقليل عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة. ويرتبط قوة مجلس الإدارة في الرقابة على الإدارة بخصائص تكوينه؛ مثل وجود أعضاء مستقلين من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين، حيث تضمن استقلالية مجلس الإدارة الضوابط والتوازنات اللازمة لتعزيز فعالية مجلس الإدارة في التحكم في أنشطة الشركة، والحفاظ على جودة المعلومات الواردة في التقارير المالية. وعلى ذلك؛ يُنظر إلى المديرين غير التنفيذيين على أنه آلية موثوقة قادرة على الحد من مشاكل الوكالة لأنهم يتمتعون عادة بالخبرة وباعتبارهم محدد هام لاستقلال مجلس الإدارة عن الإدارة، وتحقيق مزيد من الإشراف من أجل زيادة قيمة الشركة، وتحقيق مصالح المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى (Vitolla et al. 2020, Holtz & Sarlo 2014, Kang et al. 2007, Haniffa & Cooke, 2002).

ويشير استقلال مجلس الإدارة إلى نسبة الأعضاء الخارجيين إلى الأعضاء الداخليين (Saidi 2017). وقد عرف الدليل المصري لحوكمة الشركات (٢٠١٦) عضو مجلس الإدارة المستقل، بأنه عضو غير تنفيذي بمجلس الإدارة، وغير مساهم بالشركة، ويتم تعيينه كعضو من ذوى الخبرة، وتتحصر علاقته بالشركة في عضويته بمجلس إدارتها. وبالتالي، لا يكون من كبار المساهمين بالشركة، أو من كبار العملاء أو الموردين. وقد أشار دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات (٢٠١١) إلى أنه يجب أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من الأعضاء غير التنفيذيين والمستقلين، أو أن يكون ثلث الأعضاء كحد أدنى مستقلين يتمتعون بمهارات فنية أو تحليلية بما يعود بالنفع على المجلس والشركة. أما الدليل المصري لحوكمة الشركات (٢٠١٦) فقد نص على أنه يجب أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل يتمتعان بمهارات فنية وتحليلية بما يعود بالنفع على المجلس والشركة (الحوشي ٢٠٢٠).

وفقاً لنظرية الوكالة، تتم معالجة تباين المصالح بين المساهمين والمديرين من خلال تبني دور تحكم على المديرين *adopting a controlling role over managers*. مجلس الإدارة هو أحد آليات الحوكمة الرئيسية؛ يلعب مجلس الإدارة دوراً محورياً في مراقبة المديرين لتقليل المشكلات المرتبطة بفصل الملكية عن الإدارة في الشركات [٢٤]. وفقاً لدراسة Chen &

(Lu 2015) أصبح الدور الاستراتيجي لمجلس الإدارة ذا أهمية متزايدة ويتجاوز مجرد الموافقة على قرارات الإدارة الإستراتيجية. يجب أن يعمل مجلس الإدارة على التوفيق بين قرارات الإدارة وأهداف المساهمين وأصحاب المصلحة ، والتي يمكن أن تؤثر في بعض الأحيان على القرارات الإستراتيجية (Uribe-Bohorquez et al., 2018).

لذلك، فإنه تمتد مسؤوليات مجلس الإدارة إلى ما هو أبعد من التحكم في الإدارة ومراقبتها، مما يضمن أنه يتخذ قرارات موثوقة مع الشركات من منظور نظرية الاعتماد على الموارد، غالبًا ما يكون المدير المستقل مرتبطاً بشركة بالبيئات الخارجية، وهم أعضاء غير إداريين في مجلس الإدارة (García-Sánchez & Martínez-Ferrero 2017) .

يُعتقد أن مجالس الإدارة المستقلة أكثر فاعلية في حماية مصالح المساهمين مما يؤدي إلى أداء عالٍ. يركز هذا التركيز على استقلالية مجلس الإدارة على نظرية الوكالة، والتي تتناول أوجه القصور التي تنشأ من فصل الملكية عن السيطرة (filatotchev & Nakajima 2010). نظراً لكون مجالس إدارة منظور نظرية الوكالة، يتم إنشاء مجالس إدارة مستقلة بشكل خاص لمراقبة المديرين نيابة عن المساهمين (Lynall et al., 2003).

تم إجراء عدد كبير من الدراسات التجريبية للتحقق مما إذا كان أعضاء مجلس الإدارة المستقلون يؤدون وظائفهم الإدارية بشكل فعال أم لا، ولكن نتائجهم لا تزال غير حاسمة. ذكرت الدراسات (Aggarwal et al., 2011; Kumar & Zattoni, 2018; Lu et al., 2015; Liu et al., 2015) الحجج الداعمة بأن مجلس الإدارة المستقل والأداء المالي الشركة لهما علاقة إيجابية ؛ من نواحٍ أخرى ، عدد آخر من الدراسات توصل إلي أن العلاقة سلبية (Ben Barka & Legendre, 2017; Cho & Kim, 2007; Nguyen et al., 2017) وأشارت نتائج تلك الدراسات إلى أن المدير المستقل له علاقة سلبية بالأداء المالي للشركة.

ويري أصحاب وجهة النظر الأولى: أن العلاقة الإيجابية بين مجلس الإدارة المستقل والأداء المالي للشركة بأن الشركات التي تمكّن المدراء الخارجيين قد تؤدي إلى مراقبة أكثر فاعلية وبالتالي أداء مالي أعلى للشركة. تستند أصحاب وجهة النظر الثانية أن العلاقة السلبية بين مجلس الإدارة المستقل ونتائج الأداء المالي للشركة إلى الحجة القائلة بأن المديرين الخارجيين ليس لديهم إمكانية الوصول إلى المعلومات حول الأعمال الداخلية للشركات وأن علاقتهم بالإدارة الداخلية لا تسمح لهم بالحصول على فهم كافٍ ليوم عمل الشركة _ الأنشطة التجارية اليومية _

أو قد تنشأ عن نقص المعرفة بالعمل أو القدرة على مراقبة إجراءات الإدارة -García (2017), Sánchez. وفي الصين تمت الموافقة على قانون تنظيم حوكمة الشركات في عام ٢٠٠١ وتطلب أن يضم مجلس إدارة جميع الشركات المحلية الصينية المدرجة ما لا يقل عن ثلث المديرين المستقلين في مجالس إدارتها بحلول يونيو ٢٠٠٣. وفي أعقاب هذا الاتجاه ، عينت العديد من الشركات المدرجة المزيد من المديرين المستقلين بهدف زيادة استقلالية مجلس

الإدارة (Lina & MabDongwei, 2009).

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن العلاقة بين إستقلال مجلس الإدارة والأداء المالي للشركة مازالت علاقة جدلية، فبعض الدراسات توصلت لوجود علاقة إيجابية وبعض الدراسات الأخرى توصلت لوجود علاقة سلبية مما زاد من أهمية دراسة تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية.

٦/١/٢ تحليل العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي والأداء المالي للشركة

Dual leadership & firm financial performance

تعد ازدواجية دور المدير التنفيذي إحدى آليات التحكم المهمة في مجلس الإدارة لآليات حوكمة الشركات الداخلية. يشير إلى الموقف الذي يعمل فيه المدير التنفيذي للشركة كرئيس لمجلس الإدارة، مما يعني شخص واحد هو الذي يشغل منصب المدير التنفيذي ورئيس لمجلس الإدارة. فيما يتعلق بازدواجية الدور وعلاقة الأداء المالي للشركة، هناك حجج مختلفة؛ ولا يوجد استنتاج متسق بين مختلف الباحثين. هناك نوعان من وجهات النظر التنافسية حول ازدواجية الدور في أدبيات حوكمة الشركات. وقد رأت نظرية الوكالة أن الازدواجية يمكن أن تقلل من فعالية الدور الرقابي لمجلس الإدارة ، مما يؤدي إلى مزيد من مشاكل الوكالة ويضعف من الأداء المالي للشركة. نتيجة لذلك ، يقلل ازدواجية دور المدير التنفيذي من استقلالية مجلس الإدارة. في هذه الحالة، يؤدي هذان الدوران في شخص واحد إلى تركيز السلطة والمسؤولية، وقد يؤدي ذلك إلى انشغال المدير التنفيذي مما يؤثر على المهام العادية للشركة. هذا يعني أن المدير التنفيذي مسؤول عن تنفيذ استراتيجيات الشركة ومراقبة وتقييم الأنشطة الإدارية للشركة. وبالتالي، من الأفضل فصل هذين الدورين وتجنب تركيز السلطة والقوة في يد فرد واحد وفصل قيادة مجلس الإدارة عن الإدارة التنفيذية للشركة (Report, (2003).

يتمثل دور رئيس مجلس الإدارة في رئاسة اجتماعات المجلس وإدارة شؤونه، بينما يتولى عضو مجلس الإدارة المنتدب (المدير التنفيذي) الإدارة الفعلية للشركة، ويعتلى هرم السلطة التنفيذية بها (الدليل المصري لحوكمة الشركات ٢٠١٦). وتحدث ازدواجية الدور، في حالة قيام شخص واحد بالجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي. وقد يؤدي ذلك إلى أن يسيطر المدير التنفيذي على مجلس الإدارة الذي يتأسسه، ويصبح مجلس الإدارة أقل فعالية في أداء واجباته، ومراقبة الإدارة التنفيذية. (Lim 2011, Christensen et al. 2010)

وتقتضي تحقيق فعالية مجلس الإدارة كأحد آليات الحوكمة؛ أن لا يجمع شخص واحد بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وأن يتم الفصل بينهما على أن توكل مهمة رئيس مجلس الإدارة الي عضو مستقل وذلك لتحقيق التوازن في أداء الإدارة وضمان استقلالية وحياد المجلس عند إدارته لشؤون الشركة، وهو ما يضمن فعالية دور مجلس الإدارة في الاضطلاع بدوره الرقابي والإشرافي في متابعة الإدارة التنفيذية، خاصة تلك المؤثرة على الأداء المالي والاقتصادي للشركة (الحوشي ٢٠٢٠؛ Lim, 2011).

ويتفق الدليل المصري لحوكمة الشركات (٢٠١٦) مع وجهة النظر السابقة، حيث أكد على أن يتولى مجلس الإدارة انتخاب رئيس المجلس وتعيين العضو المنتدب، ويفضل ألا يجمع ذات الشخص بين الصفتين. وفي حالة إذا ما تم الجمع بين المنصبين، يتم الإفصاح عن ذلك و أسبابه في التقرير السنوي للشركة وموقعها الإلكتروني، مع تعيين نائب رئيس مجلس إدارة مستقل يرأس الاجتماعات التي تناقش أداء الإدارة التنفيذية (الحوشي ٢٠٢٠).

ومن ناحية أخرى ، تقترح نظرية الإشراف *stewardship theory* أن المديرين هم مشرفون جيدون على موارد الشركة ، مما قد يفيد الشركة تدافع هذه النظرية عن عدم وجود تضارب في المصالح بين المساهمين والمديرين ، إذا كان دور المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يقع على عاتق شخص واحد ، فإن ازدواجية دور المدير التنفيذي ستعزز إحساساً واضحاً بالاتجاه الاستراتيجي من خلال توحيد القيادة وتعزيزها (Boyd, 1995).

وبتحليل تلك الدراسات، يخلص الباحث إلي أن هناك عدم اتفاق فيما توصلت إليه الدراسات من نتائج، إلا أن الباحث يري أن الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة وعضو مجلس الإدارة المنتدب (ازدواجية الدور) قد يساعد علي تفعيل الدور الإشرافي والرقابي لمجلس

الإدارة، وزيادة استقلال مجلس الإدارة، وهو ما يضمن فاعلية المجلس. وبالتالي، فمن المتوقع وجود تأثير إيجابي للدور على الأداء المالي للشركة.

٣/ ١/١/٦ تحليل العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي للشركة

Ownership concentration & firm financial performance

هيكل الملكية له تأثير كبير على استراتيجية العمل والأداء المالي للشركة. وأوضحت نظرية الوكالة Agency theory بأن الملكية المركزة يمكنها إحكام مراقبة الإدارة التشغيلية للشركة بشكل فعال، وتخفيف مشاكل المعلومات وتكاليف الوكالة، وبالتالي تحسين الأداء المالي للشركة. ويشير تركيز الملكية وفقاً لنظرية الوكالة إلى أن المدير لديهم الحافز للعمل لصالح المساهمين (Daily et al., 2003).

يوفر التواجد المركّز للملكية بين مستثمري الشركة محركاً مهماً للحوكمة الجيدة التي يجب أن تؤدي إلى زيادة في الكفاءة وتحسين الأداء المالي (Sami et al., 2011).

وبسبب المخاطر الاقتصادية للملكية المركزة، فإن هؤلاء المساهمين لديهم دافع قوي للرقابة على الإدارة بصورة صارمة، والتأكد من أن الإدارة لا تشارك في أنشطة تضر بثروة المساهمين. وبالمثل، يجادل Hur et al., (2019) بأن الملكية المركزة تقلل الانتهازية الإدارية، مما يؤدي إلى انخفاض صراعات الوكالة بين الإدارة والمساهمين.

نتيجة لذلك، عند مستوى معين من تركيز الملكية، يصبح التمييز بين حملة أغلبية الأسهم وحملة الأقلية غير واضح، وقد يكون لأصحاب النسبة الأكبر من الأسهم، بغض النظر عن هويتهم، حوافز قوية لتحويل الموارد إلى الطرق التي تجعلهم أفضل حالاً على حساب المساهمين الآخرين. ومع ذلك، فإن المساهمة المركزة قد تخلق مجموعة جديدة من صراعات الوكالات التي قد توفر تأثيراً سلبياً على الأداء المالي للشركة.

في سياق الأسواق الناشئة، وجدت الدراسات (Wu & Cui, 2002; el al., 2011; Sami) ارتباطاً إيجابياً بين تركيز الملكية والأرباح المحاسبية. كما أوضحت دراسة Niu & Zhao (2021) أن تركيز الملكية في الشركات تعتبر أداة حوكمة بديلة لتقليل مشاكل الوكالة وتعزيز الكفاءة.

ويخلص الباحث مما سبق إلى ضرورة دراسة العلاقة بين تركيز هيكل الملكية والأداء المالي لما له من أهمية كبيرة في وضع تصور لدي المستثمرين عن طبيعة الشركة وهيكل رأس مالها وتأثيره على أدائها المالي وذلك في بيئة الأعمال المصرية.

٤/ ١/١/٦ تحليل العلاقة المنافسة في سوق المنتجات والأداء المالي للشركة

Product market competition & firm financial performance

أوضحت النماذج النظرية Theoretical models بأن المنافسة في أسواق المنتجات هي قوة جبارة للتغلب على مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين (Asadia et al., 2021). تلعب المنافسة في أسواق المنتجات دور الاستحواد (Kim et al., 2019) ، وتساعد الإدارة الجيدة الشركات من السيطرة على السوق وزيادة الحصة السوقية للشركة. وفقاً لنتائج هذه الدراسة ، تساعد المنافسة في بناء أفضل فريق إداري. تعمل المنافسة كبديل لآليات الحوكمة الداخلية. el Chou al., (2010) قدمت دليلاً على أن المنافسة في سوق المنتجات لها تأثير كبير على حوكمة الشركات وأنها تحل محل جودة حوكمة الشركات ، كما أنها تقدم دليلاً على أن القوة التأديبية للمنافسة على إدارة الشركة ناتجة عن الخوف من الإعسار.

على سبيل المثال ، أفادا (Ibrahim & Samad, 2012) أن الشركات التي تعمل في صناعات تنافسية تسجل عوائد أكبر على الأسهم مقارنة بالصناعات المركزة. ذكر هارت (Pant & Pattanayak, 2010) أن المنافسة تلهم المديرين للعمل بجدية أكبر، وبالتالي تقلل من التراخي الإداري. تشير هذه الدراسة إلى أنه في ظل المنافسة العالية، من المرجح أن تنخفض أسعار بيع المنتجات أو الخدمات لأن المديرين يهتمون بمصالحهم الاقتصادية، والتي قد ترتبط بالأداء المالي للشركة. يركز المديرين بشكل أكبر على تحسين الإنتاجية التي من المرجح أن تقلل التكلفة وتزيد من الأداء المالي للشركة. وبالتالي ، يمكن أن تقلل المنافسة في سوق المنتجات من مشاكل الوكالة بين المالكين والمديرين ويمكن أن تعزز الأداء .

ويخلص الباحث مما سبق أن المنافسة في سوق المنتجات تمثل القوة التي يمكن أن تدفع الإدارة إلى الإبداع والعمل الجاد ومحاولة الإستفادة من الفرص المتاحة للتغلب على قوة تلك المنافسة، وبالتالي يعتقد الباحث أن هناك علاقة بين المنافسة في سوق المنتجات وتحسين الأداء المالي للشركة في بيئة الأعمال المصرية.

٥/ ١/٦ / تحليل العلاقة بين تمويل بالإقتراض والأداء المالي للشركة Debt financing & firm financial performance

يعتبر التمويل بالإقتراض إحدى آليات الحوكمة الهامة في مواعمة حوافز مديري الشركات مع حوافز المساهمين. وفقاً لنظرية الوكالة، يمكن أن يؤدي التمويل بالإقتراض إلى زيادة مستوى الرقابة على المديرين وبالتالي يمكن استخدام التمويل بالإقتراض كألية بديلة لحوكمة الشركات (Pourheidari et al., 2018).

تجادل نظرية الوكالة بطريقتين من خلال تمويل بالإقتراض يمكن أن تقلل من تكلفة الوكالة: أولاً، يأتي التأثير الإيجابي المحتمل للديون من الانضباط الذي يفرضه الالتزام بكسب نقود كافية باستمرار للوفاء بدفع رأس المال والفائدة. إنه جهاز التزام للمديرين التنفيذيين. ثانياً، يعمل الرفع المالي على تقليل التدفقات النقدية غير المضيفة للقيمة المتاحة لنفقات المديرين التقديرية.

تشير الأدبيات إلى أنه عند زيادة الرفع المالي ، يمكن للمديرين الاستثمار في المشاريع عالية المخاطر من أجل تلبية مدفوعات الفائدة ؛ يؤدي هذا الإجراء إلى قيام المقرضين بمراقبة عن كثب لعمل المدير وقراره لتقليل تكلفة الوكالة. وجدنا (Koke & Renneboog, 2005) دعماً تجريبياً له تأثير إيجابي لديون البنوك على نمو الإنتاجية في الشركات الألمانية.

كما أن دراسات مثل (Sami el al., 2011; Vicente, 2001) تدرس بشكل تجريبي تأثير الدين على قرارات الاستثمار وقيمة الشركة ؛ كشف أن التمويل بالإقتراض له تأثير سلبي على استثمارات الشركات، ووجدت دراسة (Pant & Pattanayak, 2010) أن هناك علاقة كبيرة وسلبية بين كثافة الإقتراض وإنتاجية الشركة. تلعب البنوك دوراً كبيراً وتستخدم المزيد من الأحكام التجارية والاعتبارات في قراراتها الرائدة ، وحتى أنها تراقب أنشطة الشركات (Tian & Estin 2007) ، كما أوضحت أن الزيادة في القروض المصرفية تزيد من حجم الامتيازات الإدارية والتدفقات النقدية الحرة وتقلل من كفاءة الشركات، خاصة في الشركات التي تسيطر عليها الدولة، وأشارت أيضاً هذا أن التمويل بالإقتراض يمكن أن يكون بمثابة آلية حوكمة في الحد من إساءة استخدام المديرين للموارد، وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة وتعزيز قيم الشركة.

ويخلص الباحث مما سبق معظم الشركات تعاني من انخفاض السيولة ومستوى المنافسة المرتفعة وبالتالي إرتفاع تكلفة التمويل، بالإضافة لغياب الشفافية بسبب عدم تماثل المعلومات،

لذلك من الصعب علي الشركات الوصول للمستوى المناسب لتمويل أنشطتها، وبالتالي تري الباحث ضرورة دراسة العلاقة بين التمويل بالإقتراض وتأثيره علي الأداء المالي للشركات في بيئة الأعمال المصرية.

وبناء علي ما سبق يتوقع الباحث أن تؤثر آليات حوكمة متمثلة في إستقلال مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي، تركز هيكل الملكية، المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض الشركات علي الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية. وهو ما يقود الباحث إلي إشتقاق الفرض الأول علي النحو التالي:

H1: يوجد تأثير معنوي لآليات الحوكمة علي الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

٢/١/٦ تحليل تأثير الثقة الإدارية المفرطة على العلاقة بين آليات الحوكمة

وأداء المالي للشركات

Influence of managerial overconfidence on the relationship of corporate governance & firm financial performance

يعتبر مفهوم الثقة الإدارية المفرطة كأحد أبرز النزاعات الإدراكية والتحيزات المعرفية والسلوكية التي تؤثر في سلوك الأفراد والتي تم دراستها بشكل موسع في الادب المحاسبي كونها سلوك تحيز إداري يشير إلي مبالغة الأفراد في تقدير صحة آرائهم وأحكامهم وأفاقهم لتحقيق نتائج إيجابية في المستقبل، والمبالغة في تقدير احتمالية حدوث الأحداث الإيجابية المرغوبة وتهوين احتمالية حدوث الأحداث غير المرغوبة. علاوة علي أنهم لا يرون أى احتمال بأن يرتكبوا أي أخطاء، وعادة ما يعززون الفضل لأنفسهم عند نجاحهم في الأداء أو عندما تكون توقعاتهم صحيحة، لكن وفي حال وقوعهم في الخطأ أو ثبوت فشلهم، يلجأون إلي لوم الحظ وعوامل أخرى غير متوقعة (محمد، ٢٠٢١).

يعتبر من أهم أدوار الإدارة التنفيذية هو محاولة التنبؤ بمستقبل الشركة وإستخدام تلك التنبؤات في رسم سياسات الشركة العامة وخططها المستقبلية. ولكن في الوقت نفسه يترتب علي الثقة الإدارية المفرطة تحيز مبالغ فيه من قبل المديرين التنفيذيين بشأن تقديراتهم المستقبلية، وهذا بدوره قد يؤثر سلباً علي سياسات الشركة وخططها المستقبلية. وأحد أهم تلك النتائج السلبية يتمثل

في زيادة حجم الاستثمار غير الكفاء جراء زيادة الثقة الإدارية، في حين يري البعض أن الثقة الإدارية المفرطة ما هي إلا انعكاس للنجسية (Narcissism) باعتبارها صفة شخصية سلوكية وأن تلك الصفة قد يكون لها تأثير سلبي علي الأداء المالي للشركة (عبد العال، ٢٠٢١).

يُفترض أن تكون آليات حوكمة الشركات حلاً مناسباً لحل مشاكل الوكالة التي قد تنجم عن تضارب المصالح المحتمل بين المديرين والمسؤولين من ناحية والمديرين والمساهمين من ناحية أخرى (Adam et al., 2015). والثقة الإدارية المفرطة هي المبالغة في تقدير قدرات الفرد والنتائج المتعلقة بالموقف الشخصي للفرد، فمن وجهة نظر نظرية التمويل السلوكي Behavioral finance theory أن الثقة المفرطة هي سلوك غير عقلاني نموذجي وأن مدير الشركة يميل إلى إظهارها عند اتخاذ قرارات العمل (Bouwman, 2014).

يميل المديرين التنفيذيون ذوى الثقة الإدارية المفرطة إلى الاعتقاد بأن لديهم معرفة أكثر دقة بالأحداث المستقبلية أكثر مما لديهم وأنهم أكثر عرضة لتجربة نتائج مستقبلية مواتية أكثر مما هي عليه (Hasani, 2015). وتدمج نظرية التمويل السلوكي التحيزات والعواطف النفسية الإدارية في عملية صنع القرار. يفترض هذا النهج أن المديرين ليسوا عقلانيين تماماً. في الوقت نفسه ، تظهر عدة أسباب في الأدبيات اللاعقلانية الإدارية.

هذا يعني أن التشوهات الملحوظة في قرارات حوكمة الشركات ليست فقط نتيجة لعوامل تقليدية. حتى مع عدم وجود تضارب بين الوكالات ومشاكل المعلومات غير المتكاملة، هناك أدلة موثقة على التشوهات مثل حالة استثمار في الشركات، سوف يقوم المديرون بالاستثمار الزائد أو الناقص فيما يتعلق بمستوى تفاؤلهم وتوافر التدفق النقدي الداخلي. مثل هذه النتيجة تدفع المديرين إلى اتخاذ قرارات دون المستوى الأمثل وزيادة التشوهات الملحوظة للشركة نتيجة لذلك. تشير وجهة نظر نظرية القرار السلوكي (Salehi et al., 2018) إلى أن الثقة المفرطة، كنوع واحد من التحيز المعرفي، تشجع صانعي القرار على المبالغة في تقدير المعلومات الخاصة بهم وقدراتهم على حل المشكلات والتقليل من حالات عدم اليقين التي تواجه شركاتهم والخسائر المحتملة من الإجراءات المتعلقة بالمحافظات. ضدهم.

وأوضحت دراسة (Pourheidari et al., 2018) أن الثقة الإدارية المفرطة لها تأثير كبير على ممارسات حوكمة الشركات. تم تحليل هذه الدراسات بعناية وتوضيح أن الثقة المفرطة الإدارية هي مصدر رئيسي لتشوهات الشركات واقتُرحت ممارسات حوكمة الشركات الجيدة التي

يمكن أن تخفف من هذه المشاكل. تمشيا مع الحجة المذكورة أعلاه والأدلة التجريبية للعديد من الباحثين، لذلك، حاولت الدراسة الحالية التحقيق في كيفية تأثير الثقة الإدارية المفرطة إيجاباً أو سلباً على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة. تتحمل مجالس الإدارة كآليات حوكمة داخلية مركزية مسؤولية مراقبة الأنشطة الإدارية للشركات ومراقبتها والإشراف عليها.

وبالتالي، فإن مجلس الإدارة مسؤول عن مراقبة المديرين وبدء تشغيلهم في الشركة لزيادة ثروة الملكية وقيمة الشركة. قد تكون قدرة تشكيل مجلس الإدارة وتنوعه أمراً مهماً للرقابة على المديرين الداخليين بناءً على طبيعة سلوكيات المديرين التنفيذيين الداخليين، والثقة الإدارية المفرطة التي قد تعيق أو تيسر التقدم في قرارات الشركة الصادرة عن مجلس الإدارة.

وفقاً لذلك، اقترحت دراسة (Gerayli et al., 2021) وجهة نظر مختلفة لتؤثر الثقة الإدارية المفرطة على وظيفة الرقابة. وفقاً لوجهة النظر هذه، لا يتم إعطاء مجلس الإدارة الوقت الكافي بشكل مستمر لوظيفة الرقابة، ولا يحافظ أعضاء مجلس الإدارة على مستوى ثابت من الاهتمام للإشراف على الرؤساء التنفيذيين. أن تنفيذ أنشطتهم وفقاً لحالة الشركة والمدير التنفيذي. بطرق أخرى، فإن المديرين التنفيذيين الذين لديهم الثقة المفرطة هم سلوكيات غير عقلانية تميل إلى اعتبار أنفسهم أفضل من الآخرين في سمات مختلفة. وبالتالي فالثقة الإدارية المفرطة لا تشكل دائماً المعتقدات المنطقية (Ahmed & Duellman, 2013). وإنهم لا يرحبوا بالنصيحة الخارجية والإشراف، بسبب المبالغة في تقدير مهاراتهم وقدراتهم، ويقللون من مخاطرتهم (2021) Guluma. وبالمثل، فإن المديرين التنفيذيين هم أكثر صانعي القرار في استراتيجيات الشركة. على الرغم من أن المديرين واثقون للغاية، فإن أعضاء مجلس الإدارة (خاصة الخارجية) يواجهون قيوداً عن المعلومات على أنشطة الشركة اليومية المتاحة للمديرين الداخليين. بطريقة أخرى، لدى الرؤساء التنفيذيين طموح قوي لزيادة أداء شركتهم؛ ومع ذلك، إذا حققوا أهدافهم، فقد يقومون ببناء إمبراطوريتهم. سوف نطق هذا الموقف حيث لا ينضج سوق السيطرة على الشركات بما يكفي (Tebourbi et al., 2020).

لذلك، تؤثر هذه الحقيقة على فعالية أنشطة مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات الاستراتيجية. في المقابل، كما أشارت الدراسة (Chou et al., 2010) مع زيادة عدد مجلس الإدارة من الأعضاء الداخليين، أصبح تأثير الإفراط في الثقة الإدارية في الشركة متزايداً وترتبط

بشكل إيجابي مع ازدواجية القيادة. بطرق أخرى ، نظرية الوكالة ، تشير العديد من المعارضين إلى أن ازدواجية الرئيس التنفيذي يقلل من دور مراقبة مجلس الإدارة على المدير التنفيذي. ووجدت دراسة (Kim et al., 2019) أنه مع زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة الداخليين ، سيزداد تحيز الإفراط في الثقة الإدارية. هذا يوضح لنا أن الدور المسيطر والإشراف على المديرين المستقلين أقل احتمالاً في الشركات التي يديرها المديرون المفرطون من المديرين العاديين ؛ وعلى العكس ، فإن قوة الازدواجية الرئيس التنفيذي أكثر بروزاً في حالة المديرين المفرطين من المديرين العاديين.

كما أن تركيز هيكل الملكية يعمل علي وجود سيطرة قوية من المساهمين ضد قرارات المديرين التنفيذيين وقراراتهم . ويمكن أن يقلل تركيز هيكل الملكية من السلوكيات الإدارية غير المرغوب فيها مثل الثقة المفرطة والمفارقة والتفاؤل المفرط لأنه يساهم في تركيب نظام رقابي قوي علي إدارة الشركة (Park et al., 2020) . يمكن أن تؤثر تركيز هيكل الملكية على الثقة الإدارية المفرطة بطرق مختلفة ، على سبيل المثال ، عندما يصبح المدير التنفيذي في الشركة واثقاً من وقت معين ، يتم إضعاف ملكية الكتلة التي تتحكم في الاهتمام (et al., 2021) ، ويثق المساهمون في المديرين الداخليين الذين قد يتحكمون في أداء الشركات في السوق الناشئة حيث تكون التحكم الخارجي في تلك الأسواق ضعيف. يتمتع المديرون التنفيذيون الذين يتمتعون بالثقة الإدارية المفرطة بالجودة التي تعبر عن سلوكهم على شركتهم (et al., 2021). Asadia (2021). تمثيا مع هذه الحقيقة، يمكن للباحث التنبؤ بأن تأثير الملكية المركزة على الأداء المالي للشركة يتأثر بالمديرين المفرطين .

وأوضحت دراسة (Allen & Gale (2000) بأن إدارة المنافسة في سوق المنتجات تساعد على تحسين الأداء المالي للشركة واتخاذ أفضل القرارات للمستقبل. ففي ظل المنافسة التي أصبحت قوية، يبذل المديرون قصارى جهدهم بسبب الخوف من عدم القدرة علي البقاء، حيث أنه في ظل المنافسة القوية تستطيع الشركات المدارة جيداً إخراج الشركات التي تتم إدارتها بشكل سيئ من السوق، وبالتالي، تساعد المنافسة على بناء أفضل فريق إداري. في حالة الشركات التي تعمل في الصناعة التنافسية، يتمتع المدير التنفيذي ذو الثقة الإدارية المفرطة بالعديد من المزايا، نظراً لسهولة تحفيزهم بسبب كونهم مديرين مفرط الثقة يفترض نفسه أفضل من الآخرين. المديرين التنفيذيين المفرطون في الاستثمار في الاستثمارات المستقبلية مثل البحث والتطوير،

لذلك يلعب المدير التنفيذي الذي يتمتع بالثقة الإدارية المفرطة دورًا استراتيجيًا في المنافسة. وأضاف (Niu & Zhao, 2021) بأن الشركات في صناعة أكثر تنافسية تفضل تعيين مديرين لديهم الثقة بنتائج السوق في المستقبل.

فيما يتعلق بالتمويل بالإقتراض، لا تُظهر الأدلة التجريبية الحالية أي نمط محدد في العلاقة بين الثقة الإدارية المفرطة والتمويل بالإقتراض، أشار (Hur et al., 2019) إلى أن المديرين المفرطين في تقدير ربحية مشاريع الاستثمار ستحصل على تمويل إقتراض أقل. بعد ذلك، يرفض الدائنون توفير التمويل بالإقتراض عندما تواجه الشركات مخاطر عالية للسيولة. وأوضح (Ting et al., 2016) أيضًا بأن ممولو الإقتراض قد يرفضون تقديم الإقتراض عندما تحصل الشركة على تصنيف ائتماني منخفض. يحدث تصنيف الائتمان المنخفض عندما يعتقد المصرفيون أن الشركات تبالغ في تقدير مشاريع الاستثمار. لذلك، قد يرفض الدائنون توفير الإقتراض عندما يكون المديرين مفرطين في الثقة، بسبب تقدير المخاطر ذات الصلة التي توفر تصنيف ائتمان منخفض.

ومع ذلك، فإن المصدر الرئيسي لموردي الإقتراض للشركات هو البنوك الحكومية (Rihab & Lotfi, 2016)، كما أوضح (Park & Kim, 2009) أن معظم المديرين التنفيذيين المفرطين في الثقة لديهم صلات سياسية مع الدولة ولديهم علاقة أفضل مع المؤسسات المالية الخارجية والبنوك العامة. وبالتالي، فإن المديرين المفرطون الثقة لديهم فرصة أكبر للوصول إلى الإقتراض بدلاً من المديرين العقلانيين، الذين يسمحوا للدائنين بمتابعة استثمارات الشركة والتأثير عليها من خلال جمع المعلومات حول الشركة والإشراف على الشركات بشكل مباشر أو غير مباشر. وبالتالي، يمكن أن يكون للثقة الإدارية المفرطة تأثير معنوي على العلاقات بين التمويل بالإقتراض والأداء المالي للشركة؛ وبالتالي يمكن إشتقاق الفرض الثاني للدراسة على النحو التالي

H2: يوجد تأثير معنوي للثقة الإدارية المفرطة على العلاقة بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

٢/٦ منهجية البحث

يستعرض الباحث في تلك الجزئية كلاً من؛ أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة الدراسة، نموذج البحث، توصيف وقياس متغيرات الدراسة، النماذج الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات، وأخيراً نتائج اختبار فروض البحث، وذلك على النحو التالي:

١/٢/٦ أهداف الدراسة التطبيقية:

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث، وإيجاد دليل عملي على ما إذا كان هناك تأثير آليات الحوكمة على أداء الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية قياساً على (Khajavi & Dehghani, 2016; Rusydi, 2020). بالإضافة لإختبار تأثير الثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي كمتغير معدل على العلاقة الرئيسية محل الدراسة، علاوة على إجراء تحليل إضافي لزيادة القوة التفسيرية للنموذج، وتحليل الحساسية لإختبار قوة ومثانة النموذج.

٢/٢/٦ مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار فترة ست سنوات ٢٠١٤-٢٠٢٠، والتي تتوفر لها القوائم المالية والتقارير السنوية وتم تداول أسهما بانتظام خلال فترة الدراسة. وطبقاً لعدد وأسماء الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال تلك الفترة من ٢٠١٤ وحتى ٢٠٢٠ (١) يشمل عينة الدراسة عدد ١٠٠ شركة مدرجة، ويواقع ٧ مشاهدات لكل شركة وبذلك يبلغ العدد الاجمالي لمشاهدات العينة ٦٦٨ مشاهدة.

وقام الباحث بالحصول على بيانات الدراسة من تقارير الحوكمة وتقارير مجلس الإدارة الخاصة بالشركة والتي تم الإفصاح عنها في المواقع الإلكترونية للشركات، كما تم الحصول على البيانات من نموذج تقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين تنفيذاً للمادة ٣٠ من قواعد القيد في البورصة سواء عبر مواقع الشركة أو مرفق بتقرير مجلس الإدارة. وتم الحصول على المعلومات بالاعتماد على بيانات شركة مصر لنشر المعلومات؛ كذلك اعتمد الباحث على المواقع الإلكترونية المختلفة التي تهتم بتوفير المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالبورصة المصرية مثل موقع مباشر لنشر المعلومات (www.mubasher.info).

(١) يمكن التعرف على عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية من خلال التقرير التي تصدره البورصة المصرية سنوياً، كما يمكن التعرف على هوية تلك الشركات من خلال شركة مصر لنشر المعلومات.

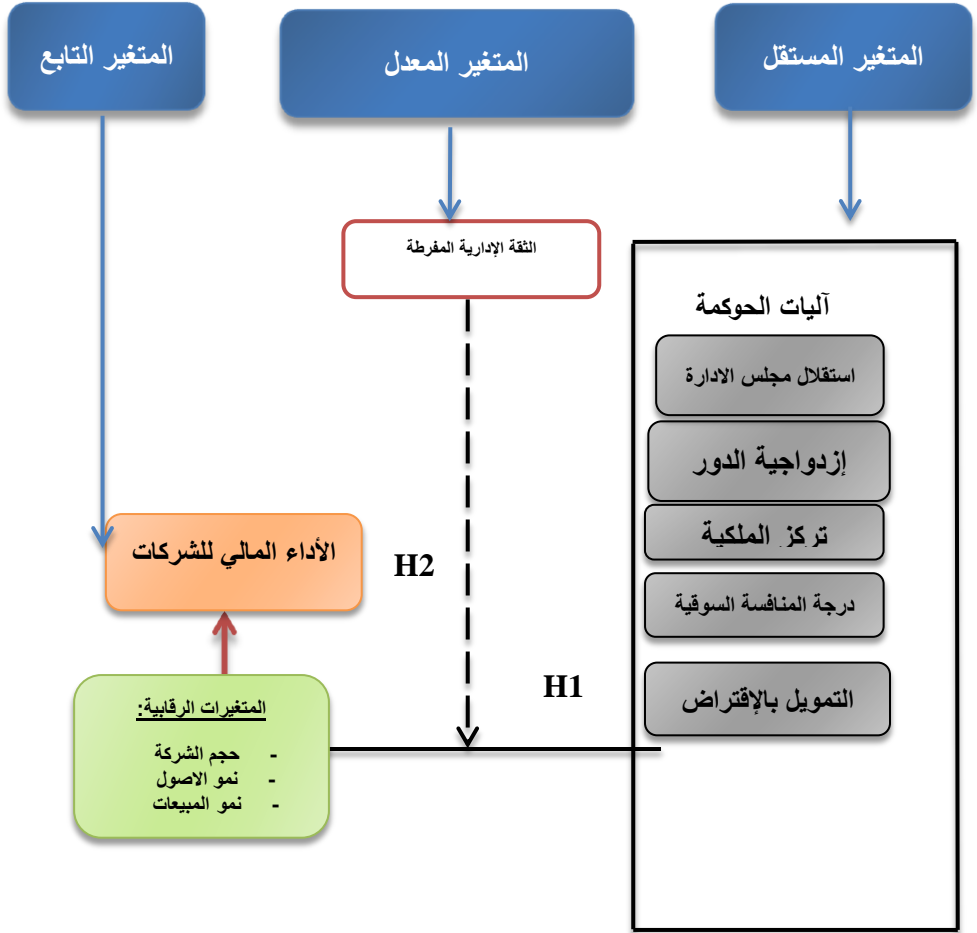
٣/٢/٦ توصيف وقياس متغيرات الدراسة:

يمكن توضيح متغيرات الدراسة ورموزها في نموذج الإنحدار وطريقة قياس كل متغير وإتجاه العلاقة المتوقعة من خلال الجدول (١) التالي يمكن توضيح متغيرات الدراسة ورموزها في نموذج الإنحدار وطريقة قياس كل متغير وإتجاه العلاقة المتوقعة من خلال الجدول (١) التالي:

المتغير	نوعه	قياسه	الأثر المتوقع
أداء الشركة	تابع	إعتمد الباحث على مقياس Tobin's Q = القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للديون / القيمة الدفترية للأصول. ولأغراض تحليل الحساسية سوف يتم قياسه بالمعادلة التالية العائد على الأصول = صافي الدخل أو المنفعة التشغيلية قبل الاستهلاك والمخصصات / إجمالي الأصول قياسًا على (Asadia et al., 2021; Niu & Zhao, 2021)	
إستقلال مجلس الإدارة	مستقل	نسبة عدد المديرين المستقلين / إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة في الفترة t قياسًا على (García-Sánchez, 2017; Lina.& MabDongwei, 2009).	+
ازدواجية الرئيس التنفيذي		تم قياسه بمتغير وهمي = ١ إذا كان العضو المنتدب هو أيضاً رئيس مجلس الإدارة ، ويساوي صفر بخلاف ذلك قياسًا على (Shrestha, 2019).	-
تركيز الملكية		بنسبة الأسهم المملوكة لأكثر خمس مساهمين للشركة في الفترة t إلى إجمالي عدد الأسهم التي أصدرتها الشركة (Zeng, 2011; Kerr, 2019)	+
المنافسة في سوق المنتجات		تم قياسها باستخدام المعادلة التالية الحصص السوقية لكل شركة = صافي مبيعات الشركة / إجمالي صافي مبيعات الصناعة ، والذي يتم حسابه لكل صناعة على حدى كل عام. ، يقين هذا المؤشر درجة التركيز حسب الصناعة كلما زاد حجم هذا المؤشر ، زاد التركيز وقلت المنافسة في تلك الصناعة ، والعكس صحيح قياسًا على (Ibrahim & Samad, 2012)	+
التمويل بالإقتراض		يتم قياسه بالنسبة المئوية لإجمالي الأصول / إجمالي التزامات الشركة قياسًا على (Pant & Pattanayak, 2010; Niu & Zhao, 2021)	-
الثقة الإدارية المفرطة	معدل	تم تطوير مقياس مركب متعدد الأبعاد لقياس درجة الثقة المفرطة مكون من ٥ عناصر تتمثل تلك العناصر في زيادة المديرين التنفيذيين لحصصهم في أسهم الشركة خلال السنة، القيام بعمليات إنماج وإستحواذ خلال السنة، الإستثمار أكثر من اللازم في الشركة، نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية أكثر من ٥٠% ، توزيعات أرباح منخفضة، حيث أن المديرين المفرطون في الثقة هم الأكثر عرضه لزيادة حصصهم في رأسمال الشركة ، بالإضافة للإفراط في الإستثمار، والدخول في عمليات الإستحواذ والإنماج، ويزيد استخدامهم للديون، ويكونوا أقل رغبة في دفع توزيعات أرباح. وعند توافر أي عنصر من تلك العناصر تأخذ الشركة القيمة ١ و صفر خلاف ذلك، ويتم قياس الثقة الإدارية المفرطة بقسمة الدرجات التي تم الحصول عليها / إجمالي الدرجات (٥) وذلك قياسًا على (Kim et al., 2016) ودراسة محمد، (٢٠٢١)	-
حجم الشركة	رقابي	باللوغارتم الطبيعي لإجمالي الأصول في تاريخ قائمة المركز المالي (Mita, 2017)	+
معدل نمو المبيعات		بقسمة قيمة مبيعات العام الحالي على قيمة مبيعات العام السابق (Oradi & Rezaee, 2019)	+
معدل نمو الأصول		ويشير إلى مدى تطور إجمالي الأصول للعام الحالي عن العام السابق ويتم قياسها بإستخدام المعادلة التالية (Baffa, 2017) إجمالي أصول العام الحالي إجمالي أصول العام السابق	+

٦-٢-٤ نموذج الدراسة

يوضح الشكل رقم (١) نموذج الدراسة. ويتبع ذلك توصيف وقياس متغيرات هذا النموذج.



شكل رقم (١): نموذج الدراسة في ظل التحليل الاساسي

المصدر: إعداد الباحث

٦-٢-٥ النماذج الاحصائية لاختبار فروض الدراسة

سوف يتم الاعتماد على نماذج الانحدار المتعدد لاختبار فروض البحث، كما يلي:

٦-٢-٥-١ النموذج الأول : لاختبار فرض الدراسة الأول

وتم صياغته في صورة الانحدار الخطي المتعدد لقياس أثر آليات الحوكمة علي أداء

الشركات المقيدة بالبورصة المصرية كما يلي:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ind. B}_{it} + \beta_2 \text{Dual}_{it} + \beta_3 \text{Own. Conc}_{it} \\ + \beta_4 \text{Market. Comp}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + e_{it}$$

٦-٢-٥-٢ النموذج الثاني: لاختبار الفرض الثاني

وقد تم صياغته في صورة الانحدار الخطي المتعدد لاختبار أثر الثقة الإدارية المفرطة

على العلاقة التأثيرية لآليات الحوكمة علي أداء الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك كما يلي:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IndB}_{it} + \beta_2 \text{Dual}_{it} + \beta_3 \text{Own. Conc}_{it} \\ + \beta_4 \text{Market. Comp}_{it} \\ + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{M. O. Conf}_{it} \\ + \beta_7 \text{IndB}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_8 \text{Dual}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} \\ + \beta_9 \text{Own. Conc}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_{10} \text{Market. Comp}_{it} \\ * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_{11} \text{Lev}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + e_{it}$$

حيث أن:

- IndB_{it} : تشير إلى نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في الشركة i في نهاية السنة المالية t .
- Dual_{it} : تشير إلى إزدواجية دور رئيس مجلس الإدارة في الشركة i في نهاية السنة المالية t .
- Own. Conc_{it} : تشير إلى درجة تركيز هيكل الملكية في الشركة i في نهاية السنة المالية t .
- Market. Comp_{it} : تشير إلى الحصة السوقية للشركة i في نهاية السنة المالية t . كمؤشر لدرجة المنافسة.
- Lev_{it} : تشير إلى نسبة التمويل بالدين للشركة i في نهاية السنة المالية t .

- **M. O. Conf it**: تشير إلى مستوى الثقة الإدارية المفترضة للشركة i فى نهاية السنة المالية t .
- $\beta_1: \beta_{11}$: معاملات انحدار التي تحدد اتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع.
- e_{it} : حد الخطأ العشوائي

٦-٢-٦ الأساليب الإحصائية المستخدمة

استخدم الباحث الأساليب الإحصائية الآتية:

- a. الإحصاء الوصفي **Descriptive Statistics** لمتغيرات الدراسة (الوسط الحسابي)، ومقاييس التشتت (أدنى قيمة، أقصى قيمة، الانحراف المعياري)، كما قام الباحث باختبار علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة باستخدام معامل ارتباط بيرسون.
- b. قام الباحث بإجراء تحليل انحدار خطي حيث أُستخدم الأساليب التالية:
 - معاملات التضخم (**VIF**) لاختبار مدى وجود ازدواج خطي بين المتغيرات.
 - اختبار **Durbin-Watson** لتحديد مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي.
 - معامل التحديد المعدل (**Adjusted R²**): لتحديد القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لتفسير التغير في المتغير التابع.
 - **ANOVA**: ويختبر معنوية نموذج الانحدار ككل، وتعتمد في الحكم على مستوى المعنوية **Sig** أو ما يسمى **P-Value** لاختبار **F** فإذا كانت أقل من (٠.٠٥) يتم قبول معنوية النموذج.
 - اختبار (**T test**) وذلك لاختبار معنوية المعلمات المقدرة (أي ثابت الانحدار، ومعلمة الانحدار) وتعتمد في الحكم على مستوى المعنوية، فإذا كان أقل من (٠.٠٥) يتم قبول معنوية المعلمة المقدرة.

٦-٢-٧ الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة

يختص هذا الجزء بعرض التحليلات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة.

جدول (٢) الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tobin.Q	667	.171344	30.3244	3.1511754020	2.27842277574
B.IND	667	.0000	1.0000	.7109486120	.18264494469
DUAL	667	.00000	1.0000	.58457711	.493408872
Own.Conc	667	.0550	.99800	.5835248756	.21564926181
Market.Comp	667	.008052	.879231	.3693930348	.21176918496
LEV	667	.0000	.879264	.14511289	.196977778
M.O.Conf	667	.0000	1.0000	.6532338308	.17140170271
FSIZE	667	7.5124	11.0715	9.23177884	.818468768
(%)Asst.grow	667	.0000	119.593	3.528547264	9.1734590136
(%)Sell.grow	667	-.9960-	68.9012	.543274130	3.6535545793

المصدر: إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج SPSS

يوضح الجدول رقم (٢) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة لعينة مكونة من ١٠٠ شركة مدرجة في بورصة الأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠٢٠ بإجمالي عدد مشاهدات ٦٦٧ مشاهدة، ويبين الجدول رقم (٢) المتوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة (التابع والمستقلة والرقابية) خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠٢٠، ويتضح من الجدول السابق أن متوسط المتغيرات السابق ذكرها في الجدول أعلاه قريبه من الحد الأعلى والحد الأدنى وهو ما يشير إلي أنه يوجد تجانس في البيانات ولا يوجد قيم شاذة وهو ما يؤكد عليه قيم الانحراف المعياري، حيث يتضح أن قيم الانحراف المعياري لبعض متغيرات الدراسة مثل إستقلال مجلس الإدارة وإزدواجية دور المدير التنفيذي وتركز هيكل الملكية والثقة الإدارية المفرطة وحجم الشركة أقل من المتوسط الحسابي لنفس المتغير.

بينما يشير الجدول السابق إلي أن الانحراف المعياري للمتغيرات الأخرى (التمويل بالدين و معدل نمو الأصول ومعدل نمو المبيعات) أعلى من المتوسط بما يوضح تباين هذه المتغيرات في القوائم المالية لشركات العينة، هو وضع طبيعي حيث تشمل العينة علي ١٠٠ شركة (٦٦٧ مشاهدة) في قطاعات مختلفة عن سنوات مختلفة من الإزدهار والركود.

٦-٢-٨ نتائج الدراسة التطبيقية

٦-٢-٨-١ نتائج اختبار الفروض في ظل التحليل الأساسي Fundamental Analysis

٦-٢-٨-١-١ نتيجة اختبار الفرض الأول (H1): استهدف هذا الفرض اختبار ما إذا كان هناك تأثير للآليات الحوكمة علي الأداء المالي للشركات، واختبار هذا الفرض إحصائياً تم إعادة صياغته، كفرض عدم، كما يلي:

H0: لا يوجد تأثير معنوي لآليات الحوكمة علي الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام نموذج الانحدار رقم (١) علي النحو التالي:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ind. } B_{it} + \beta_2 \text{Dual}_{it} + \beta_3 \text{Own. Conc}_{it} + \beta_4 \text{Market. Comp}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + e_{it}$$

وفيما يلي نتائج اختبار الفرض الأول في ظل تجاهل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة، وذلك على النحو التالي :

جدول (٣): نتيجة اختبار الفرض الرئيسي الأول (H1)

Model (1)	في ظل تجاهل المتغير المعدل الثقة الإدارية المفرطة		
	β	Sig	VIF
Constant	-0.578	.221	--
Ind. B_{it}	2.249	.004	1.007
Dual _{it}	-0.585	.029	1025
Own. Conc _{it}	1.878	.003	1.028
Market. Comp _{it}	3.112	.000	1.040
Lev _{it}	0.663	.000	1.045
R ²	.178		
Adj R ²	.172		
F Statistic	28.755		
Model Sig	.000		

يتضح من الجدول رقم (٣) السابق عدم وجود المشكلة الاحصائية المعروفة بالارتباط

الخطي الذاتي بين المتغيرين المستقلين عند اجراء تحليل الانحدار، لأن معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة أقل من (10) (Kargin, 2013).

كما يتضح من الجدول أيضاً أن المقدرة التفسيرية للنموذج قد بلغت (0.172)، حيث تفسر التغيرات في المتغيرات المستقلة التغيرات في المتغير التابع، وأيضاً يتضح معنوية النموذج حيث القيمة الإحصائية (Sig) له بلغت (0.000) وبالتالي عند مستوى معنوية 5% فإن النموذج صالح لاختبار العلاقة محل الدراسة. ويتضح أن المتغيرات المستقلة (نسبة إستقلال مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي، تركيز هيكل الملكية، المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض) كانا معنويين حيث القيمة الإحصائية (Sig) لها بلغت (0.0004)، (0.029)، (0.003)، (0.000)، (0.000). وبالتالي تم قبول الفرض البديل القائل أن هناك تأثير معنوي لآليات حوكمة الشركات علي أداء الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

كما يتضح أن معامل الانحدار لمتغير إستقلال مجلس الإدارة موجب وبلغ (2.249) وبالتالي يمكن القول أن هناك تأثير معنوي موجب لإستقلال مجلس الإدارة علي أداء الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وهو ما يتفق مع ماتوصلت إليه بعض الدراسات مثل (Bohorquez et al., 2018; filatotchev & Nakajima, 2010).

كما يوضح الجدول رقم (3) أن معامل الانحدار لمتغير إزدواجية دور المدير التنفيذي سالب وبلغ (-0.585) وبالتالي يمكن القول أن هناك تأثير معنوي سالب لإزدواجية دور المدير التنفيذي علي أداء الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وهو ما يتفق مع دراسة (Boyd, 1995).

ويري الباحث أن هذه النتيجة بالرغم من تعارضها مع معظم الدراسات السابقة (García-Sánchez, 2017; Report, 2003) التي توصلت إلي وجود علاقة موجبة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي وأداء الشركات، أن تلك النتيجة قد ترجع إلي طبيعة الشركات المصرية حيث إذا كان دور الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يقع على عاتق شخص واحد ، فإن إزدواجية الرئيس التنفيذي ستعزز إحساساً واضحاً بالاتجاه الاستراتيجي من خلال توحيد القيادة وتعزيزها.

كما يتضح من الجدول رقم (3) أن معامل الانحدار لتركيز هيكل الملكية موجب وبلغ (1.878) وبالتالي يمكن القول أن هناك تأثير معنوي موجب لتركيز هيكل الملكية علي أداء

الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وهو ما يتفق مع ماتوصلت إليه بعض الدراسات علي سبيل المثال (Sami el al.,2011; Wu & Cui , 2002) كما يتضح أن معامل الانحدار لمتغير المنافسة في سوق المنتجات موجب وبلغ (3.112) وبالتالي يمكن القول أن هناك تأثير معنوي موجب للمنافسة في سوق المنتجات علي أداء الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وهو ما يتفق مع ماتوصلت إليه دراسة (Ibrahim & Samad, 2012)

كما يتضح أن معامل الانحدار لمتغير تمويل اليون موجب وبلغ (0.663) وبالتالي يمكن القول أن هناك تأثير معنوي موجب للتمويل بالإقتراض علي أداء الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وهو ما يتعارض مع ماتوصلت إليه (Sami el al., 2011; Vicente, 2001; Pant & Pattanayak, 2010)

ويرى الباحث أن التأثير الإيجابي للتمويل بالإقتراض قد يرجع إلي الانضباط الذي يفرضه الالتزام بكسب نقود كافية باستمرار للوفاء بدفع تلك الإقتراض والفائدة المستحقة عليها، كما يمكن أن يعمل الرفع المالي على تقليل التدفقات النقدية غير المضيفة للقيمة المتاحة لنفقات المديرين التقديرية.

٦-٢-٨-١-٢ نتيجة اختبار الفرض الثاني:

لاختبار تأثير الثقة الإدارية المفترضة علي العلاقة بين آليات الحوكمة وأداء الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية، ولاختبار هذا الفرض إحصائياً تم إعادة صياغته، كفرض عدم، كما يلي:

H2: لا يوجد تأثير معنوي للثقة الإدارية المفترضة علي العلاقة بين آليات الحوكمة و الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام نموذج الانحدار رقم (٢) علي النحو التالي:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{IndB}_{it} + \beta_2 \text{Dual}_{it} + \beta_3 \text{Own. Conc}_{it} \\ & + \beta_4 \text{Market. Comp}_{it} \\ & + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{M. O. Conf}_{it} \\ & + \beta_7 \text{IndB}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_8 \text{Dual}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} \\ & + \beta_9 \text{Own. Conc}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_{10} \text{Market. Comp}_{it} \\ & * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_{11} \text{Lev}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

وفيما يلي نتائج اختبار الفرض الثاني في ظل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفترضة، وذلك على النحو التالي :

الجدول رقم (٣)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار العلاقات محل الفرض الثاني الجدول رقم (٣)

Model	(١) في ظل تجاهل المتغير المعدل (الثقة الإدارية المفترضة)			(٢) في ظل وجود المتغير المعدل (الثقة الإدارية المفترضة)		
	β	sig	VIF	β	sig.	VIF
Constant	-0.578	.221	-	-1.781	0.006	-
Ind. B _{it}	2.249	.004	.007	2.224	0.003	1.008
Dual _{it}	-0.585	.029	.025	-.650	.015	1.033
Own. Conc _{it}	1.878	.003	.028	1.527	.017	1.073
Market. Comp _{it}	3.112	.000	.040	3.179	.000	1.045
Lev _{it}	0.663	.000	.045	.621	.000	1.073
M. O. Conf _{it}				2.210	.007	1.082
IndB _{it} * M. O. Conf _{it}				2.791	.012	1.018
Dual _{it} * M. O. Conf _{it}		-		1.182-	.001	1.059
Own. Conc _{it} * M. O. Conf _{it}		-		2.535	.001	1.067
Market. Comp _{it} * M. O. Conf _{it}				5.773	.000	1.079
Lev _{it} * M. O. Conf _{it}				.708	.000	1.102
N	668			668		
R ²	.178			.187		
adj. R ²	.172			0.180		
F-statistics	28.755			25.415		
Model Sig	.000			0.000		

يتضح من الجدول السابق عدم وجود المشكلة الاحصائية المعروفة بالارتباط الخطى الذاتي بين المتغيرين المستقلين عند اجراء تحليل الانحدار، لأن معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة أقل من (10) (Kargin, 2013).

كما يتضح من الجدول أيضًا أن المقدرة التفسيرية للنموذج قد زادت في ظل إدخال متغير الثقة الإدارية المفرطة من (0.172) إلى (0.180)، وأيضًا يتضح معنوية النموذج حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (0.000) وبالتالي عند مستوي معنوية ٥% فإن النموذج صالح لاختبار العلاقة محل الدراسة. ويتضح أن المتغيرات المستقلة (نسبة إستقلال مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي، تركيز هيكل الملكية، المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض) كانا معنويين حيث القيمة الاحتمالية (Sig) لها بلغت (0.003)، (0.015)، (0.017)، (0.000)، (0.000) علي التوالي.

كما إتضح أن معامل الإنحدار لمتغير إستقلال مجلس الإدارة موجب حيث بلغ (2.224)، وبالتالي يمكن القول أن إستقلال أعضاء مجلس الإدارة له تأثير إيجابي ومعنوى علي الأداء المالي للشركة قبل إدخال متغير الثقة الإدارية المفرطة وبعده.

كما إتضح أن معامل الإنحدار لمتغير إستقلال ازدواجية دور المدير التنفيذي سالب حيث بلغ (0.650)، وبالتالي يمكن القول أن ازدواجية دور المدير التنفيذي له تأثير سلبي ومعنوى علي الأداء المالي للشركة قبل إدخال متغير الثقة الإدارية المفرطة وبعده.

كما أوضح كما إتضح أن معامل الإنحدار لمتغير تركيز هيكل الملكية موجب حيث بلغ (1.527)، وبالتالي يمكن القول أن تركيز هيكل الملكية له تأثير إيجابي ومعنوى علي الأداء المالي للشركة قبل إدخال متغير الثقة الإدارية المفرطة وبعده.

كما أوضح كما إتضح أن معامل الإنحدار لمتغير المنافسة في سوق المنتجات موجب حيث بلغ (3.179)، وبالتالي يمكن القول أن المنافسة في سوق المنتجات له تأثير إيجابي ومعنوى علي الأداء المالي للشركة قبل إدخال متغير الثقة الإدارية المفرطة وبعده.

كما أشار كما إتضح أن معامل الإنحدار لمتغير التمويل بالإقتراض موجب حيث بلغ (0.621)، وبالتالي يمكن القول أن التمويل بالإقتراض له تأثير إيجابي ومعنوى علي الأداء المالي للشركة قبل إدخال متغير الثقة الإدارية المفرطة وبعده.

كما يتضح أن وجود علاقة معنوية (0.007) وإيجابية (2.210) للمتغير المعدل الخاص بالثقة الإدارية المفرطة علي الأداء المالي للشركات غير المالية بالبورصة المصرية، كما إتضح عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع متغير إستقلال مجلس الإدارة إتضح وجود علاقة معنوية (0.012) وإيجابية (2.791) علي المتغير التابع المتمثل في الأداء

المالي للشركات ، والمثل إتضح عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع متغير تركيز هيكل الملكية إتضح وجود علاقة معنوية (0.001) وإيجابية (2.535) علي المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركات، وأيضًا إتضح عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع متغير المنافسة في سوق المنتجات إتضح وجود علاقة معنوية (0.000) وإيجابية (5.773) علي المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركات.

وأخيرًا عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع متغير التمويل بالإقتراض إتضح وجود علاقة معنوية (0.000) وإيجابية (0.708) علي المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركات، وعلي الجانب الأخر عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع متغير إزدواجية دور المدير التنفيذي إتضح وجود علاقة معنوية (0.001) وسلبية (-1.182) علي المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركات،

وبالتالي تم قبول الفرض البديل القائل أن هناك تأثير إيجابي للثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين آليات الحوكمة (والمتمثلة في نسبة إستقلال مجلس الإدارة، ، تركيز هيكل الملكية، المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض) والأداء المالي للشركات ببورصة الأوراق المالية المصرية. وتأثير سلبي للثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي علي الأداء المالي للشركات ببورصة الأوراق المالية المصرية.

٦-٢-٩ التحليل الإضافي:

لإضفاء المزيد من الوضوح والفهم على العلاقات محل الدراسة بالتحليل الاساسي، سيتم إعادة اختبار العلاقة للفرضين، بعد إدخال متغيرات رقابية خاصة بكل من (حجم الشركة، ومعدل نمو الأصول، ومعدل نمو المبيعات) قياسا على بعض الدراسات السابقة ومنها (Cano-Rodríguez, 2010; Burnett, 2020) على النموذج رقم (١) والنموذج رقم (٢) للتعرف علي ما إذا كان بناء النموذج الاساسي سليما أم لا، ولإضفاء المزيد من الوضوح والفهم على العلاقات محل الدراسة بالتحليل الاساسي، وعليه سيتم إعادة اختبار العلاقات الرئيسية الموجودة بالتحليل الأساسي، الخاصة بفروض البحث بعد إدخال المتغيرات الرقابية للنموذج والتي يمكن توضيحها علي النحو التالي:

٦-٢-٩-١ نتيجة اختبار الإضافي للفرض الأول:

فقد حاول الباحث دراسة ما إذا كان تأثير آليات حوكمة الشركات علي الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية يختلف بعد إدخال المتغيرات الرقابية متمثلة في (حجم الشركة، ومعدل نمو الأصول، ومعدل نمو المبيعات) ، ولاختبار ذلك الفرض قام الباحث باستخدام نموذج انحدار رقم (٣)

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ind. B}_{it} + \beta_2 \text{Dual}_{it} + \beta_3 \text{Own. Conc}_{it} + \beta_4 \text{Market. Comp}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{AGR}_{it} + \beta_8 \text{SGR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث (Size, AGR, SGR) لكل شركة (i) لكل سنة (t).

ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار العلاقات الخاصة بالفرض الأول

بعد إدخال بعض المتغيرات الرقابية من خلال الجدول رقم (٤) علي النحو التالي:

الجدول رقم (٤)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار العلاقات محل الفرض الأول في ظل الاختبار الاضافي

Model	(١) في ظل عدم وجود المتغيرات الرقابية			(٢) في ظل وجود المتغيرات الرقابية		
	β	sig	VIF	β	sig.	VIF
Constant	-0.578	.221	-	-1.781	0.226	--
Ind. B _{it}	2.249	.004	.007	2.224	0.005	1.016
Dual _{it}	-0.585	.029	.025	-.650	.041	1.056
Own. Conc _{it}	1.878	.003	.028	1.527	.002	1.034
Market. Comp _{it}	3.112	.000	.040	3.179	.000	1.079
Lev _{it}	0.663	.000	.045	.621	.000	1.048
SIZE				.022	0.527	1.073
AGR				.063	0.080	1.028
SGR				-.004	0.910	1.022
N	668			668		
R ²	.178			.184		
adj. R ²	.172			0.174		
F-statistics	28.755			18.424		
Model Sig	.000			0.000		
نتيجة اختبار الفرض	قبول الفرض			قبول الفرض		

يتضح من تحليل الجدول السابق رقم (٤) صلاحية ومعنوية النموذج للاختبار حيث

مازالت قيمة P_Value عند مستوى المعنوية المقبول وهو أقل من ٥% وبالتالي فالنموذج صالح

لاختبار العلاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في إستقلال مجلس الإدارة، وإزدواجية دور المدير التنفيذي، وتركز هيكل الملكية، والمنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض على الأداء المالي للشركات غير المالية بالبورصة المصرية بعد إدخال المتغيرات الرقابية متمثلة في (حجم الشركة، ومعدل نمو الأصول، ومعدل نمو المبيعات).

فضلاً عن زيادة القوة التفسيرية للنموذج بنسبة طفيفة فقد أصبحت (0.174) بدلا من (0.172) مما يعني أن المتغيرات الرقابية لها تأثير ضعيف على تفسير العلاقة، وتحليل معاملات نماذج الإنحدار، إتضح بقاء العلاقة معنوية وموجبة بين كل من إستقلال مجلس الإدارة، وتركز هيكل الملكية، والمنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض على الأداء المالي للشركات غير المالية بالبورصة المصرية.

كما إتضح بقاء العلاقة معنوية وسالبة لإزدواجية دور المدير التنفيذي على الأداء المالي للشركات غير المالية بالبورصة المصرية، وتشير النتائج أيضاً إلي وجود علاقة إيجابية ولكن غير معنوية لحجم الشركة ومعدل نمو الأصول على الأداء المالي للشركات ووجود علاقة غير معنوية سلبية لمعدل نمو المبيعات على الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وبناءً على معنوية النموذجين _ قبل إدخال المتغيرات الرقابية وبعد إدخال المتغيرات الرقابية_ فإننا نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل القائل بوجود علاقة معنوية بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية.

٦-٢-٩-٢ نتيجة اختبار الإضافي للفرض الثاني:

حيث يقوم الباحث بإعادة إختبار العلاقات محل الدراسة والخاصة بالفرض الثاني بالتحليل الأساسي وذلك بعد إدخال المتغيرات الرقابية والمتمثلة في (حجم الشركة، ومعدل نمو الأصول، ومعدل نمو المبيعات)، وذلك بهدف توفير المزيد من الوضوح على العلاقات الخاصة بالفرض الثاني بالتحليل الأساسي والتحقق من القدرة التفسيرية للنموذج وإتجاه العلاقات محل الفرض الثاني وذلك بعد إدخال المتغيرات الرقابية، وبالتالي يحاول الباحث الإجابة على التساؤل الذي طرحه الباحث فيما يتعلق بهل تأثير الثقة الإدارية المفرطة على العلاقة بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركات تختلف بعد إدخال المتغيرات الرقابية أم لا ؟ وللاجابة على ذلك التساؤل فقد قام الباحث بإعادة اختبار الفرض الثاني بعد إدخال المتغيرات الرقابية بإستخدام نموذج الإنحدار رقم (٤) والذي يمكن توضيحه على النحو التالي:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{IndB}_{it} + \beta_2 \text{Dual}_{it} + \beta_3 \text{Own. Conc}_{it} \\ & + \beta_4 \text{Market. Comp}_{it} \\ & + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{M. O. Conf}_{it} \\ & + \beta_7 \text{IndB}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_8 \text{Dual}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} \\ & + \beta_9 \text{Own. Conc}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_{10} \text{Market. Comp}_{it} \\ & * \text{M. O. Conf}_{it} \\ & + \beta_{11} \text{Lev}_{it} * \text{M. O. Conf}_{it} + \beta_{12} \text{SIZE}_{it} \\ & + \beta_{13} \text{AGR}_{it} + \beta_{14} \text{SGR}_{it} \bar{XZ} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

ويمكن توضيح نتيجة تحليل الانحدار للنموذج رقم (٤) من خلال الجدول رقم (٥) وذلك علي

النحو التالي:

جدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار العلاقات محل الفرض الثاني قبل وبعد إدخال

Model	في ظل عدم وجود المتغيرات الرقابية			المتغيرات الرقابية في ظل وجود المتغيرات الرقابية		
	β	sig	VIF	β	sig.	VIF
Constant	-1.781	0.226	--	-3.587	0.056	--
Ind. B _{it}	2.224	0.005	1.008	2.280	0.004	1.014
Dual _{it}	.650	.043	1.033	-.590	.035	1.105
Own. Conc _{it}	1.527	.002	1.073	1.606	.013	1.085
Market. Comp _{it}	3.179	.000	1.045	3.123	.000	1.089
Lev _{it}	.621	.000	1.073	.621	.000	1.080
M. O. Conf _{it}	2.210	.007	1.082	2.224	.009	1.092
IndB _{it} * M. O. Conf _{it}	2.791	.012	1.018	2.993	.008	1.092
Dual _{it} * M. O. Conf _{it}	1.182-	.001	1.059	.921-	.017	1.017
Own. Conc _{it} * M. O. Conf _{it}	2.535	.001	1.067	1.721	.005	1.070
Market. Comp _{it} * M. O. Conf _{it}	5.773	.000	1.079	5.830	.000	1.079
Lev _{it} * M. O. Conf _{it}	.708	.000	1.102	.744	.000	
SIZE				.035	.388	1.092
AGR				.526	.078	1.017
SGR				.005-	.653	1.070
N	668			668		
R ²	.187			.225		
adj. R ²	0.180			0.216		
F-statistics	25.415			23.722		
Model Sig	0.000			0.000		
نتيجة إختبار الفرض	قبول الفرض			قبول الفرض		

وبتحليل النتائج الواردة بالجدول رقم (٥) يتضح صلاحية ومعنوية النموذج حيث حيث مازالت قيمة P_Value عند مستوى المعنوية المقبول وهو أقل من ٥% وبالتالي فالنموذج صالح لاختبار أثر جودة عملية المراجعة على العلاقة بين المقدرة التقييمية للمعلومات المحاسبية متمثلة في نصيب السهم من الأرباح والقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم بعد إدخال المتغيرات الرقابية متمثلة في (حجم الشركة، والرفع المالي، ومعدل نمو الأصول، ومعدل نمو المبيعات). فضلاً عن زيادة القوة التفسيرية للنموذج فقد أصبحت (0.216) بدلا من (0.180) مما يعني أن المتغيرات الرقابية لها تأثير على تفسير تلك العلاقة، وتحليل معاملات نماذج الإنحدار، ويتضح أن المتغيرات المستقلة (إستقلال مجلس الإدارة، وتركز هيكل الملكية، ودرجة المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض) كان لها تأثير معنوي موجب على الأداء المالي للشركات قبل إدخال المتغيرات الرقابية حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.005)، (0.002)، (0.000)، (0.000) وظل كذلك لهم تأثير معنوي موجب على الأداء المالي للشركات بعد إدخال المتغيرات الرقابية حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.004)، (0.013)، (0.000)، (0.000) وبالتالي يمكن القول أن إستقلال مجلس الإدارة، وتركز هيكل الملكية، ودرجة المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض لهم تأثير إيجابي ومعنوي في ظل وجود متغير الثقة الإدارية المفرطة قبل إدخال المتغيرات الرقابية وبعدها. كما يظل وجود علاقة معنوية سلبية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي والأداء المالي للشركة في ظل وجود متغير الثقة الإدارية المفرطة سواء قبل إدخال المتغيرات الرقابية أو بعد إدخال المتغيرات الرقابية. كما يتضح بقاء وجود علاقة معنوية (0.007) وإيجابية (2.210) للمتغير المعدل الخاص بالثقة الإدارية المفرطة بعد إدخال المتغيرات الرقابية. كما إتضح عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع إستقلال مجلس الإدارة بعد إدخال المتغيرات الرقابية ظلت العلاقة المعنوية (0.012) وإيجابية (2.791) على المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركات، وكما إتضح عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع متغير تركز هيكل الملكية بقاء العلاقة كما هي معنوية (0.001) وإيجابية (2.535) على المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركات، وبالمثل أيضًا عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع كل من درجة المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض وبالتالي إتضح بقاء العلاقة معنوية (0.000)،

(0.000) وإيجابية (5.773)، (0.708)، وأخيراً إتضح أيضاً عند تفاعل المتغير المعدل المتمثل في الثقة الإدارية المفرطة مع متغير إزدواجية دور المدير التنفيذي بقاء العلاقة كما هي معنوية (0.001) وسلبية (-1.182) علي المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركات. وبالتالي تم قبول الفرض البديل القائل أن هناك تأثير معنوي للثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين آليات الحوكمة والأداء المالي للشركات غير المالية ببورصة الأوراق المالية المصرية في ظل وجود المتغيرات الرقابية .

٦-٢-١٠ تحليل الحساسية Sensitivity Analysis

بعد تحليل الحساسية أحد المنهجيات المتبعة للتحقق من مدى قوة وصحة العلاقات في التحليل الاساسي؛ حيث يمكن المقارنة بين نتائج اختبارات الفروض في ظل من التحليلين (التحليل الاساسي، وتحليل الحساسية) في تحقيق فهم افضل للعلاقات؛ ومن ثم تمكين الباحث من صياغة أفضل للنموذج الذي يمثل العلاقات بين متغيرات الدراسة (سليمان ٢٠١٩؛ زكي ٢٠١٨).

ويقوم تحليل الحساسية وفق مدخلين؛ يعتمد المدخل الأول على إعادة تصنيف عينة الدراسة باستخدام بعض المتغيرات الرقابية؛ بينما يعتمد المدخل الثاني لتحليل الحساسية على اعتماد مقياس آخر لمتغيرات الدراسة. وفي ضوء ذلك قام الباحث باتباع المدخل الثاني : في اجراء تحليل الحساسية؛ فقد قام الباحث بإعادة اختبار فروض الدراسة في ظل الإعتماد علي طريقة قياس بديلة للمتغير التابع المتمثل في الأداء المالي للشركات، فبدلاً من قياسه باستخدام

Tobin's Q والتي تم حسابها باستخدام القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة الدفترية

للديون مقسومه علي القيمة الدفترية للأصول. سوف يتم لأغراض تحليل الحساسية بدلاله

واعادة اختبار فروض الدراسة الرئيسية عليها (الفرض الأول H1، والفرض الثاني

العائد على الاصول = صافي الدخل أو المنفعة التشغيلية قبل الاستهلاك والمخصصات / إجمالي الأصول

(H2). وذلك على النحو التالي:

٦-٢-١-١٠ نتائج اختبار الفرض الأول في ظل تحليل الحساسية Sensitivity Analysis

فيما يتعلق باختبار الفرض الأول (H1) والذي استهدف اختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة في البورصة؛ وتم الإعتماد على نموذج الانحدار رقم (٥) على النحو التالي

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ind. B_{it} + \beta_2 Dual_{it} + \beta_3 Own. Conc_{it} + \beta_4 Market. Comp_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 AGR_{it} + \beta_8 SGR_{it} + \epsilon_{it}$$

وفيما يلي مقارنة بين نتائج اختبار الفرض الأول في ظل التحليل الاساسي وتحليل

الحساسية من خلال الجدول رقم (٦) وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار العلاقات محل الفرض الأول في ظل التحليل

الأساسي وتحليل الحساسية

Model	(٥) في ظل تحليل الحساسية			(٦) في ظل التحليل الأساسي		
	β	sig	VIF	β	sig.	VIF
Constant	0.093	0.303	--	-1.781	0.226	--
Ind. B _{it}	-0.177	.000	1.013	2.224	0.005	1.016
Dual _{it}	-0.003	0.858	1.101	-.650	.041	1.056
Own. Conc _{it}	0.036	0.264	1.136	1.527	.002	1.034
Market. Comp _{it}	0.149	0.000	1.186	3.179	.000	1.079
Lev _{it}	-0.027	.000	1.053	.621	.000	1.048
SIZE	0.10	0.125	1.184	.022	0.527	1.073
AGR	0.014	.026	1.117	.063	0.080	1.028
SGR	0.001-	.096	1.068	.004-	0.910	1.022
N	668			668		
R ²	0.127			.184		
adj. R ²	.116			0.174		
F-statistics	11.834			18.424		
Model Sig	.000			0.000		
نتيجة اختبار الفرض	قبول الفرض جزئياً			قبول الفرض		

وبتحليل النتائج الواردة بالجدول رقم (٦) يتضح صلاحية ومعنوية النموذج حيث حيث مازالت قيمة P_Value عند مستوى المعنوية المقبول وهو أقل من ٥% وبالتالي فالنموذج صالح لاختبار أثرآليات حوكمة الشركات متمثلة في (إستقلال مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي، وتركز هيكل الملكية، ودرجة المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض) علي الأداء المالي للشركات غير المالية بالبورصة المصرية بعد إدخال المتغيرات الرقابية متمثلة في (حجم الشركة، ومعدل نمو الأصول، ومعدل نمو المبيعات).

فضلاً عن إنخفاض القوة التفسيرية للنموذج فقد أصبحت (0.116) بدلا من (0.147) مما يعني إنخفاض المقدرة التفسيرية للنموذج في ظل تحليل الحساسية عن التحليل الأساسي، ويتحليل معاملات نماذج الإنحدار، ويتضح أن المتغير المستقل المتمثل في إستقلال مجلس الإدارة كان لها تأثير معنوي علي الأداء المالي للشركات في التحليل الأساسي حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.005) وهذا التأثير موجب (2.224) ولكن في ظل تحليل الحساسية إتضح أن إستقلال مجلس الإدارة كان لها تأثير معنوي علي الأداء المالي للشركات حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.000) ولكن هذا التأثير سالب (-0.177).

كما إتضح المتغير المستقل المتمثل في إزدواجية دور المدير التنفيذي كان لها تأثير معنوي علي الأداء المالي للشركات في التحليل الأساسي حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.041) وهذا التأثير سالب (-0.650) ولكن في ظل تحليل الحساسية إتضح أن إزدواجية دور المدير التنفيذي كان لها تأثيرغير معنوي علي الأداء المالي للشركات حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.858) ولكن هذا التأثير سالب (-0.003)، كما إتضح المتغير المستقل المتمثل في تركز هيكل الملكية كان لها تأثير معنوي علي الأداء المالي للشركات في التحليل الأساسي حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.002) وهذا التأثير موجب (1.527) ولكن في ظل تحليل الحساسية إتضح أن تركز هيكل الملكية كان لها تأثيرغير معنوي علي الأداء المالي للشركات حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.264) وظل هذا التأثير موجب (0.036).

أما فيما يتعلق بالمتغير ودرجة المنافسة في سوق المنتجات كان لها تأثير معنوي علي الأداء المالي للشركات في التحليل الأساسي حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.000) وهذا التأثير موجب (3.179) وظل كذلك في تحليل الحساسية التأثير معنوي علي الأداء المالي

للشركات حيث القيمة الإحصائية (Sig) لها بلغت (0.000) وكما ظل هذا التأثير موجب أيضاً (0.149) وأخيراً فيما يتعلق بالمتغير المستقل المتمثل في التمويل بالإقتراض كان لها تأثير معنوي على الأداء المالي للشركات في التحليل الأساسي حيث القيمة الإحصائية (Sig) لها بلغت (0.000) وهذا التأثير موجب (0.621) وظل كذلك في تحليل الحساسية التأثير معنوي على الأداء المالي للشركات حيث القيمة الإحصائية (Sig) لها بلغت (0.000) ولكن هذا التأثير سالب (-0.027).

وبالتالي يرى الباحث أن تأثير آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية تختلف باختلاف طريقة قياس الأداء المالي للشركة.

٦-٢-١٠-٢ نتائج اختبار الفرض الثاني في ظل تحليل الحساسية

فيما يتعلق باختبار الفرض الثاني (H2) والذي استهدف اختبار أثر الثقة الإدارية المفرطة على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (إستقلال مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي، وتركز هيكل الملكية، ودرجة المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض) على الأداء المالي للشركات غير المالية بالبورصة المصرية بعد إدخال المتغيرات الرقابية متمثلة في (حجم الشركة، ومعدل نمو الأصول، ومعدل نمو المبيعات)؛ وتم الإعتماد على نموذج الإنحدار رقم (٦) على النحو التالي:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IndB_{it} + \beta_2 Dual_{it} + \beta_3 Own. Conc_{it} + \beta_4 Market. Comp_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 M. O. Conf_{it} + \beta_7 IndB_{it} * M. O. Conf_{it} + \beta_8 Dual_{it} * M. O. Conf_{it} + \beta_9 Own. Conc_{it} * M. O. Conf_{it} + \beta_{10} Market. Comp_{it} * M. O. Conf_{it} + \beta_{11} Lev_{it} * M. O. Conf_{it} + \beta_{12} SIZE_{it} + \beta_{13} AGR_{it} + \beta_{14} SGR_{it} XZ + \epsilon_{it}$$

وفيما يلي مقارنة بين نتائج تشغيل نموذج الانحدار في ظل التحليل الاساسي وتحليل

الحساسية. على النحو التالي

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار العلاقات محل الفرض الثاني في ظل التحليل الأساسي وتحليل الحساسية الإضافي

Model	في ظل تحليل الحساسية			في ظل التحليل الإضافي		
	β	sig	VIF	β	sig.	VIF
Constant	.156	0.101	--	-3.587	0.056	--
Ind. B _{it}	.179-	0.000	1.014	2.280	0.004	1.014
Dual _{it}	-.001	.960	1.105	-.590	.035	1.105
Own. Conc _{it}	.050	.123	1.185	1.606	.013	1.085
Market. Comp _{it}	.147	.000	1.189	3.123	.000	1.089
Lev _{it}	.025-	.000	1.180	.621	.000	1.080
M. O. Conf _{it}	0.087-	.037	1.192	2.224	.009	1.092
IndB _{it} * M. O. Conf _{it}	.295-	.000	1.054	2.993	.008	1.092
Dual _{it} * M. O. Conf _{it}	.010-	.614	1.291	-.921-	.017	1.017
Own. Conc _{it} * M. O. Conf _{it}	0.046	.144	1.080	1.721	.005	1.070
Market. Comp _{it} * M. O. Conf _{it}	.246	.000	1.134	5.830	.000	1.079
Lev _{it} * M. O. Conf _{it}	.037-	.000	1.132	.744	.000	1.092
SIZE	0.016-	.087	1.092	.035	.388	1.092
AGR	0.031	.025	1.017	.526	.078	1.017
SGR	.001-	.116	1.070	.005-	.653	1.070
N	668			668		
R ²	.179			.225		
adj. R ²	0.168			0.216		
F-statistics	15.833			23.722		
Model Sig	0.000			0.000		

وبتحليل النتائج الواردة بالجدول رقم (٧) يتضح صلاحية ومعنوية النموذج حيث حيث مازالت قيمة P_Value عند مستوى المعنوية المقبول وهو أقل من ٥% وبالتالي فالنموذج صالح لاختبار أثر الثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في إستقلال مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي، وتركز هيكل الملكية، ودرجة المنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض علي الأداء المالي للشركات بعد إدخال المتغيرات الرقابية متمثلة في (حجم الشركة، ومعدل نمو الأصول، ومعدل نمو المبيعات).

فضلاً عن انخفاض القوة التفسيرية للنموذج فقد أصبحت (0.168) بدلا من (0.216) مما يعني إنخفاض المقدر التفسيرية للنموذج في ظل تحليل الحساسية عن التحليل الإضافي، وتحليل معاملات نماذج الإنحدار ، ويتضح أن المتغير المستقل إستقلال مجلس الإدارة كان له تأثير معنوي موجب على الأداء المالي للشركات في التحليل الأساسي حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.004)، (2.280) ولكن في ظل تحليل الحساسية أصبح لإستقلال مجلس الإدارة تأثير معنوي سلبى على الأداء المالي للشركات حيث القيمة الإحتمالية (Sig) لها بلغت (0.000)، (-0.179).

كما إتضح أن لإزدواجية دور المدير التنفيذى تأثير معنوى سالب على الأداء المالي للشركات في ظل التحليل الأساسي ولكن فى تحليل الحساسية ظل تأثير إزدواجية دور المدير التنفيذى على الأداء المالي للشركات سالب ولكن أصبح هذا التأثير غير معنوى.

واتضح أن هناك تأثير معنوى موجب لتركز هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات في ظل التحليل الإضافي وظل كذلك التأثير موجب لتركز هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات في تحليل الحساسية ولكن هذا التأثير أصبح غير معنوى.

أما فيما يتعلق بمتغير درجة المنافسة وعلاقته بالأداء المالي للشركات فلا يوجد اختلاف في التحليل الإضافي عن تحليل الحساسية حيث أن هناك تأثير معنوى موجب لدرجة المنافسة على الأداء المالي للشركات سواء في التحليل الإضافي أو تحليل الحساسية.

وأخيراً فيما يتعلق بمتغير التمويل بالإقتراض فكان هناك تأثير معنوى موجب للتمويل بالإقتراض على الأداء المالي للشركات ولكن في ظل تحليل الحساسية فإن تأثير التمويل بالإقتراض على الأداء المالي للشركات أصبح تأثير معنوى سالب.

ولكن إتضح وجود علاقة معنوية (0.037) وسلبية (-0.087) للمتغير المعدل الخاص بالثقة الإدارية المفروطة على الأداء المالي للشركات في ظل تحليل الحساسية بعد أن كانت العلاقة معنوية (0.009) وإيجابية (2.224) للثقة الإدارية المفروطة على الأداء المالي للشركات ظل التحليل الإضافي.

وبالتالى يري الباحث أن تأثير الثقة الإدارية المفروطة على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية تختلف بإختلاف طريقة قياس الأداء المالي للشركات.

٣/٦ نتائج البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

استهدف البحث دراسة واختبار أثر آليات حوكمة الشركات (استقلال مجلس الإدارة، وازدواجية دور المدير التنفيذي، وتركز هيكل الملكية، والمنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض) علي الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وكذلك اختبار أثر الثقة الإدارية المفترضة كمتغير معدل للعلاقة محل البحث، وذلك من خلال الإعتماد علي دراسة تطبيقية علي عينة مكونة من (١٠٠) شركة بإجمالي ٦٦٨ مشاهدة خلال الفترة من ٢٠١٦ وحتى ٢٠٢٠. وخلص الباحث إلي وجود علاقة معنوية إيجابية بين إستقلال مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات بمعنى أن وجود مديرين مستقلين داخل مجلس الإدارة يساعد علي تحسين الأداء المالي للشركة وبالتالي تحسين ربحية الشركة.

كما توصلت الدراسة إلي وجود علاقة معنوية سلبية بين إزدواجية دور المدير التنفيذي والأداء المالي للشركة بمعنى أنه إذا كان رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب شخص واحد يمكن أن يؤثر ذلك سلبًا علي الأداء المالي للشركة.

كما خلصت الدراسة إلي أن تركز هيكل الملكية والمنافسة في سوق المنتجات والتمويل بالإقتراض لهم تأثير معنوي موجب علي أداء الشركات

وعلي الجانب الآخر توصلت الدراسة إلي وجود علاقة معنوية موجبة للثقة الإدارية المفترضة علي أداء الشركات ويمكن أن يرجع ذلك إلي أن زيادة ثقة المديرين في قدراتهم تجعلهم أكثر قدرة علي تحمل المخاطر والإستفادة القصوى من الفرص الإستثمارية المتاحة عكس المديرين الآخرين يمكن أن يكون لديهم تحفظ أكثر عند الإستفادة من الفرص الإستثمارية المتاحة لديهم.

كما أظهرت نتائج التحليل الاحصائي وجود تأثير معنوي إيجابي للثقة للإدارة المفترضة علي العلاقة بين الأداء المالي للشركات وكل من استقلال مجلس الإدارة، وتركز هيكل الملكية، والمنافسة في سوق المنتجات، والتمويل بالإقتراض. وعلي الجانب الآخر توصلت الدراسة إلي وجود تأثير معنوي سلبى للثقة الإدارية المفترضة علي العلاقة بين الأداء المالي للشركات وازدواجية دور المدير التنفيذي.

وفي ظل التحليل الإضافي تم تدعيم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي، ولكن عند إجراء تحليل الحساسية من خلال تغيير طريقة قياس المتغير التابع المتمثل

في الأداء المالي للشركات، تم دعم وجود علاقة إيجابية للمنافسة في سوق المنتجات والأداء المالي للشركات، كما أوضحت إلي وجود علاقة إيجابية بين تركيز هيكل الملكية والأداء المالي للشركات ولكن تلك العلاقة غير معنوية، كما توصلت إلي وجود علاقة سلبية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي والأداء المالي للشركات ولكن أيضاً تلك علاقة غير معنوية. وعلي النقيض في تحليل الحساسية عن التحليل الأساسي توصلت الدراسة إلي وجود علاقة معنوية سلبية بين استقلال مجلس الإدارة والتمويل بالإقتراض على الأداء المالي للشركات ، وعلي عكس التحليل الأساسي قد توصلت الدراسة في تحليل الحساسية إلي وجود علاقة سلبية معنوية للثقة الإدارية المفترضة على الأداء المالي للشركة. كما أشارت النتائج الإحصائية لتحليل الحساسية إلي وجود تأثير إيجابي معنوي للثقة الإدارية المفترضة على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتجات والأداء المالي للشركات، كما توصلت إلي وجود تأثير سلب معنوي للثقة الإدارية المفترضة على العلاقة بين كل من استقلال مجلس الإدارة والتمويل بالإقتراض على الأداء المالي للشركات، وعلي الجانب الأخر توصلت الدراسة في تحليل الحساسية إلي عدم وجود تأثير معنوي للثقة الإدارية المفترضة على العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وتركز هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

في ضوء طبيعة ما انتهى إليه البحث من نتائج، وفي ضوء حدوده يُوصى

الباحث بما يلي:

- متابعة الهيئة العامة لسوق المال الاصدارات المهنية لتفعيل دور هيكل الملكية في حوكمة الشركات، والإهتمام باستقلال مجلس الإدارة ، مما يخفض من مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة مما ينعكس علي تحسين أداء الشركات.
- الإهتمام بالتطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات للحد من صراعات الوكالة، وتحسين جودة المعلومات المحاسبية مما ينعكس إيجابياً علي تحسين الأداء المالي للشركة.
- ضرورة إهتمام الحكومة والجهات المعنية بالإستثمار بتطوير وتنمية قدرات ومهارات المديرين في الشركات المصرية بصورة مستمرة، إلي جانب محاولة مساعدتهم علي التغلب علي تحيزاتهم السلوكية أو المعرفية مثل التفاؤل أو التشائم أو الإفراط في الثقة من خلال وجود آليات حوكمة جيدة تضمن وجود استقلال في مجلس الإدارة وعدم وجود ازدواجية لدور

- المدير التنفيذي وذلك للحد من حرية التصرف الإداري للمديرين التنفيذيين مفراطي الثقة وممارستهم الإنتهازية.
- ضرورة قيام مجالس الإدارة في الشركات المصرية بمحاولة إستقطاب المديرين التنفيذيين ذوى القدرات الإدارية المرتفعة من خلال تبني آليات مناسبة لتعيينهم وترقيتهم وتحديد مرتباتهم وحوافزهم ومكافأاتهم بما يضمن إستغلال قدرتهم الإدارية في تحسين أنشطة وأداء شركاتهم.
- وأخيراً فيما يتعلق بمجالات البحث المقترحة، فإن الباحث يقترح المجالات البحثية التالية:**
- أثر الثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين الإستثمار في البحوث والتطوير والأداء المستقبلي للشركات.
- أثر الثقة الإدارية المفرطة علي العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي وممارسات إدارة الأرباح.
- أثر الثقة الإدارية المفرطة علي قيمة الاحتفاظ بالنقدية.
- أثر آليات حوكمة الشركات علي العلاقة بين الثقة الإدارية المفرطة واتخاذ القرارات.
- أثر الثقة الإدارية المفرطة علي علاقة حوكمة تكنولوجيا المعلومات بالأداء المستدام للشركات.
- أثر الثقة الإدارية المفرطة علي جودة الإفصاح المحاسبي عن الأصول الرقمية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الحوشى، محمد محمود. ٢٠٢٠. العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ومستوى الإفصاح عن القطاعات التشغيلية فى ظل التأثير المعدل لتركز القطاع - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الأسكندرية، المقالة ١١، المجلد ٤، العدد ١، ١٥٧-٢٢٦.
- الدليل المصرى لحوكمة الشركات. ٢٠١٦. *مركز المديرين المصرى*، أغسطس، ١-٤٩.
- خليل، على محمود مصطفى؛ إبراهيم، منى مغربى محمد. ٢٠١٤. اثر انماط هياكل الملكية وخصائص مجلس الادارة على جودة التقرير المالي عبر الانترنت بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، المقالة ١٧، المجلد ٣٤، العدد ١، ٣٠٦-٣٥١.

- عاشور عبدالله زلط، ع. (٢٠٢١). دراسة العلاقة بين الثقة الإدارية المفرطة وسياسات توزيع الأرباح كمرتكز للتنبؤ بمخاطر الفشل المالي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، ٢ (العدد الثاني-الجزء الثاني)، ١٨٣-٢٤٢.
- محمود سليمان محمد، د. م.، د/محمد، بغدادي أحمد بغدادي، & د/أحمد. (٢٠١٩). أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين الثقة الإدارية المفرطة والسلوك غير المتماثل للتكلفة (دراسة إختبارية). *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية*، ٨ (٣)، ١٤١-٢١٢.
- عبد الرحيم، & أسماء إبراهيم. (٢٠٢٠). أثر الملكية الإدارية و الثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية فى الشركات المساهمة المصرية-دراسة إختبارية على الشركات المسجلة فى البورصة المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، ٤ (١)، ٢٤٧-٢٩٠.
- عبد العال، & محمود موسى. (٢٠٢١). العلاقة بين القدرة الإدارية والثقة الإدارية المفرطة وتعديل رأى مراقب الحسابات بشأن الإستمرارية الدور الوسيط للتعثر المالي. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، ٥ (٢)، ٢٠٨-٢٧٠.
- مباركى، نزيهة. ٢٠١٨. أثر خصائص مجلس الإدارة على الأداء المالي في المؤسسة دراسة حالة: عينة من المؤسسات الفرنسية القيدة بمؤشر (CAC40). *رسالة ماجستير منشوره*، جامعة أم البواقي.
- محمد، & عمرو محمد خميس. (٢٠٢١). دراسة وإختبار أثر مشاركة الإثاث بمجالس إدارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على العلاقة بين القدرة الإدارية والثقة المفرطة للمدير التنفيذي وممارسات التجنب الضريبي. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، ٥ (١)، ١٢٩٥-١٣٦٦.
- محمود، عبد الحميد العيسوي؛ الطحان، إبراهيم محمد. ٢٠٢٠. أثر خصائص مجلس الإدارة في ضوء قواعد الدليل المصري لحوكمة الشركات ٢٠١٦ على مستوى التحفظ المحاسبي. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المقالة ٦، المجلد ٢٤، العدد ٢، ٢٦٠-٣٢٧.

ثانياً المراجع الأجنبية

- Adam, T.R., Fern&o, C.S. & Golubeva, E. (2015), “Managerial overconfidence & corporate risk management”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 60, pp. 195-208
- Aggarwal R, Erel I, Ferreira M, Matos P (2011) Does governance travel around the world? Evidence from Institutional Investors. *International Journal of Economics & Financial* 100(1):154–181
- Ahmadi, Y., Banimahd, B., Talebnia, G., & Pourzamani, Z. (2020). The Effect of Earnings Management on the Relationship between Earnings Forecast Error & Earning Persistence: Test of Management Overconfidence Theory. *International Journal of Finance & Managerial Accounting*, 5(19), 99-115
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence & accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 51(1), 1-30.
- Allen F, Gale D (2000) Corporate governance & competition. In: Vives X (ed) Corporate Governance: theoretical & Empirical Perspectives. **Cambridge University Press**, Cambridge, U.K
- Asadia, A., Oladia, M., & Aghela, M. G. (2021). Evaluation of Managerial Overconfidence, Cash Holding, & Investment Efficiency in Companies. *Journal of Mathematics*, 2021.
- Asadia, A., Oladia, M., & Aghela, M. G. (2021). Evaluation of Managerial Overconfidence, Cash Holding, & Investment Efficiency in Companies. *Journal of Mathematics*, 2021.
- Barako, Izan (2006). Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies, *CORPORATE GOVERNANCE*, Volume 14 Number 2 March 2006.
- Ben Barka H, Legendre F (2017) Efect of the board of directors & the audit committee on frm performance: a panel data analysis. *Journal of Management Governance* 21(3):737–755
- Boone AL, Casares - Foedld L, Karpoff JM, Raheja CG (2007) The determinantsof corporate board size & composition: An empirical analysis. *Journal of accounting research* 85(2007):66–101
- Bouwman, C.H. (2014), “Managerial optimism & earnings smoothing”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 41, pp. 283-303.

- Boyd BK (1995) CEO duality & firm performance: a contingency model. *Strateg Manag Journal* 16(4):301-312
- Brown R, Sarma N (2007) CEO overconfidence, CEO dominance & corporate acquisitions. *International Journal of Economics & Financial* 59(5):358-379
- Chen A, Lu SH (2015). The effect of managerial overconfidence on the market timing ability & post-buy back performance of open market repurchases. North Am *International Journal of Economics & Financial* 33:234-251
- Chen CH, Al-Najjar B (2012) The determinants of board size & independence: evidence from China. *Int Bus Rev* 21(5):831-846
- Cho D, Kim J (2007) Outside directors, ownership structure & firm profitability in Korea: *corporate governance*. *Int Rev* 15(2):239-250.
- Chou J, Lilian N, Valeriy S, Qinghai W (2010) Product Market Competition & Corporate Governance. *International Journal of Economics & Financial* 1(2):114-130
- Daily CM, Dalton DR, Cannella AA (2003) Corporate governance: decades of dialogue & data. *International Journal of Economics & Financial* 28(3):371-382
- Dharmastuti, & Wahyudi (2013). The Effectivity of Internal & External Corporate Governance Mechanisms Towards Corporate Performance. *Research Journal of Finance & Accounting*, ISSN 2222-1697, Vol.4, No.4.
- Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015). Managerial overconfidence & audit fees. *Journal of contemporary accounting & Economics*, 11(2), 148-165
- filatotchev I, Nakajima C (2010) Internal & external corporate governance: an interface between an organization & its environment. *Br International Journal of Economics & Financial* 21:591-606
- García-Sánchez IM, Martínez-Ferrero J (2017) Independent directors & CSR disclosures: the moderating effects of proprietary costs. *Corporate Soc Responsib Res* 18(3):311-339
- Gerayli, M. S., Abdoli, M., Valiyan, H., & Damav&i, A. (2021). Managerial overconfidence & internal control weaknesses: evidence from Iranian firms. *Accounting Research Journal*.
- Gillan SL (2006) Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of accounting research* 12(3):381-402

- Guluma, T. F. (2021). The impact of corporate governance measures on firm performance: the influences of managerial overconfidence. *Future Business Journal*, 7(1), 1-18.
- Hasani Alghar, M. (2016), "An investigation into the relationship between the managerial overconfidence & using industry specialist auditor in the firms listed in Tehran stock exchange", *A Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, Vol. 2 No. 4, pp. 71-88, Winter, available at: http://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1253_en.html
- Hasani Alghar, M. (2016), "An investigation into the relationship between the managerial overconfidence & using industry specialist auditor in the firms listed in Tehran stock exchange", *A Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, Vol. 2 No. 4, pp. 71-88, Winter, available at: http://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1253_en.htm
- Holtz, L., & Sarlo Neto, A. (2014). Effects of board of directors' characteristics on the quality of accounting information in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(66), 255-266.
- Hsieh, T.S., Bedard, J.C. & Johnstone, K.M. (2014), "CEO overconfidence & earnings management during shifting regulatory regimes", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 41 Nos 9/10, pp. 1243-1268.
- Hur, K. S., Kim, D. H., & Cheung, J. H. (2019). Managerial overconfidence & cost behavior of R&D expenditures. *Sustainability*, 11(18), 4878
- Hwang, K., Cha, M. & Yeo, Y. (2015), "Does managerial overconfidence influence on financial reporting? The relationship between overinvestment & conditional conservatism", *Review of Integrative Business & Economics Research*, Vol. 4 No. 1, p. 273.
- Ibrahim H, Samad FA (2012) Corporate governance mechanisms & performance of public-listed family-ownership in Malaysia. *International Journal of Economics & Financial* 3(1):105-118
- Khajavi S, Dehghani G (2016) Board Characteristics & Managerial Overconfidence in an Emerging Market: *International Journal of Economics & Financial*. Issues 6(2):529-537
- Kim HA, Choi SU, Choi W (2019) Managerial overconfidence & firm profitability, Asia-Pacific. *International Journal of Economics & Financial*. <https://doi.org/10.1080/16081625.2019.1673190>.

- Koke J, Renneboog L (2005) Do corporate control & product market competition lead to stronger productivity? Evidence from marketoriented & block holder-based governance regime. *J Law Econom* 48(2):475–516
- Kumar P, Zattoni A (2018) Corporate governance, firm performance, & managerial incentives: corporate governance. *Int Rev* 26(4):236–237 .
- Kwon, G. J. (2018). The Value Relevance of Accounting Information: Focusing on Us & China. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, 22(6), 1-11.
- Li K, Lu L, Mittoo UR, Zhang Z (2015) Board independence, ownership concentration & corporate performance-Chinese evidence. *International Journal of Economics & Financial* 41:162–175
- Lina C, MabDongwei YS (2009) Corporate governance & firm efficiency: evidence from china's publicly listed firms: *Journal of accounting research* 30:193–209
- Liu L, Qu W, Haman J (2018) Product market competition, state-ownership, corporate governance & firm performance. *Asian Review Accounting* 26(1):62–83
- Liu Y, Miletkov MK, Wei Z, Yang T (2015) Board independence & firm performance in China. *Journal of Corporate Finance* 30(2):223–244
- Lynall MD, Goden BR, Hillman AJ (2003) Board composition from adolescence to maturity: *Journal of accounting research*.
- Mahdi O, Mahdi M, Mohammad-Ali BV (2017) Corporate governance, productmarket competition, & firm performance: evidence from Iran. *Humanomics: Int J Syst Ethics* 33(1)38–55
- McDonald K, Westphal JD (2008) Demographic diversity in the boardroom: mediators of the board diversity-firm performance relationship. *Journal of Management Stud* 46:5
- Nguyen TTM, Evans E, Lu M (2017) Independent directors, ownership concentration & firm performance in listed companies: evidence from Vietnam. *Accounting Review* 29(2):204–226.
- Niu, T., & Zhao, X. (2021). Impacts of Managerial Overconfidence & Agency Costs on Cash Holdings Within Blockchain Firms. *IEEE Access*, 9, 141453-141466

- OECD (2004). Principle of Corporate governance; edited 2004, Retrieved from, [http:// www. oecd. org/ corpo rate/ ca/ corpo rateg overn ancep rinci ples/ 31557 724](http://www.oecd.org/corpo rate/ ca/ corpo rateg overn ancep rinci ples/ 31557 724).
- Pant M, Pattanayak M (2010) Corporate governance, competition & firm performance. *Journal of Emerg Market Finance* 9(3):347–381
- Park, C., & Kim, H. (2009). The effect of managerial overconfidence on leverage. *International Business & Economics Research Journal* (IBER), 8(12).
- Park, K. H., Byun, J., & Choi, P. M. S. (2020). Managerial overconfidence, corporate social responsibility activities, & financial constraints. *Journal of Accounting Advances*, 12(1), 61.
- Pourheidari, O., Rahmani, A. & Gholami, R. (2013), “The impact of real earnings management on investment behavior of companies listed on Tehran stock exchange”, *Journal of Accounting Advances*, Vol. 5 No. 1, pp. 55-85, Volume Issue Winter & Spring 2013, available at: http://jaa.shirazu.ac.ir/article_1653_en.html
- Report H (2003) Review of the role & efectiveness of non-executive directors. *The Department of Trade & Industry*, London
- Rihab, B. A., & Lotfi, B. J. (2016). Managerial overconfidence & debt decisions. *Journal of modern accounting & auditing*, 12(4), 225-241.
- Salehi, M., Tarighi, H. & Safdari, S. (2018), “The relation between corporate governance mechanisms, executive compensation & audit fees: evidence from Iran”, *Management Research Review*, Vol. 41 No. 8.
- Sami H, Wang J, Zhou H (2011) Corporate governance & operating performance of Chinese listed frms. *Journal of Advances Account Audit Tax* 20:106–114
- Shrestha, N. R. (2019). Overconfidence & Investment Decisions in Nepalese Stock Market. *PYC Nepal Journal of Management*, 12(1), 27-36.
- Tebourbi, I., Ting, I. W. K., Le, H. T. M., & Kweh, Q. L. (2020). R&D Investment & future firm performance: The role of managerial overconfidence & government ownership. *Managerial & Decision Economics*, 41(7), 1269-1281.
- Tian L, Estin S (2007) Debt financing, soft budget constraints, & government Ownership Evidence from China. *Econ Transit* 15

- Ting, I. W. K., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention & corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*
- Uribe-Bohorquez MV, Martínez-Ferrero J, García-Sánchez IM (2018) Board independence & firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Resersh* 88:28–43
- Vicente-Lorente JD (2001) Specificity & opacity as resource-based determinants of capital structure: evidence for Spanish manufacturing firms. *Strateg Management Journal* 22(2):157–177
- Vitolla, F., Raimo, N., Rubino, M. & Garzoni, A. (2020), “The determinants of integrated reporting quality in financial institutions”, *Corporate Governance*, Vol. 20 No. 3, pp. 429-444, doi: 10.1108/CG-07-2019-0202.
- Wu S, Cui H (2002) Consequences of the concentrated ownership structure *in* Main& China—Evidence of Year 2000. *Working paper*, City University of Hong Kong.
- Zaludin, Z., Sarita, B., Syaifuddin, D. T., & Sujono, S. (2021). The effects of managerial overconfidence & corporate governance on investment decisions: An empirical study from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics & Business*, 8(10), 361-371.
- Zaludin, Z., SARITA, B., SYAIFUDDIN, D. T., & SUJONO, S. (2021). The effects of managerial overconfidence & corporate governance on investment decisions: An empirical study from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics & Business*, 8(10), 361-371.
- Zavertiaeva MA, López- Iturriaga JF, Kuminova V (2018) Better innovators or more innovators? Managerial overconfidence & corporate R&D: *Manage Decis Econ* 39(4):447–461