

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منشآت الأعمال - دراسة تطبيقية

The Impact of Managerial Entrenchment and Stock Price Crash Risks on the Firms' Value - An Empirical Study

د. رعدة حسن عبد الحفيظ محمد
مدرس محاسبة بشعبة إدارة الأعمال
الأكاديمية الدولية للهندسة وعلوم
الاعلام

د. محمد حسين عبد الرازق محمد
مدرس إدارة بشعبة إدارة الأعمال
الأكاديمية الدولية للهندسة وعلوم
الاعلام

د. ناهد سعد أحمد سيد العدوي
مدرس محاسبة بشعبة إدارة الأعمال
الأكاديمية الدولية للهندسة وعلوم
الاعلام

ملخص الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى إختبار تأثير كل من آليات التحصين الإداري وآليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منشآت الأعمال، وذلك من خلال التحليل الكمي لأسعار الأسهم العادية لعينة من الشركات غير المالية مسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية EGX 50 خلال الفترة (٢٠١٨-٢٠٢٢). وقد تم إستخدام ثلاثة مقاييس مختلفة لمخاطر إنهيار أسعار الأسهم (معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم NCSKEW، متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى DUVOL، متغير عوائد سوق الأوراق المالية الاجمالية AGG) . في حين تم إستخدام أربعة مؤشرات كآليات لقياس التحصين الإداري (إستقلالية مجلس الإدارة، فترة بقاء المدير التنفيذي، إزدواجية دور المدير التنفيذي، هيكل الملكية الإدارية)، بالإضافة إلى أنه تم الاعتماد على ثلاثة مقاييس مختلفة لقياس قيمة المنشأة (Tobins' Q، معدل العائد على الاصول، معدل العائد على حقوق الملكية).

وقد أعتمد التحليل الإحصائي للبيانات على نماذج إندجار البيانات المقطعية الطولية (Panel Regression Models) وهي مزيج من البيانات القطاعية لعينة الشركات محل الدراسة وبيانات السلاسل الزمنية لمدة خمس سنوات. وأسفرت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة معنوية بين متغيرات آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة محل الاختبار . وذلك نسبة لعينة وفترة الدراسة، علي الرغم من قدرة مقياس

Tobin's Q في تفسير مؤشرات التحصين الإداري لقيمة المنشأة المقاسة من خلاله الذي نتج عنه أعلى معامل تحديد يقدر بحوالي ٠,٦١. وكذلك تم إختبار العلاقة بين آليات مخاطر إنهيار أسعار الاسهم ومقاييس قيمة المنشأة ، حيث أسفرت نتائج الإختبار على قبول الفرض العدمي ، على الرغم من قدرة مقياس Tobin's Q في تفسير مؤشرات مخاطر إنهيار أسعار الاسهم لقيمة المنشأة المقاسة من خلاله الذي نتج عنه أيضاً أعلى معامل تحديد يقدر بحوالي ٠,٥٨.

وكذلك تم إختبار العلاقة بين متغيرات آليات التحصين الإداري ومؤشرات مخاطر إنهيار أسعار الاسهم ، وأسفرت النتائج على قبول الفرض العدمي، وذلك لأن القيم لم تكن معنوية مع المؤشرات الثلاثة لمخاطر إنهيار أسعار الاسهم ، مع معاملات متقاربة بقيمة ٠,١٥.

وتتمثل الإضافة العلمية لهذه الدراسة في إختبار تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المنشأة في ظل مخاطر إنهيار أسعار الأسهم، حيث لم تختبر الدراسات السابقة هذا التأثير سواء في البيئة المصرية أو دول الشرق الاوسط.

الكلمات الافتتاحية: آليات التحصين الإداري، قيمة المنشأة، مخاطر إنهيار أسعار الأسهم، بورصة الأوراق المصرية، EGX 50.

Abstract:

This study aims to test the impact of both the managerial entrenchment mechanisms and the stock market crash risk mechanisms on the firm's value.

This done through a quantitative analysis of the common stock prices of a sample of non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange (EGX 50) during the period (2018-2022).

Three different measures of the stock market crash risks used: negative skewness of weekly abnormal stock returns

(NCSKEW), Down-to-up volatility of stock prices (DUVOL), and Aggregate stock market returns (AGG).

Four indicators used as measures of the managerial entrenchment mechanisms: board independence, CEO tenure, CEO duality, and Managerial ownership structure.

In addition, three different measures used to measure the firm's value: Tobin's Q, Return on assets (ROA), and Return on equity (ROE)

The statistical analysis of the data based on panel regression models, which are a combination of cross-sectional data for the sample of companies under study and time series data for five years.

The results of the study showed no significant relationship between the variables of the managerial entrenchment mechanisms and the firm's value under test. This is due to the sample and study period, despite the ability of the Tobin's Q measure to explain the managerial entrenchment indicators of the firm's value measured through it, which resulted in the highest coefficient of determination of about 0.61.

The relationship between the stock market crash risk mechanisms and the firm's value measures was also tested. The test results showed that the null hypothesis accepted, despite the ability of the Tobin's Q measure to explain the stock market crash risk indicators of the firm's value measured through it, which also resulted in the highest coefficient of determination of about 0.58.

The relationship between the variables of the managerial entrenchment mechanisms and the stock market crash risk indicators was also tested. The results showed that the null hypothesis accepted, since the values were not significant with the three the stock market crash risk indicators, with close coefficients of 0.15.

The scientific contribution of this study lies in testing the impact of the managerial entrenchment mechanisms on the firm's value in the face of the stock market crash risks. Previous studies have not tested this impact, whether in the Egyptian environment or in the Middle East countries.

Keywords: Managerial Entranchment Mechanisms, Stock Market Carsh Risks, the firm's value.

١ - مقدمة:

تشير نظرية الوكالة إلى أن المنشأة هي حلقة الوصل بين الملاك والمديرين، حيث تركز على تضارب المصالح المحتملة الناشئة عن عدم تماثل المعلومات بين طرفي العقد، تترتب على هذه العلاقة نوعان من مشاكل الوكالة، يتمثل النوع الأول: في تضارب المصالح بين الملاك والمديرين، والذي يتطلب توافر آلية للمواءمة بين مصالح الطرفين، في حين يركز النوع الثاني: على تضارب المصالح بين الملاك والأقلية من المساهمين، والذي يحدث عندما يتم وضع الملكية والرقابة تحت تصرف بعض كبار الملاك.

ووفقاً لفرضية التحصين الإداري، فإن المديرين يسعون لإيجاد طرق وأساليب مختلفة لحماية مصالحهم الخاصة، وضمان سيطرتهم على المنشأة من خلال إمتلاك عدد كبير من الأسهم علاوة على ذلك، فقد يرغب المديرون في زيادة سيطرتهم بما

يحقق لهم الأمان داخل المنشأة والاحتفاظ بمناصبهم. كما يعمل هؤلاء المديرون على إيجاد وسائل وسبل لتجنب المساءلة من قبل الأطراف الداخلية والخارجية وبالتالي يمكن أن يؤثر ذلك على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم.

لهذا أصبحت مخاطر إنهيار أسعار الأسهم محور اهتمام المستثمرين والشركات والأكاديميين والمحليلين الماليين، خاصة بعد إنهيارات الشركات الكبرى في القرن الحادي والعشرين، مثل (Enron, Worlcom, Xerox)، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ التي تعرضت لها غالبية المؤسسات المالية والبنوك، وذلك بسبب تأثير هذه المخاطر على قيمة المنشأة، وبالتالي على قرارات المستثمرين والإدارة، ومدى تقييم هذه المخاطر. وقد أدى ذلك إلى تحليل أسعار الأسهم والتقلبات فيها، لتحديد مخاطر إنهيار أسعار الأسهم.

فالمقصود بمخاطر إنهيار أسعار الأسهم هي احتمال حدوث إنخفاض مفاجئ في سعر سهم الشركة، مما يؤدي إلى تدمير ثروة المساهمين، وتهديد استقرار السوق المالية، وتأثير ذلك على قدرة القطاع المالي على خدمة الاقتصاد الحقيقي، وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام والمستقر للدولة. كما يشير مفهوم مخاطر إنهيار أسعار الأسهم إلى أن القيم السلبية الكبيرة المتطرفة في توزيع عوائد سهم الشركة خلال فترة زمنية معينة هي أكثر احتمالاً من القيم الإيجابية الكبيرة المتطرفة Jin and (Myers,2006). لذلك، يجب على المستثمرين أن يكونوا على دراية بهذه المخاطر، وأن يتخذوا الخطوات اللازمة لتقليلها.

وفى هذا السياق، فقد توصلت الدراسات المتعلقة ببعض آليات التحصين الإداري وتأثيرها على قيمة المنشأة إلى نتائج متضاربة، وأيضاً قد توصلت بعض الدراسات المتعلقة بآليات التحصين الإداري وتأثيرها على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم إلى نتائج متضاربة أيضاً، لذلك تبدو الحاجة إلى فهم العوامل التي قد تؤثر على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وخاصة آليات التحصين الإداري مجتمعة، وتقييم أهمية هذه العوامل بالنسبة لقيمة المنشأة.

وبناءً على ما سبق يمكن طرح التساؤل التالي، هل تتأثر قيمة المنشأة باليات التحصين الإداري، وإلى أي مدى يختلف تأثير هذه الآليات على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم؟ وإلى أي مدى يسعى المديرين إلى الموازنة بين أهدافهم وأهداف المساهمين لتعظيم قيمة المنشأة في ظل آليات التحصين الإداري.

١/١ أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في اختبار تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة منشآت الأعمال في ظل مخاطر إنهيار أسعار الأسهم؛ ومن ثم يمكن توضيح أهداف الدراسة الفرعية فيما يلي:

١. معرفة أثر آليات التحصين الإداري على قيمة منشآت الأعمال المقيدة والمتداول أسهمها بالبورصة المصرية.
٢. معرفة أثر إستقلالية مجلس الإدارة كأحدى آليات التحصين الإداري على قيمة منشآت الأعمال المقيدة والمتداولة بالبورصة المصرية.
٣. معرفة أثر فترة بقاء المدير التنفيذي كأحدى آليات التحصين الإداري على قيمة منشآت الأعمال المقيدة والمتداولة بالبورصة المصرية.
٤. معرفة أثر ازدواجية دور المدير التنفيذي كأحدى آليات التحصين الإداري على قيمة منشآت الأعمال المقيدة والمتداولة بالبورصة المصرية.
٥. معرفة أثر نسبة هيكل الملكية الإدارية كأحدى آليات التحصين الإداري على قيمة منشآت الأعمال المقيدة والمتداولة بالبورصة المصرية.
٦. معرفة أثر آليات التحصين الإداري على آليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم لمنشآت الأعمال المقيدة والمتداول أسهمها بالبورصة المصرية.
٧. معرفة أثر آليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منشآت الأعمال المقيدة والمتداول أسهمها بالبورصة المصرية.

٢/١- أهمية الدراسة:

يُعد إختبار تأثير آليات التحصين الإداري على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة ذو أهمية على المستويين العلمي والعملی، وذلك على النحو التالي: على المستوى العلمي، فتنبع أهمية الدراسة فيما يلي:

١- على الرغم من كون التحصين الإداري إحدى مكونات حوكمة الشركات، إلا أنه لم يلق الاهتمام الكافي من جانب الدراسات السابقة، مما يُبرز أهمية الدراسة الحالية.

٢- تؤكد الدراسة الحالية على ضرورة تعميق الفهم لطبيعة آليات التحصين الإداري وإنعكاساتها على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة، وذلك على المستويين النظري والتطبيقي. وتأتي أهمية هذه الدراسة من التناقض والتضارب الواضح في نتائج الدراسات السابقة بشأن تحليل وتفسير الانعكاسات المحتملة لتلك الآليات على قيمة المنشأة والمتغيرات المتعلقة بها.

٣- تقدم الدراسة الحالية مساهمة علمية من خلال إختبار آليات التحصين الإداري في البيئة المصرية كأحد الأسواق الناشئة، مما يُعدّ إضافة في ظل ندرة الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع على مستوى تلك النوعية من الأسواق.

٤- عدم وجود دراسات أكاديمية - في حدود علم الباحثين - ربطت بشكل مباشر بين آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم في البيئة المصرية.

أما بالنسبة لأهمية الدراسة من الناحية العملية فيمكن إيجازها فيما يلي:

١- من المتوقع أن تساعد نتائج هذه الدراسة أصحاب المصالح على تحسين قراراتهم الاستثمارية من خلال فهمهم وتوجيه نظرهم تجاه الدور الايجابي أو السلبي لتأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المنشأة.

٢- من المتوقع أن تساعد نتائج هذه الدراسة المستثمرين الدوليين ومديري التمويل على إتخاذ قرارات استثمارية رشيدة من خلال فهمهم لكيفية تأثير آليات التحصين

الإداري على قيمة المنشأة ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم. وذلك من خلال تنوع محافظهم الاستثمارية وتقليل المخاطر.
٣- من المتوقع أن تكون نتائج هذه الدراسة مفيدة لكلاً من إدارة المنشأة والمستثمرين من خلال تقديمها إطاراً يساعد في تحديد تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المنشأة.

٣/١ منهج وأسلوب الدراسة:

١/٣/١ منهج الدراسة:

تتبنى الدراسة الحالية المنهج الاستنباطي، وهو أحد المناهج العلمية البحثية الذي يعتمد على إستنتاج الحقائق من خلال دراسة مشكلة علمية ناتجة عن فجوة معرفية. يستخدم هذا المنهج المنطق في الخطوات التي يتبعها، حيث يعتمد على الاصول العلمية المرتبطة بمتغيرات الدراسة، والتي تشمل مبادئ الفصل بين الملكية والإدارة، وما نتج عنه من ظهور نظرية الوكالة التي أدت إلى ظهور مشكلة التحصين الإداري بالإضافة إلى مدى تأثير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة المنشأة ومدى تماثل المعلومات بسوق تداول الأوراق المالية وصولاً إلى نظرية كفاءة الاسواق.
قد تم الاعتماد على المنهج المدخل الوصفي التحليلي، من خلال إستخدام البيانات الثانوية البيانات الواردة في التقارير المالية وغير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وقد تم معالجة البيانات بإستخدام الأساليب الكمية المناسبة، وذلك لتحديد مدى قبول أو رفض فروض الدراسة، وبناءً عليه التوصل إلى النتائج والتوصيات.

٢/٣/١ الأساليب الإحصائية:

قام الباحثون بتطبيق الاختبارات الإحصائية لتحليل البيانات المتعلقة بمشكلة الدراسة وذلك بإستخدام كلاً من:

- **الأساليب الإحصائية الوصفية Descriptive Statistics**: تُستخدم هذه الأساليب لوصف خصائص البيانات المستخدمة في التحليل، وذلك من خلال تحديد

التكرارات والنسب والوسط الحسابي والانحراف المعياري، حيث يساعد ذلك على تحديد مدى إستقرار وثبات السلاسل الزمنية محل التحليل.
- الأساليب الإحصائية الاستدلالية **Inferential Statistics** : تُستخدم هذه الأساليب لتحديد مدى صحة فروض الدراسة، وذلك من خلال تحديد مستويات الثقة والمعنوية لنتائج الاختبار، حيث تم استخدام التحليل المستعرض للبيانات كأساس لإختبار فروض الدراسة.

٤/١ حدود الدراسة:

يمكن توضيح حدود الدراسة على النحو التالي:

- **الحدود المكانية** : أقتصرت هذه الدراسة على منشآت الأعمال المصرية المقيدة بالبورصة المصرية ضمن مؤشر EGX50.
- **الحدود الزمنية** : اقتصرت الدراسة على البيانات المالية وغير المالية لعينة الشركات محل التحليل على مدار فترة زمنية قوامها خمس سنوات (٢٠١٨ إلى ٢٠٢٢).
- **الحدود الفنية**:

١- القطاعات التي تنتمي إليها منشآت الأعمال: تضمنت هذه الدراسة تحليل منشآت الأعمال المصرية غير المالية ولم تنطرق للمنشآت المالية لما لها من سمات خاصة بها قد تشوه نتائج الاختبارات الاحصائية.

٢- تتمثل مؤشرات آليات التحصين الإداري في: إستقلالية مجلس الإدارة، فترة بقاء المدير التنفيذي، ازدواجية دور المدير التنفيذي، هيكل الملكية الإدارية.

٣- تتمثل مؤشرات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم في: معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم **NCSKEW**، متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى **DUVOL**، متغير عوائد سوق الأوراق المالية الاجمالية **AGG**.

٤- تتمثل مؤشرات قيمة المنشأة في: Tobins' Q ، معدل العائد على الاصول، معدل العائد على حقوق الملكية.

٢- الإطار الفكري والدراسات السابقة وإشتقاق الفروض :

١/٢ الإطار الفكري :

١- التحصين الإداري **Managerial Entrenchment** :

يُعد التحصين الإداري أحد أهم مظاهر مشاكل الوكالة، نظراً لأن اعتماد المديرين على آليات التحصين الإداري يسمح بمزيد من الحرية في الاختيار، والحد من فعاليات الآليات الرقابية، وهو ما ينتج عنه سيطرة الإدارة وتحكمها في إتخاذ القرارات إضافة إلى إختيار السياسات المحاسبية بالمنشأة، بما يضمن تحقيق منافعهم الخاصة، ومن ثم يظهر التحصين الإداري عند اكتساب المديرين القوة والسلطة التي تمكنهم من إستغلال موارد المنشأة في تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب أصحاب المصالح (عبد المنعم، ٢٠٢١).

ويعتبر التحصين الإداري أحد المفاهيم السلوكية والمالية التي حظيت باهتمام خاص خلال العقود الأخيرة، مع مكانة خاصة في كل من النظريات المالية وعلم النفس (Moussa et al., 2013) وقد يتسبب التحصين في أن يبالغ المدير في تقدير معرفته وخبرته واكتساب المديرين سلطة أكبر والتي تمكنهم من استخدام مناصبهم في الشركة لتحقيق مصالحهم الشخصية بدلاً من تحقيق مصالح المساهمين ().

(Surroca&Tribo, 2008)

ويحدث التحصين الإداري عندما يتمكن المدبرون، من اكتساب المزيد من القوة للوصول إلى فوائد لهم من خلال الاستفادة من مصالح الشركة، حيث يتبنى المدبرون مجموعة من الإستراتيجيات وإستغلال نقاط الضعف في البيئة الرقابية للشركة لزيادة هامش دورهم في إدارة الشركة وزيادة فرصهم وارساء أنفسهم داخل المنظمة، مما يجعل من الصعب إزاحتهم بسهولة، مما يؤدي إلى عدم ثقة المستثمرين والدائنين تجاه المديرين (عفيفي، ٢٠١٧).

ويُعرف التحصين الإداري بأنه موقف يُعبر عن امتلاك المديرين لقوة وسلطة أكبر مقارنة بأصحاب المصالح الآخرين في المنشأة (Rodrigues & Antonio, 2011)، كما يُعرف التحصين الإداري بأنه المدى الذي يُمكن معه للمديرين عدم الالتزام بقواعد وإجراءات العمل وآليات الرقابة بما يحد من فعاليتها، إضافة إلى قيام بعض المديرين بتحسين أنفسهم ضد الضغوط التي يُمكن أن تمارس عليهم من خلال الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات، وقد أشارت فرضية الحياة الهادئة إلى أن التحصين الإداري يجعل المديرين يميلون إلى أن يكونوا أقل طموحاً ويتجنبون إتخاذ قرارات صعبة أو القيام باستثمارات محفوفة بالمخاطر (Bangmek, 2020).

وعلى الرغم من أن التحصين الإداري يُعد أحد مظاهر مشاكل الوكالة وتعارض المصالح، إلا أن هناك اتجاهاً آخر يرى أن التحصين الإداري يُمكن أن يتم الاستفادة منه في العمل على تقارب المصالح فيما بين الإدارة والمساهمين، فلا يُمكن النظر دائماً إلى التحصين الإداري كدليل على عدم كفاءة الإدارة، فقد يترتب عليه تجنب الخسائر، أو إضافة قيمة للمنشأة من خلال الاستثمار في مشروعات تنطوي على قدر أكبر من المخاطر، ومن ثم تكون أكثر ربحية، علاوة على الحفاظ على علاقات المنشأة مع آخرين بما يضمن بقاء المنشأة ونموها، كما يُمكن أن يستفيد المديرون بالتحصين الإداري في الحفاظ على مناصبهم نتيجة تحقيق المزيد من الربحية للمساهمين (سليمان، الجوهري، ٢٠٢٣).

ويشار إلى مفهوم التحصين الإداري بأنه مجموعة من الإستراتيجيات التي يتبناها المديرون لزيادة دورهم في إدارة الشركة وزيادة فرصهم في تعظيم رأس المال (Temitopeet al., 2020)، كما تشير دراسة (Lan Le et al., 2019) على إنه المدي من عدم التزام المديرين الكامل بالآليات نظام حوكمة الشركات الذي يوضح آليات الرقابة ومراقبة مجلس الإدارة لقراراتهم وأعمالهم، حيث يعمل المديرين على إستغلال نواحي الضعف في أعمال الرقابة لتحقيق مصالحهم، فالمديرون الذين يتمتعون بالتحصين قد يتبعون سياسات مالية تحقق مصالحهم الذاتية أكثر من مصالح المساهمين.

ويري (Maali, et al. 2020) أن التحصين الإداري يتمثل في مجموعة من السياسات التي يقوم بها المديرين لزيادة القوة الذاتية والشرعية لهم أمام المساهمين واستغلال نقاط الضعف في البيئة الرقابية للشركة لاحتفاظهم بمناصبهم وأوضاعهم المالية وتحسين الأداء المالي للشركة والحكم على قراراتهم نتيجة الفصل بين الإدارة والملكية، كما أوضح (Collins, Denton, 2011) الى أن وجود آلية رقابية لحماية حقوق المساهمين تساعد على الحد من التحصين الإداري من خلال تمكين المساهمين من إستبدال المديرين وانضباطهم في أداء أعمالهم وخضوعهم للمسائلة وتقييم القرارات المتخذة.

مما سبق يمكن القول أن التحصين الإداري هو هدف يسعى المديرين إلى تحقيقه من أجل تحصين قراراتهم ضد أي تدخل فعال من قبل آليات الرقابة المختلفة، وغالباً ما يسعى المديرون إلى ذلك من أجل تحقيق مصالح شخصية تضر بمصالح باقي أصحاب المصلحة وعلي رأسهم المساهمين، ومن هنا يعتبر التحصين الإداري إستراتيجية إنتهازية يجب التصدى لها من خلال تفعيل الدور الرقابي لآليات الرقابة الداخلية والخارجية للحد من الآثار السلبية لهذه الإستراتيجية، وقد يكون للتحصين الإداري آثار إيجابية على الشركة وقيمتها من منطلق فرضية تقارب المصالح. وتمر إستراتيجية التحصين الإداري بالثلاثة مراحل التالية والتي يحاول المديرون خلالها تحييد القيود المفروضة عليهم من قبل الأطراف الأخرى. (Rodrigues and Antonio, 2011; Ellili, 2012)

- المرحلة الأولى: تتمين المديرين: يبذل المديرون خلال هذه المرحلة قصارى جهدهم لإظهار كفاءتهم الإدارية من أجل كسب ثقة المساهمين حيث يخضع المديرين خلال هذه المرحلة إلى مستوي عالي من الرقابة ومن ثم يسعون دائماً إلى تحسين أداء المشروع وإتخاذ قرارات إستثمارية مربحة تزيد من ثروات المساهمين، وفي هذه المرحلة يقوم المديرون بتكوين رأس مالهم في شكل سمعة جيدة ما يساعدهم في البدء في تحييد آليات الرقابة المختلفة.

- المرحلة الثانية: تخفيض الرقابة: بعد تثمين دور المديرين من قبل باقي أصحاب المصلحة وخاصة المساهمين وبعد تأكد المديرين من قيمتهم ومدى أهميتهم عند المساهمين، يبدأ المديرين في تخفيض فعالية الآليات الرقابية المختلفة بتغيير هيكل الرقابة كهيكل مجلس الإدارة من خلال ترشيح أعضاء داخليين أو الاعتماد على وجودهم في المستويات الإدارية العليا من الشركة.
- المرحلة الثالثة: استخدام القوة : يعلم المديرين في هذه المرحلة أن تكلفة إستبدالهم أصبحت باهظة جداً بالنسبة للملاك، وأن تكلفة إعادة التنظيم الناتجة عن استبدالهم ستكون مرتفعة جداً، لذلك يتمتع المديرين في هذه المرحلة بقدرة عالية على إتخاذ القرارات والدخول في إستثمارات محددة لا تعظم بالضرورة من ثروة الملاك وإنما تزيد من منافعهم الشخصية.

وقد أشارت العديد من الدراسات والكتابات الأدبية (Kokeno, Muturi, 2016 & Limbacht et al., 2016 & Aubert et al., 2014 & عبد الرحيم، ٢٠١٩) إلى وجود مجموعة من آليات (بنود) التحصين الإداري التي من الممكن أن تكون مرتبطة بقيمة المنشأة، والتي يمكن أن يستخدمها المديرين للحفاظ على سلطاتهم وزيادتها، والتي تتمثل أهمها في (عمر المدير التنفيذي- فترة بقاء المدير التنفيذي- إزدواجية دور المدير التنفيذي- إستقلالية مجلس الإدارة- الملكية الإدارية).

٢- قيمة المنشأة Firm Value:

تعتبر قيمة المنشأة مفهوماً هاماً للمستثمرين لأنها تعكس كيفية استيعاب المنشأة للسوق، هي عبارة عن الثمن الذي سيدفعه المستثمر عند بيع تلك المنشأة، حيث أن تعظيم قيمة المنشأة بالتبعية يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين واستمرار إستثماراتهم في تلك المنشأة، ويتم تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك من خلال إتخاذ نوعين من القرارات هما: قرار الأستثمار وقرار التمويل، حيث يشير قرار الأستثمار إلى إدارة الأستثمارات طويلة الأجل، التخطيط، التعرف على الفرص الأستثمارية التي تحقق أعلى عائد ممكن للمنشأة، في حين يشير قرار التمويل إلى الأختيار الأمثل بين مزيج

كلاً من مصادر التمويل الداخلية والخارجية لتمويل كافة الأنشطة الخاصة بالمنشأة بما يساعد على تعظيم قيمتها. (Wira, 2021)

ويُعد تعظيم قيمة المنشأة من الأهداف الأساسية التي تسعى الإدارة لتحقيقها، من خلال إيجاد تدفقات نقدية للمنشأة قيمتها الحالية أكبر من قيمتها المخصوم بمعدلات التكلفة المرجحة لرأس المال، والتي تتضمن معدلات العائد المطلوبة من قبل حملة الأسهم جانباً إلى جنب مع باقي مصادر التمويل، ولذلك ركزت دراسات عديدة على العلاقة بين سيولة تداول الأسهم وقيمة منشآت الأعمال. (Zuhroh, 2019)

ونظراً لأهمية قيمة المنشأة فقد قامت العديد من الدراسات بمحاولة تحسين دقة تقدير قيمة المنشأة التي يعتمد عليها المستثمرون لمعرفة القيمة السوقية للمنشأة، وبتعتبر مؤشر "التوبين كيو Tobin's Q" من أفضل المؤشرات لكيفية إدارة المنشأة وتقييم أدائها السابق وتوقعات المنشأة في المستقبل. ويرى (Putu et al., 2014) أن قياس قيمة المنشأة من خلال قائمة المركز المالي بالاعتماد على قيمة الأصول أو نسبة القيمة السوقية للأصول إلى قيمتها الدفترية.

وعلى النقيض من ذلك، فقد قام (Maksum et al., 2018) بتقدير قيمة المنشأة بالاعتماد على قائمة الدخل من خلال الأرباح، المبيعات، وغيرها من المؤشرات مثل ربحية السهم ونسبة القيمة السوقية إلى ربحية السهم، كما أشارت دراسات (Luu, 2019 & Al-Nsour, 2021) إلى أنه يمكن استخدام مؤشر "التوبين كيو Tobin's Q" لأنه مقياس أكثر دقة ويعبر عن مدي فعالية الإدارة في استخدام الموارد الاقتصادية.

وغالباً ما يكون من الصعب تحديد ما إذا كان مقياس "التوبين كيو Tobin's Q" عالياً يعكس تفوق الإدارة أو الفوائد التي يتم التي يتم الحصول عليها من براءة الاختراع، ويرى البعض أن المنشأة ذات قيمة عالية لمؤشر "التوبين كيو Tobin's Q" عادة ما يكون لديها صورة قوية جدا للعلامة التجارية، في حين أن المنشآت ذات القيمة المنخفضة للمؤشر في الغالب ماتكون صغيرة أو تواجه منافسة محدودة. (المتولي، ٢٠٢١)

وفي ضوء ما سبق يجب أن نميز بين عدة أنماط من قيم المنشأة والتي تتضمن سبع أنماط ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم (١) التالي: (سلام والعدوي، ٢٠٢٢)

جدول (١): أنماط قيمة المنشأة

القيمة الإسمية	قيمة المنشأة طبقاً لما أصدرته من أوراق مالية طبقاً للقيمة الاسمية لكلاً منهما.
القيمة الدفترية	قيمة المنشأة طبقاً لعمليات الاعتراف والقياس المحاسبي لأبعاد مركزها المالي والأصول والتزامات المنشأة عوضاً عن حقوق الملكية.
القيمة المدفوعة	قيمة المنشأة طبقاً لما تم دفعه من قبل المكتنبيين في أسهمها المصدرة، وعادة ما يكون ذلك في ضوء القيمة الاسمية مضافاً إليها علاوة الأصدار أو مخصوماً منها خصم الأصدار.
القيمة السوقية	قيمة المنشأة طبقاً لقيم أوراقها المالية بسوق التداول، والتي عادة ما تكون ناتج لقوي الطلب والعرض بسوق التداول.
قيمة التبادل	قيمة المنشأة طبقاً لما تم القبول به من تقييم في ظل عمليات الاندماج والاستحواذ.
قيمة التصفية	قيمة المنشأة طبقاً لأصول المنشأة المصدرة، بعد سداد حقوق الأولوية، طبقاً لسعر السوق لكلاً من الأصول والالتزامات.
القيمة العادلة	القيمة الذاتية للمنشأة، والناتجة عن ما تتضمنه أنشطتها من منافع ومخاطر، وما تقدمه من قيمة من خلال إدارة ما في حوزتها من أصول.

وفي هذا الصدد تُعد القيمة العادلة والقيمة السوقية أساس إتخاذ قرارات المتداولين نحو الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة، حيث في ظل فرض الأسواق تامة الكفاءة فإن القيمة العادلة للمنشأة يجب أن تتعادل مع القيمة السوقية لها، حيث تعد القيمة العادلة أحد أهم المحددات الأساسية عند إتخاذ المتداولين قراراتهم الخاصة بالبيع أو الشراء للأصول المالية.

ويُعد الهدف الرئيسي من تحديد تلك العوامل، تقدير مستويات العائد والمخاطر من الاستثمار في سوق المال، وذلك بهدف الوصول إلى الأسهم ذات الخلل السعري لتحقيق أرباح غير عادية كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية عن قيمتها الحقيقية، مما يؤدي إلى الخلل في زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فترتفع قيمتها السوقية وينخفض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية وبالتالي تتجه إلى التوازن في ظل آليات السوق، ويعد مستوي كفاءته وهو المحدد لديناميكية وصول الأصول إلى قيمتها الحقيقية، إلى جانب مدي انحراف قيمتها السوقية عن قيمتها العادلة.

٣- مخاطر إنهيار أسعار الأسهم Stock Price Crash Risks

يعرف إنهيار سعر السهم علي أنه التدهور الحاد والمفاجئ في القيمة الحقيقية لمنشأة ما أبرز سماتها فشل نظامها الإداري في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلباً علي سعر السهم فيخلق أثراً عكسية علي القيمة السوقية للمنشأة (Habib, 2017)، وعرفه (Rahul Bhargava, 2017) علي أنه تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً علي قيمة الأسهم في السوق المالي مثل حجم الإصدار وأسعار الأسهم، بينما عرفه Changling, (2017) علي أنه قيام المديرين بالإخفاء المتعمد للأخبار السيئة لفترات طويلة ثم الإفصاح عنها دفعة واحدة مما يؤدي إلى حدوث سقوط مفاجئ في أسعار الأسهم، وقال (Yongtae, 2014) عنه أنه عدم توازن في أسعار الأسهم.

بينما يري (Xiaorong, 2017) أنه قيام المنشأة بالإفصاح غير المتماثل للأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة حيث تقوم الإدارة بحجب الأخبار السيئة عن الجمهور والإفصاح المفرط في الأخبار الجيدة وذلك محاولة منهم في إخفاء الأداء السلبى لها، وعرف أيضاً إنهيار السهم بأنه الإنهيار المفاجئ في أسعار الأسهم نتيجة انفجار فقاعة سعرية "Stock Price Bubbles" والتي تعرف على أنها بيع وشراء كميات كبيرة من الأسهم بأسعار تفوق قيمتها الحقيقية (Jin-Hui, 2016).

وقد أوضحت دراسة (Hong & Stein, 2003) أن هناك اختلافاً بين مخاطر إنهيار أسعار أسهم الشركات ومخاطر إنهيار السوق ككل، والذي ينشأ عن إنهيار سعر

سهم شركة معينة ثم تنتقل العدوي إلى أسهم الشركات الأخرى المقيدة بالسوق، وأشار (Defond et al., 2014) إلى أن مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات تمثل تكرار حدوث عوائد سالبة على الأسهم وتكون ذات قيمة مرتفعة، من ناحية أخرى يري (Zhu, 2016) أن مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات تشير إلى احتمال حدوث هبوط حاد ومفاجئ وغير متكرر في أسعار هذه الأسهم، في حين يري (Dang et al., 2018) أنها التدهور الشديد في القيمة السوقية للأسهم، والذي يؤدي إلى انخفاض حاد في قيمة الشركة.

وفي هذا الصدد تشكل مخاطر انهيار أسعار الأسهم مصدر قلقاً بالغاً للأطراف ذوي العلاقة بالشركة، حيث أنها تؤثر على إدارة المخاطر وإتخاذ القرارات الاستثمارية وقيمة المنشأة، وهو ما جعل هذه المخاطر محور اهتمام المستثمرين والباحثين بعد سلسلة فضائح من إهيارات العديد من الشركات الكبرى قديماً وحتى أوائل العقد الأول من القرن الحالى بما أدى إلى إهيارات الأسواق المالية، مما أعطي حافظاً للعديد من الجهات المعنية والباحثين التركيز على أهميتها والتي تتلخص في النقاط التالية:

- تقييم أداء الشركة: حيث يمثل سعر السهم في سوق الأوراق المالية المعيار الأساسي الذي يمكن أن يستند إليه مستخدمي التقارير المالية في الحكم على أداء الشركة في الوقت الحالى وما هو متوقع في المستقبل. وبالتالي فإن انخفاض سعر السهم في سوق الأوراق المالية يمثل مؤشراً على أن تقييم هذا السوق، وكذلك المتعاملين فيه من مستثمرين، لأداء مثل هذه الشركات يعتبر أداء ضعيف، وعلى العكس من ذلك، فإن إرتفاع سعر السهم يمثل مؤشراً على أن أداء الشركة الحالى والمستقبلي يسيران بشكل جيد. (DeFond et al., 2015)
- مؤشر للفشل والتعثّر المالي للشركة: تتبع أهمية دراسة وتحديد مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات من كونها المرحلة الأولى في بداية ظهور أعراض الفشل والتعثّر والانهيار المالي للشركات، لذلك يجب على الأطراف المهمة تشخيص

تلك المرحلة بعناية شديدة، حيث إن تحديد خطر إنهيار سعر سهم شركة معينة أمر هام ويحقق العديد من الفوائد للأطراف الأخرى، حيث يعتبر خطر إنهيار سعر السهم من المخاطر المهمة بالنسبة للمستثمرين من جهة، حيث إنه يؤثر علي إتخاذ القرار، وكذلك مهم للشركات من جهة أخرى، وذلك لأنه يؤثر في كيفية إدارة مخاطرها وينعكس علي قيمتها. (Dang et al., 2018).

- تحديد قيمة الشركة والعوائد المتوقعة من القطاع: تری عدة دراسات أن تحديد مخاطر إنهيار أسعار الأسهم له أهمية من منظورين، يتمثل الأول من منظور سوق الأوراق المالية، حيث إنه يمثل محدداً جوهرياً في تحديد قيمة الشركة، وينعكس ذلك علي تحسين الأداء المالي لها ويفسر جزءاً مهماً من مقدار التغير في حقوق ملكية الشركة. ويتمثل الثاني من منظور الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية، والذي يعتبر محدداً أساسياً في تحديد مقدار العوائد المتوقعة في القطاع أو الصناعة الذي تعمل فيه تلك الشركة. (عبد الرحيم، ٢٠٢٢؛ الصباغ، ٢٠١٩)

وأوضحت العديد من الدراسات أن مخاطر إنهيار أسعار أسهم الشركات ترجع إلى عدد من الأسباب أهمها مايلي: (Callen & Fang, 2015; Kim et al., 2016; Hulton et al., 2009; Habib et al., 2017; Shahab et al., 2020; Harper et al., 2020)

- السلوك الانتهازي للمديرين لحجب أو إخفاء الأخبار السيئة: ويعتبر من أهم العوامل المسببة لمخاطر إنهيار أسعار أسهم الشركات حجب الاخبار السيئة، حيث يقوم المديرون بحجب أو إخفاء الأخبار السيئة غير المرغوب فيها لأطول فترة ممكنة عن المستثمرين بصفة خاصة وعن باقي الأطراف الأخرى المعنية بصفة عامة، إستجابة لدوافع انتهازية أو الحصول على مزايا معينة.

وقد أشار عدد من الباحثين إلى أن قدرة المديرين علي إخفاء الأخبار السيئة لن تستمر طويلاً، حيث إن عملية تخزين الأخبار السيئة تؤدي إلى تجميع تلك الأخبار حتي تصل مستوى أو نقطة معينة، وهي النقطة التي تفوق قدرة الإدارة علي الاستمرار في تلك العملية

بسبب ارتفاع تكلفة إخفاء الأخبار السيئة عن المنافع المتوقعة منها بالإضافة إلى عدم قدرة الإدارة على نشر أي أخبار جيدة لديها أو القدرة على تقليل أو الحد من تأثير الأخبار السيئة، وعند هذه النقطة يتم الإفصاح عن تلك الأخبار السيئة مرة واحدة ، الأمر الذي سيؤدي بدوره إلى حدوث إنهيار لأسعار الأسهم.

- مخاطر التخلف عن السداد: تشير "مخاطر التخلف عن السداد" إلى احتمالية عدم قدرة الشركة على الوفاء بسداد إلتزاماتها المالية، ولذلك يقوم المقرضون ومانحي الائتمان بفرض معدلات عوائد مرتفعة حتي تتوافق مع مستوى تلك المخاطر، وتعتبر مخاطر التخلف عن السداد من الأسباب المفسرة لحدوث مخاطر إنهيار أسعار الأسهم، حيث أن الشركات التي ترتفع لديها مخاطر التخلف عن السداد، تكون أكثر احتمالاً للقيام بحجب وتخزين الأخبار السيئة ومن ثم القيام بالإفصاح المفاجئ عن تلك الأخبار السيئة مما يترتب عليه حدوث إنهيار حاد في أسعار أسهم الشركات.
- طبيعة نشاط الشركة: يمكن أن يحدث خطر إنهيار أسعار أسهم الشركة بسبب طبيعة عمليات الشركة، فعلى سبيل المثال، فإن شركات البترول تواجه احتمال إنهيار أسعار البترول كما تواجه شركات التأمين احتمال ارتفاع المطالبات نتيجة الكوارث الطبيعية، وكذلك يتدرج ضمن هذه الطبيعة التغيرات في البيئة التنافسية والقانونية، ولكن التعرض لمثل هذه الأحداث يختلف فيما بين الأسهم.
- حجم الشركة: أوضحت بعض الدراسات إلى أن هناك علاقة ايجابية بين مخاطر إنهيار أسعار أسهم الشركة مستقبلاً وحجم الشركة، ويرجع ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم يزداد لديها خطر الائتمان، وبالتالي تكون أكثر عرضة للإفلاس والشطب المالي من وكالات الائتمان المعتمدة.
- ردود أفعال المستثمرين على تقلبات أسعار الأسهم: حيث تمثل تأثيرات ردود أفعال المستثمرين مصدراً هاماً لحدوث مخاطر إنهيار أسعار الأسهم، حيث قد يقود التحركات الكبيرة على أسعار سهم معين إلى قيام المستثمرين إلى إعادة تقييم تقلبات

السوق وزيادة علاوة تحمل المخاطر مقابل الاستثمار في هذا السهم، ويؤدي هذا التأثير إلى حدوث التواء سالب في عوائد الأسهم.

في إطار قياس مخاطر إنهيار سعر السهم قدمت الدراسات السابقة ثلاثة نماذج تعتمد بشكل أساسي على عوائد الأسهم الأسبوعية لمنشأة ما مرجحة بنموذج فائض السوق Residuals from Market Model:

- الإنحراف المعياري لمتوسط عوائد الأسهم: ويمكن قياس مخاطر إنهيار سعر السهم عن طريق الإنحراف المعياري لمتوسط عوائد الأسهم الأسبوعية، فإذا كانت قيمة الإنحراف المعياري تقع قيمتها على الأقل في المدى ٣,٠٩ فيعطي المقياس قيمة واحد صحيح لمخاطر انهيار سعر السهم وصفر إذا كانت غير ذلك، وقد أرجع أن كل إنحراف معياري بقيمة ٣,٠٩ يخلق ١% من التوزيع، كما يوضح هذا المقياس هبوط أسعار الأسهم خلال الأسبوع الواحد. (Kim & Zhang, 2014)
- الإنحراف السلبي المشروط لعوائد الأسهم: ويشير المقياس الثاني لقياس مخاطر إنهيار سعر السهم إلى الإنحراف السلبي المشروط لعوائد الأسهم الأسبوعية ويرمز له (NCSKEW)، ويقاس النسبة بين الإنحراف السلبي المشروط للحظة الثالثة من عوائد الأسهم الأسبوعية إلى الإنحراف المعياري لعوائد الأسهم الأسبوعية مرفوعة للقوة الثالثة. (Dang, 2016)
- التقلب في السوق لأعلي وأدني: يشير المقياس الثالث لمخاطر إنهيار سعر السهم إلى التقلبات التي تحدث لعوائد السوق ويرمز لهذا المقياس (DUVOL)، ووفقاً لهذا المقياس يتم تقسيم عوائد الأسهم الأسبوعية إلى مجموعتين: تشير المجموعة الأولى إلى الأسابيع التي تنخفض فيها عوائد الأسهم ويرمز إليها Down Weeks وتكون فيها العوائد أقل من المتوسط السنوي، أما المجموعة الثانية تشير إلى الأسابيع التي ترتفع فيها العوائد عن المتوسط السنوي ويرمز إليها Up Weeks. ويتم حساب الإنحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية عن طريق اللوغاريتم

الطبيعي للنسبة بين الانحراف المعياري للأسابيع المنخفضة إلى الانحراف المعياري للأسابيع المرتفعة. (Andreou, 2015)
٢/٢ الدراسات السابقة وإشفاق الفروض:

فيما يلي عرض للدراسات السابقة والتي تناولت العلاقة بين متغيرات الدراسة والتي في ضوءها سوف يتم صياغة فروض الدراسة، وذلك على النحو التالي:

١/٢/٢ العلاقة بين آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة:

هناك مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة، ويعتبر التعارض هو السمة الأساسية التي توصلت إليها نتائج هذه الدراسات، فلقد استهدفت دراسة (Ellili, 2012) اختبار درجة التحصين الإداري وتأثيرها على قيمة المنشأة، وافترضت الدراسة وجود علاقة سلبية بين مؤشرات نموذج التحصين الإداري وقيمة المنشأة، وأتمتت في بناء نموذج التحصين الإداري على الخصائص الشخصية للمدير وعلى هيكل الملكية، وقد أجريت على عينة مكونة من ٨١٥ شركة أمريكية في الفترة بين عامي (٢٠٠١ - ٢٠٠٤) وتم قياس أداء المنشأة بالعائد على حقوق المساهمين، وأشارت النتائج أن العلاقة بين مؤشرات التحصين الإداري وقيمة المنشأة ليست دائماً علاقة سلبية، فالعلاقة بين مؤشرات التحصين الإداري وقيمة المنشأة ليست خطية تأخذ شكل العلاقة السلبية ثم الايجابية.

كما قامت دراسة (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨) بالتحقق من تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركات المساهمة المصرية، وتختبر الدراسة التأثير المحتمل لخمس آليات منفصلة للتحصين الإداري على قيمة الشركات المساهمة المصرية، ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ١٠١ شركة باجمالى مشاهدات (٦٠٦) مشاهدة تنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى في الفترة بين عامي (٢٠١٠ - ٢٠١٥)، وتم استخدام مؤشرين لقياس قيمة الشركة هما نسبة توبينز كيو (Tobin's Q) ونسبة توبينز كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry-Adj Tobin's Q) وباستخدام تحليل الانحدار الخطى المتعدد، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين كلاً من ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول

ونسبة المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة (إستقلالية مجلس الإدارة) وبين قيمة الشركة. كذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين كلاً من نسبة الملكية الإدارية والرافعة المالية (المديونية) وبين قيمة الشركة. في حين عدم وجود أي تأثير معنوي لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على قيمة الشركة. وأختبرت دراسة (Ammari et al., 2016) العلاقة بين التحصين الإداري للشركة وقيمة المنشأة، وتمت الدراسة على ١٣٨ شركة فرنسية مكونة من (١٠٤٠) مشاهدة في الفترة بين عامي (٢٠٠٠-٢٠١٣)، وقد اعتمدت الدراسة في بناء مؤشر التحصين الإداري علي (عمر المدير التنفيذي- فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه- نسبة مكافأة المدير التنفيذي- نسبة مساهمة المدير التنفيذي في أنشطة المنشأة)، وقد استخدمت الدراسة في قياس الأداء نموذج Tobin's Q ومعدل العائد علي الأصول، وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين مؤشرات التحصين الإداري وقيمة المنشأة لكلاً من المقياسين نموذج Tobin's Q ومعدل العائد علي الأصول.

في حين إستهدفت دراسة (Moussa et al., 2013) إختبار العلاقة بين مؤشرات التحصين الإداري ممثلة في (عمر المدير التنفيذي- إستقلالية المدير التنفيذي- ازدواجية المدير التنفيذي- فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه- حجم مجلس الإدارة) وأداء المنشأة، وقد اجريت الدراسة علي عينة مكونة من ٤٠ شركة صناعية فرنسية في الفترة بين عامي (٢٠٠٢-٢٠٠٩)، واعتمدت علي نموذج Tobin's Q ومعدل العائد علي الأصول ومعدل العائد علي حقوق الملكية لقياس أداء المنشأة، واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي لدراسة العلاقة بين المتغيرات، وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين مؤشرات التحصين الإداري وأداء المنشأة.

وقامت أيضاً دراسة (Amer et al., 2014) بإختبار العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ممثلة في (حجم مجلس الإدارة- إستقلالية مجلس الإدارة- ازدواجية المدير التنفيذي- اجتماعات مجلس الإدارة- ملكية المدير التنفيذي) وأداء المنشأة، واجريت الدراسة علي عينة مكونة من ٥٠ شركة في الفترة بين عامي (٢٠٠٤-٢٠١٢)، وقد اعتمدت لقياس أداء المنشأة علي نموذج Tobin's Q ومعدل العائد علي الأصول ومعدل العائد علي حقوق

الملكية، وأشارت نتائج الدراسة بوجود علاقة إيجابية بين كلاً من حجم مجلس الإدارة وإستقلالية مجلس الإدارة وبين أداء المنشأة، وعلاقة سلبية بين كلاً من ازدواجية المدير التنفيذي وملكية المدير التنفيذي وبين أداء المنشأة.
وطبقاً لهذا التباين في نتائج الدراسات السابقة قد تمكن الباحثون من إشتقاق الفرض الأول في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الرئيسي الأول H₁: لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية بين آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة.

١/١/٢/٢ العلاقة بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة:

يعد عمر المدير التنفيذي إحدى آليات التحصين الإداري، فقد اهتمت الدراسات والأدبيات باختبار تأثير عمر المدير التنفيذي على أداء وقيمة المنشأة. ولقد أوضح (Serfling, 2014) بأن طول عمر المدير التنفيذي والمعبر عنه بالسن هو مؤشر هام للتحصين الإداري، حيث إن العمر يعكس تجربتهم في إدارة المنشأة والتعامل مع العنصر البشري، وأنه من الممكن أن يتجنب المدير التنفيذي الأستثمار في المشروعات الإستثمارية الأكثر خطورة والأكثر ربحية رغبة منه في عدم زعزعة استقراره الوظيفي.
ويظهر التحليل النفسي لسلوك المديرين بحثاً عن ترسيخ أنفسهم، أهمية عمر المدير التنفيذي كمقياس لمستوى ترسيخهم، ومع مرور الوقت تتغير أحكام وقرارات الرؤساء التنفيذيين مع تضاؤل سمعتهم في سوق العمل الإداري وإحتمال وضع أنفسهم بشكل شرعي في هذا السوق مع إقتراب سن التقاعد، وتؤدي الأدبيات المختلفة التي تبحث في تأثير سن المدير التنفيذي على عملية خلق القيمة إلى أحكام متناقضة، حيث وجدت الحجج الأولى المستندة إلى البعد المعرفي للمدير أن تقدم العمر يصاحبه تراكم الموارد والقدرات الهامة لصالح خلق القيمة للمنشأة (Lovata et al., 2016).

وتسلط دراسات أخرى في المقابل الضوء على أن أداء الشركة يتدهور مع تقدم العمر في الرؤساء التنفيذيين، ومع إقتراب سن التقاعد يبدأ المدير التنفيذي في النظر إلى مخاطر الإستبدال على أنها إحتمال متزايد (Lin et al., 2014) ، بينما تقل

جاذبيته في سوق العمل الإداري مع مرور الوقت، في مثل هذه الظروف قد ينوي المدير تعظيم المنفعة الخاصة به علي حساب مصالح المساهمين وإتخاذ القرارات التي لا يمكن إلا للمدير تنفيذها ، وبالتالي قد يشجع اقتراب نهاية العمل للمديرين التنفيذيين علي تقضيل الاستثمارات المتوسطة والقصيرة الأجل علي الإستثمار طويل المدى من أجل تحسين النتائج الفورية وتلقي التعويض بأسرع وقت ممكن.

وتناولت العديد من الدراسات العلاقة بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة، فقد قام (Eduardo & Poole, 2016) بإختبار العلاقة بين عمر المدير التنفيذي ونوع المدير التنفيذي (ذكر- أنثي) والأداء المالي وقيمة المنشأة، وقد أجريت علي عينة مكونة من ٥٠٠ شركة أمريكية، و (١٠٣٦) مشاهدة في الفترة من (٢٠١٢-٢٠١٦)، وقد أتمدت الدراسة في قياس أداء المنشأة علي العائد غير العادي، وقد أشارت نتائج الدراسة بعدم وجود علاقة معنوية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة.

كما أشار (Cilne & Yore, 2016) إلى وجود علاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة، ويرجع ذلك إلى أن المدير التنفيذي الأكبر عمراً أقل حافز لعرض مزيد من الأفكار الجديدة الخاصة بتطوير المنشأة، كما أنه أقل مخاطرة للانخراط في المشروعات الإستثمارية الكبرى، حيث إنه يفضل طريقة أكثر أمناً لقيادة المنشأة.

وقام (Diks, 2016) بإختبار خصائص المدير التنفيذي (عمر المدير التنفيذي- نوع المدير التنفيذي- فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه) وقيمة المنشأة، وقد أجريت الدراسة علي عينة مكونة من ٥٠٠ شركة أمريكية في الفترة من (٢٠٠٠-٢٠١٥) واعتمدت الدراسة في قياس الأداء على نموذج Tobin's Q، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين عمر المدير التنفيذي ونوعه وقيمة المنشأة.

بينما توصلت دراسات أخرى إلى نتائج مختلفة، فلقد أستهدفت دراسة Kokeno and Muturi, (2016) اختبار أثر خصائص المدير التنفيذي ممثلة في (عمر المدير التنفيذي - المستوى التعليمي للمدير التنفيذي) علي أداء المنشأة، وقد أجريت الدراسة علي عينة من المنشآت المسجلة في بورصة نيروبي مكونة من ٢٨٢ منشأة في الفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٤)، وأتمدت الدراسة في قياس الأداء المالي علي معدل العائد

علي الأصول وأستخدمت نموذج الانحدار الخطي المتعدد في دراسة العلاقة بين المتغيرات، وأشارت الدراسة بوجود علاقة ايجابية بين كلاً من عمر المدير التنفيذي ومستوي التعليم والأداء المالي للمنشأة، وقد فسرت الدراسة ذلك بسبب أن المديرين التنفيذيين ذو الخلفية الوظيفية والتعليمية الواسعة لديهم فرصة أفضل لتقديم المعرفة والخبرة للمنشأة وهو ما قد ينعكس علي تحسن الأداء وقيمة المنشأة.

٢/١/٢ العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي وقيمة المنشأة:

يرتبط التحصين الإداري إرتباطاً إيجابياً بفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في وظيفته، حيث وفقاً لنظرية الوكالة كلما طالّت فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في وظيفته، كلما كان أكثر تحصيماً (Boone et al., 2007 & Zheng, 2010) وذلك نتيجة لعدة أسباب أهمها أن المدير التنفيذي الذي يشغل منصبه لفترة طويلة يكون ملماً وعلي دارية كبيرة بجميع المعلومات الداخلية والهامة بالشركة والتحكم في خطط مجلس الإدارة وقراراته، كما أن بقاء المدير التنفيذي في منصبه لفترة طويلة تجعله قادراً علي التحكم في تشكيل مجلس الإدارة واختيار أعضائه وأقامة تحالفات (Cook & Burress, 2013) وبالتالي فإن بقاء المدير التنفيذي في منصبه لفترة طويلة تمنحه الفرصة في زيادة قوته وسلطته ونفوذه وتجعله أكثر تحصيماً.

ولقد شدد دليل حوكمة الشركات المصري الصادر في ٢٠١١ على أنه لا يجب أن تتجاوز مدة التعاقد الواحدة لعضو مجلس الإدارة التنفيذي الأول أكثر من ثلاث سنوات، ما لم يكن ذلك لأسباب واضحة ومحددة يتم الإفصاح عنها في الجمعية العامة للمنشأة ويجوز تجديد التعاقد لمدة أو مدد أخرى (فقرة ١٧، ٢، ٥)، مما يشير إلى أهمية عدم بقاء المدير التنفيذي الأول في وظيفته لفترة طويلة، وبالتالي إذا زادت فترة إشغال المنصب من قبل المدير التنفيذي الأول لأكثر من ثلاث سنوات، فإن ذلك يمثل تحصيماً أكثر للمدير التنفيذي الأول. (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦).

تظهر إحدى الدراسات (Qifeng Wu, 2020) أن فترة عمل الرؤساء التنفيذيين هي المحدد التفسيري الأكثر تقدماً للتحصين الإداري، فمع زيادة الأقدمية سيكون لدي المدير الوقت اللازم لتوحيد السلطة التقديرية من خلال بناء شبكة العلاقات التعاونية مع أصحاب

المصلحة وإبرام العقود الضمنية ، ومن خلال هذه العلاقات يتمكن المدير التنفيذي من جعل إستبداله عملية صعبة وهذا يعزز التحصين الإداري ، علاوة على ذلك تمكن المدة الطويلة للرئيس التنفيذي بالشركة التأثير على اختيار المديرين من أجل ملء مجلس الإدارة بالأعضاء الداعمين، ومن ناحية أخرى عندما يكتسب المدير التنفيذي الخبرة في مجال العمل والقوة ضد مجلس الإدارة والمساهمين خلال فترة ولايتهم، فهم أقل اهتماماً بالأمن الوظيفي وأكثر استعداداً للانخراط في إستثمارات تقديرية غير فعالة.

وفي الواقع يبدو أن مجال عرض الرؤساء التنفيذيين مقيد بدرجة أكبر بسبب مراقبة المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة، الأمر الذي سيؤدي على الأرجح إلى قرارات شاملة أفضل، إلى جانب ذلك يميل الرؤساء التنفيذيون ذوا الفترات القصيرة إلى اتخاذ قرارات استثمارية أكثر جرأة وصرامة لإبلاغ السوق بكفاءتهم وقدراتهم المتفوقة، والتي بدورها تؤثر على أداء الشركة.

من ناحية أخرى تفترض نظرية الإشراف التوافق الوثيق بين مصالح المدير التنفيذي (الوكيل) ومصالح شركتهم، حيث يشير هذا السلوك غير الأناني والإيثاري إلى أن الوكيل (المدير التنفيذي) يتخذ قرارات مفيدة نيابة عن الشركة، علاوة على ذلك فإنعدام اليقين والتعقيد في عملية صنع القرار سيتطلب أن مديراً يتمتع بمهارات معرفية محددة لا يمكن اكتسابها وتعزيزها إلا بالوقت الذي يقضيه في إدارة الأعمال، وفقاً لذلك من المتوقع أن يكون هناك علاقة تأثيرية بين فترة عمل المدير التنفيذي وقيمة المنشأة. (مجد، ٢٠٢٣).

ولقد توصلت دراسة (Limbach et al., 2016) والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من (١٢٤٢٧) مشاهدة لشركة أمريكية مدرجة بمؤشر (Standard and Poor's 1500) وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي (١٩٩٨-٢٠١١)، إلى وجود علاقة ايجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وقيمة المنشأة معبراً عنها بمؤشر Tobin's Q.

وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Diks, 2016) والتي إجريت على عينة مكونة من ٤٨٠ شركة أمريكية مدرجة بمؤشر (Standard and Poor's

500) في الفترة بين عامي (٢٠٠٠-٢٠١٥) وأيدت نتائج الدراسة النظرية الإشرافية من أن شغل المدير التنفيذي الأول لمنصبه لفترة طويلة يجعله قادراً على تفهم التعقيدات والصعوبات التي تواجه المنشأة، وأكثر كفاءة في التعامل مع القضايا التقنية والفنية للأعمال، وهو الأمر الذي يقود إلى تحسن قيمة المنشأة.

من ناحية أخرى توصلت دراسة (Singla, 2016) والتي تم اجراؤها على عينة مكونة من ١٠١ شركة هندية دولية بواقع (٧٠٧) مشاهدة في الفترة بين عامي ٢٠٠٢-٢٠٠٨، إلى وجود علاقة سلبية بين فترة المدير التنفيذي الأول في منصبه معبراً عنه بمؤشر Tobin's Q، وتدعم تلك النتيجة من توقعات نظرية الوكالة من أنه كلما طالما طالت فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، كلما كان من المتوقع أن يزيد ذلك من قوته وسعيه نحو تحقيق مصلحته الخاصة، مما يؤثر سلباً على قيمة المنشأة.

كما استهدفت دراسة (Katerina, 2018) إختبار العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة المنشأة، وقد أجريت الدراسة على عينة من شركات الطاقة في الأتحاد الأوروبي في الفترة بين عامي (٢٠١٣-٢٠١٦)، واعتمدت الدراسة في قياس قيمة المنشأة على نموذج Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول، وقد توصلت نتائج الدراسة بوجود علاقة ايجابية بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة المنشأة.

وطبقاً لهذا التباين في نتائج الدراسات السابقة قد تمكن الباحثون من اشتقاق الفرض الفرعي الأول في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الفرعي الأول H₁₁: لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين فترة بقاء المدير التنفيذي كأحدى آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة.

٣/١/٢/٢ العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة المنشأة:

ويقصد بإزدواجية دور المدير التنفيذي الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وفي هذا الشأن توجد وجهتان نظر متعارضتان، حيث تستند وجهة النظر الأولى والتي تنادي بضرورة الفصل بين المنصبين إلى نظرية الوكالة، بينما

تستند وجهة النظر الثانية والتي تدعم الجمع بين المنصبين إلى نظرية الأشراف (Nasr & Ntim, 2018).

إن ازدواجية دور المدير التنفيذي وفقاً لنظرية الوكالة يُمكن أن يكون لها تأثير سلبي على عملية الرقابة، إضافة إلى زيادة مشاكل الوكالة نتيجة تضارب المصالح وعدم تماثل المعلومات (Chi et al., 2009)، حيث تتضمن مسؤوليات رئيس مجلس الإدارة تعيين الموظفين التنفيذيين وتقييم أدائهم ورقابته (Dey et al., 2011) في حين أن المدير التنفيذي مسؤول عن إدارة أنشطة المنشأة، وفي حالة ازدواجية المدير التنفيذي يصعب تقييم أدائه بشكل موضوعي، مما يؤثر على عملية الأشراف والرقابة وينعكس بدوره على قيمة المنشأة.

وفي هذا السياق، أشار الدليل المصري لحوكمة الشركات إلى ذلك حيث أوضح أنه لا يفضل الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، وفي حال عدم إمكان ذلك يجب الإفصاح عن أسباب ذلك في التقرير السنوي والموقع الإلكتروني للشركة، وفي هذه الحالة وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة مستقل يرأس الاجتماعات التي تناقش أداء الإدارة التنفيذية (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦).

وعلى الرغم من أهمية الفصل في الأدوار بين رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي الأول للشركة إلا أن واقع بيئة الأعمال خاصة في الدول النامية كمصر يظهر اتجاه كثير من الشركات إلى إسناد منصب الرئيس التنفيذي الأول للشركة إلى مجلس الإدارة وهو ما تناولته الدراسات السابقة تحت مسمى ازدواجية دور الرئيس التنفيذي، ولا شك أن تمتع نفس الشخص بصلاحيات رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي الأول للشركة من شأنه أن يزيد من حريته في إتخاذ القرارات وتحصينها ضد أي تدخل محتمل من قبل الآليات الرقابية المختلفة.

ومن هنا أُعتبرت العديد من الدراسات أن ازدواجية دور الرئيس التنفيذي من أهم الآليات التي يعتمد عليها في زيادة مستوى التحصين الإداري، حيث إن الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي الأول من وجهة نظر الوكالة قد يعوق

فعالية مجلس الإدارة ويزيد من تكاليف الوكالة، وبخلاف هذه الرؤية طبقاً لنظرية الإشراف قد يساعد الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي الأول في تحسين الكفاءة التنظيمية في قيادة الشركة وزيادة قيمة المساهمين إلى أقصى حد ممكن. (Salehi et al., 2021; Ehikioya et al., 2021; Martins, 2019)

وبالتالي يمكن القول إن نظرية الإشراف تدعم ازدواجية المدير التنفيذي، حيث تعمل على تخفيض الصراع الداخلي، إضافة إلى القضاء على مشاكل التواصل غير الفعال بين شاغلي مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، بما يؤدي إلى تعزيز التأثير المشترك للدورين وزيادة فعالية اتخاذ القرار، نظراً لأن المديرين التنفيذيين لديهم أفضل نقاط القوة والضعف في عمليات المنشأة (Sharma & Kaur, 2021).

وأستهدفت دراسة (Rashid, 2010) إختبار تأثير إزدواجية المدير التنفيذي على قيمة المنشأة، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٩٣ شركة مسجلة في بورصة دكا و(٨٢٥) مشاهدة في الفترة بين عامي (٢٠٠٠-٢٠٠٩)، وتم قياس قيمة المنشأة بإستخدام معدل العائد على الأصول ونموذج Tobin's Q، وقد أشارت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين إزدواجية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة بإستخدام نموذج Tobin's Q، وعدم وجود علاقة معنوية بين إزدواجية المدير التنفيذي وأداء المنشأة بإستخدام مقياس معدل العائد على الأصول.

كما أختبرت دراسة (Kaur & Singh, 2018) العلاقة بين خصائص المدير التنفيذي ممثلة في (ازدواجية المدير التنفيذي - مستوى التعليم- جنسية المدير التنفيذي- سمعة المدير التنفيذي) وقيمة المنشأة، وقد أجريت الدراسة على عينة من المنشآت الهندية مكونة من ٥٠٠ شركة و(١٦٥٤) مشاهدة من مختلف القطاعات الاقتصادية في الفترة بين عامي (٢٠١٢-٢٠١٦)، واعتمدت الدراسة في قياس قيمة المنشأة على معدل العائد على الأصول، واستخدمت نموذج الانحدار المتعدد في تقدير العلاقة بين المتغيرات، وأشارت نتائج الدراسة بعدم وجود علاقة معنوية بين إزدواجية المدير التنفيذي - مستوى التعليم وقيمة المنشأة، ووجود علاقة سلبية بين جنسية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة، ووجود علاقة ايجابية بين سمعة المدير التنفيذي وقيمة المنشأة.

وفي ضوء ما سبق يتضح أن التعارض هو السمة الأساسية التي توصلت إليها نتائج الدراسات السابقة التي أجريت بهدف التحقق من طبيعة العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة المنشأة، فمن ناحية توصلت عدد من الدراسات السابقة (El-Masry, 2010; Wellalage, 2012; Topal& Dogan, 2014) إلى وجود علاقة سلبية بين ازدواجية المدير التنفيذي الأول وقيمة المنشأة معبراً عنها بمؤشر Tobin's Q، وتوفرت تلك النتائج دليلاً يؤيد نظرية الوكالة في أن الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول يدعم من إستقلالية مجلس الإدارة عن الإدارة التنفيذية للشركة، وهو الأمر الذي يقود إلى تحسن قيمة المنشأة بفضل تحسين عملية المراقبة والإشراف.

من ناحية أخرى توصلت مجموعة من الدراسات السابقة (Al-Shammari& Al-Sultan, 2009; Gill & Mathur, 2011; Vintila&Gherghina, 2013; Mahrous, 2014) إلى وجود علاقة ايجابية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة المنشأة معبراً عنها بمؤشر Tobin's Q، وتوفر نتائج تلك الدراسات دليلاً على أن الشركات التي تم فيها الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول من قبل ذات الشخص تتعاطم قيمتها، وهو ما يمكن تفسيره من خلال نظرية الإشراف والتي تري أن الإدارة الفعالة هي التي تركز على مبدأ توحيد القيادة.

وطبقاً لهذا التباين في نتائج الدراسات السابقة قد تمكن الباحثون من اشتقاق الفرض الفرعى الثانى في صورة فرض العدم على النحو التالى:

الفرض الفرعى الثانى H₁₂: لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذى كأحدى آليات التحصين الإدارى وقيمة المنشأة.

٤/١/٢/٢ العلاقة بين إستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة:

يعتبر مجلس الإدارة المسئول النهائي عن إدارة شؤون الشركة أمام الجمعية العامة للمساهمين، ومن أهم مهام المجلس وضع الأهداف الإستراتيجية للشركة، وإقرار الخطط والسياسات العامة التي تهيمن على سير العمل بالمنشأة، وكذلك مراقبة

أداء الإدارة التنفيذية، ويتمثل الدور الرئيسي لمجلس الإدارة في وضع الخطط والسياسات التي تحقق أهداف الشركة ومتابعة ورقابة تنفيذ هذه الخطط وتلك السياسات من قبل الإدارة التنفيذية، لذلك يفضل دائماً ألا يشارك أعضاء مجلس الإدارة في الإدارة التنفيذية للشركة إلا في أضيق الحدود وذلك بهدف الفصل بين جهة الرقابة وجهة التنفيذ. (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦)

ويعد إستقلال مجلس الإدارة أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات، حيث أصبح ينظر إلى الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين في مجالس الإدارة باعتبارهم عنصراً رئيسياً من عناصر الرقابة الداخلية، ومؤشراً مهماً من مؤشرات جودة تطبيق الحوكمة، كما أصبح ينظر إلى إستقلالية مجلس الإدارة علي أنها أحد آليات التحصين الإداري، حيث يؤدي انخفاض إستقلالية مجلس الإدارة إلى إرتفاع إحتتمالات التحصين الإداري، وذلك انطلاقاً من أن انخفاض إستقلالية مجلس الإدارة (انخفاض عدد المديرين غير التنفيذيين) سوف يعطي الفرصة للمديرين التنفيذيين (الداخليين) إلى سيطرتهم علي مجريات الأمور داخل مجلس الإدارة، الأمر الذي يمثل تحصيناً أكثر لمجلس الإدارة.

مما سبق يتضح أن نسبة الأعضاء التنفيذيين بمجلس الإدارة يضعف من إستقلال المجلس ومن ثم يزيد من مستوي التحصين الإداري لهؤلاء المديرين، حيث تزيد قدرة المديرين المحصنين على الضغط على المجلس من أجل إتخاذ قرارات تساعد في تحقيق منافع الشخصية، بالإضافة إلى تحييد آليات الرقابة المختلفة والعمل على إضعاف فعاليتها، وقد أثبتت العديد من الدراسات العلاقة السلبية بين مستوي إستقلال مجلس الإدارة ومستوي التحصين الإداري (موسي، ٢٠١٦ & Nazaridavaji and

. (John and Litov, 2010&Khoramabad, 2021)

واستهدفت دراسة (Rutledge et al., 2016) إختبار تأثير إستقلالية مجلس الإدارة علي قيمة المنشأة، وقد أجريت الدراسة علي عينة مكونة من ١٠٠ شركة مسجلة في بورصة NASDAQ من (٤٧٠) مشاهدة في الفترة بين عامي (٢٠١٠-٢٠١٤)، واعتمدت الدراسة في قياس إستقلالية مجلس الإدارة علي ثلاثة مقاييس (نسبة الاعضاء المستقلين- تداخل اللجنة- تشابك المجلس)، كما تم قياس قيمة المنشأة

بالاعتماد على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، وأشارت نتائج الدراسة بوجود علاقة ايجابية بين إستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة. كما قامت دراسة (Rashid, 2018) بإختبار تأثير إستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٣٥ شركة مسجلة في بورصة دكا بواقع (٨٥٧) مشاهدة في الفترة بين عامي (٢٠٠٦ - ٢٠١١)، واعتمدت الدراسة في قياس قيمة المنشأة على نموذج Tobin's Q، ومعدل العائد على الأصول، واستخدمت نموذج الانحدار لتقدير العلاقة بين المتغيرات، وأشارت نتائج الدراسة بعدم وجود علاقة ايجابية بين إستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة.

وأختبرت أيضاً دراسة (Gomez et al., 2017) العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ممثلة في (حجم مجلس الإدارة- إستقلالية مجلس الإدارة- عدد مرات اجتماع مجلس الإدارة) وقيمة المنشأة، وأجريت الدراسة على عينة مكونة من ٩٠ شركة كولومبية تنتمي إلى قطاعات صناعية مختلفة في الفترة بين عامي (٢٠٠٨ - ٢٠١٤)، وقد استخدمت معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية لقياس قيمة المنشأة، وقد أشارت نتائج الدراسة بعدم وجود علاقة معنوية بين إستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة.

وفي ضوء ما سبق يتضح أن الدراسات السابقة توصلت إلى نتائج متباينة بشأن إستقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركة، فمن ناحية توصلت مجموعة من الدراسات السابقة (الخيال، ٢٠٠٩؛ ٢٠١٢؛ Bouaziz&Triki, 2012; Lin, 2011; Otman, 2014; 2013; Rehman) إلى وجود علاقة ايجابية بين نسبة المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وبين قيمة المنشأة معبراً عنها بمؤشر Tobin's Q، بينما توصلت مجموعة دراسات أخرى (Arslan et al., 2010; Fauzi& Locke, 2012; Kao et al., 2013; Vo&Nguyen, 2014) إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وبين قيمة المنشأة معبراً عنها بمؤشر Tobin's Q.

وطبقاً لهذا التباين في نتائج الدراسات السابقة قد تمكن الباحثون من إشتقاق الفرض الفرعي الثالث في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الفرعي الثالث H₁₃: لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين إستقلالية مجلس الإدارة كأحدى آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة.

٥/١/٢/٢ العلاقة بين هيكل الملكية الإدارية وقيمة المنشأة:

الملكية الإدارية هي حصة الإدارة في حقوق ملكية الشركة، وتحسب بنسبة عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إلى عدد الأسهم المصدرة، وعادة ما يتم استخدام الملكية الإدارية لتخفيف مشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين، وتعد الملكية الإدارية أحد الوسائل التي يلجأ إليها المديرين لتحسين أنفسهم، حيث وجدت العديد من الدراسات أن هناك علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية ومستوي التحصين الإداري. (Shuto&

Takada, 2010; Kumar &Zattoni, 2016; Beyer, et al., 2012)

وقد أوضح (Ellili, 2012) أن تأثير الملكية الإدارية على أداء وقيمة الشركة يمكن أن يكون إيجابياً أو سلبياً، فطبقاً لفرضية تقارب المصالح فإن امتلاك المديرين لأسهم في الشركة يضمن مواعمة المصالح بين المديرين والملك الاخرين، مما يجعل المديرين أكثر قلقاً من عواقب قراراتهم على ثروتهم ومن ثم سيد ذلك كثيراً من رغبة المديرين في إستغلال مناصبهم وإتخاذ قرارات لا تعظم من قيمة الشركة، ومن ثم ترتبط النسبة الكبيرة من الملكية الإدارية (طبقاً لهذه الفرضية) بقيمة أكبر للشركات.

أما وجهة النظر المخالفة لفرضية تقارب المصالح فتقضي بأن الملكية الإدارية يمكن أن تؤثر سلباً على علاقة الوكالة ومن ثم تتسبب في ارتفاع تكاليف الوكالة، فبدلاً من الحد من الانتهازية الإدارية يمكن أن تزيد الملكية الإدارية من تحصين المديرين ومن ثم تعزز من قدراتهم على تحييد آليات الرقابة مما يعكس بالسلب على أداء وقيمة المنشأة.

ويمكن توضيح ما سبق من خلال بيان تأثير نسبة الملكية الإدارية علي دوافع المديرين وقيمة المنشأة حيث يؤدي زيادة نسبة الملكية إلى وجود توافق بين المديرين وأصحاب الأسهم حول السياسات وإتخاذ القرارات وتوظيف موارد المنشأة لتحقيق الأهداف المرسومة، بينما وجهة النظر الأخرى ترى أن إرتفاع نسبة الملكية الإدارية قد يؤدي لإنخفاض قيمة الشركة من السيطرة علي أعمال وقرارات الشركة لتحقيق المصالح الخاصة

وصعوبة الرقابة علي أعمال المديرين مع صعوبة الاستغناء عن المديرين عند تدني أدائهم لسيطرتهم على نسبة التصويت داخل المجلس (الحناوي، ٢٠١٩).

وتوفر عدد من الدراسات السابقة دليلاً قوياً يؤيد فرضية تقارب المصالح والتي ترجح أنه كلما تزايدت نسبة ملكية المديرين في أسهم الشركة، فإنهم سيصبحون أقل عرضة لتحويل موارد الشركة بعيداً عن تعظيم القيمة والسعي لتحقيق مصالحهم الشخصية، مما يؤدي إلى تحسن قيمة الشركة، فلقد توصلت دراسات (Rashid, Fauzi & Locke, 2012; 2010) إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة الملكية الإدارية وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر Tobin's Q، وبرغم ماسبق توجد دراسات سابقة أخرى (Haniffa & Hudaib, 2006; O'Connell & Cramer, 2010; Desoky & Mousa, 2012) اختبرت العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية وقيمة المنشأة، واخفقت في التوصل إلى علاقة معنوية بينهما.

وطبقاً لهذا التباين في نتائج الدراسات السابقة قد تمكن الباحثون من اشتقاق الفرض الفرعي الرابع في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الفرعي الرابع H₁₄: لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين الوزن النسبي لهيكل الملكية الادارية كأحدى آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة.

٢/٢/٢ العلاقة بين مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة:

لقد تم إستعراض مجموعة من الدراسات والأدبيات التي تناولت مخاطر إنهيار أسعار الأسهم، ومجموعة أخرى تناولت قيمة المنشأة، ولكن كلاً منهما بطريقة منفصلة وعلى حدة، وفيما يلي سوف يتم عرض الدراسات السابقة والتي ذكرت العلاقة بين مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة والتي تميزت بالندرة - على حد علم الباحثين - والتي لم يتناول معظمها التطبيق على الشركات المصرية.

ولقد قامت دراسة (فرج، ٢٠١٩) بتوضيح تأثير تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي علي مخاطر إنهيار سعر السهم وإنعكاس ذلك علي القيمة السوقية للمنشأة في ظل تطبيق معايير التقارير المالية الدولية، ولتحقيق هدف الدراسة تم إستخدام

نموذج Basu لقياس التحفظ المحاسبي المشروط، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لاجمالي حقوق المساهمين لقياس التحفظ المحاسبي غير المشروط، وتم قياس مخاطر إنهيار سعر السهم عن طريق الإنحراف المعياري لمتوسط أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة، وطبقت الدراسة على عينة مكونة من ٢٧ شركة مساهمة غير مالية من الشركات المساهمة غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة بين عامي (٢٠٠٨-٢٠١٧)، وقد أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية وجود علاقة جوهرية ذات دلالة احصائية بين ممارسات التحفظ المحاسبي وبين مخاطر إنهيار سعر السهم مما يعكس بدوره علي قيمة المنشأة.

كما هدفت دراسة (Defond, 2015) إلى معرفة تأثير تطبيق معايير التقارير المالية الدولية علي مخاطر إنهيار سعر السهم وتأثيره علي قيمة الشركة، وبالتطبيق علي الشركات المالية والشركات غير المالية حيث بلغت عينة الشركات المالية (١٧٤٨) شركة وبلغت عينة الشركات الغير مالية (٨٤٧٢) شركة من ٢٧ دولة طبقت IFRS خلال الفترة بين عامي (٢٠٠٣-٢٠٠٦) بإختيار عامين قبل التطبيق وعامين بعد التطبيق، حيث يؤثر تطبيق IFRS علي مخاطر إنهيار سعر السهم في الشركات غير المالية من خلال الإفصاحات الإضافية التي تحسن من عملية المقارنة وتزيد من شفافية التقارير المالية وتحد من قدرة الانتهازية للإدارة في إخفاء الأخبار السيئة وعدم الإفصاح عنها، أما عن تأثير تطبيق IFRS علي مخاطر انهيار سعر السهم في الشركات المالية يتخذ عدة محاور الأول الإفصاحات الإضافية التي تزيد من شفافية التقارير المالية، والثاني العواقب الناجمة عن محاسبة القيمة العادلة، والثالث إدارة المخاطر.

وقامت دراسة (Yongtae& Kim, 2014) إلى بيان العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وبين مخاطر انهيار سعر السهم وانعكاسه علي قيمة المنشأة، حيث عرفت الدراسة المسؤولية الاجتماعية علي أنها إلتزام الشركات بالمساهمة في التنمية الاقتصادية المستدامة من خلال العمل مع الموظفين وعائلاتهم والعمل مع المجتمع المحلي والمجتمع ككل، وعرفت مخاطر إنهيار سعر السهم علي أنه التأخيرات التقديرية من قبل المديرين في الإفصاح عن الأخبار السيئة وإكتنازها لفترة طويلة ثم الإفصاح عنها

بصورة مفاجئة مما ينعكس بالسالب على قيمة المنشأة، وباستخدام عينة مكونة من (١٢٩٧٨) مشاهدة خلال الفترة بين عامي (١٩٩٥-٢٠٠٩) وباستخدام ٧ عناصر لتقييم المسؤولية الاجتماعية للشركات (فئات المجتمع، علاقات الموظفين، التنوع، المنتجات، حوكمة الشركات، حقوق الانسان، البيئة). وتوصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ذات تأثير مزدوج على مخاطر انهيار سعر السهم، حيث ترتبط ارتباطاً عكسياً مع مخاطر انهيار سعر السهم إذا قامت المنشأة بأداء إيجابي تجاه المجتمع، أما إذا ارتبط النشاط الاجتماعي للمنشأة بمحاولة إخفاء الأخبار السيئة عن المساهمين فيرتبط ذلك بارتفاع مخاطر انهيار سعر السهم مما ينعكس بدوره على قيمة المنشأة، وأكبر مثال علي ذلك فضيحة شركة ENRON والتي بالرغم من الاحترام التي كانت تحظى به من المجتمع والجوائز الوطنية التي حصلت عليها من المجتمع جراء البرامج البيئية والمجتمعية التي كانت تقدمها إلا أنها كانت تخفي وراءه إحتيال محاسبي أدى إلى انهيارها عام ٢٠٠١، وأظهرت الدراسة أن تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات علي مخاطر انهيار سعر السهم يكون أكثر وضوحاً في الشركات ذات فعالية أقل في الحوكمة ونسبة ملكية مؤسسية أقل.

وهدفنا دراسة (Zhang, 2016) إلى بيان العلاقة بين الثقة المفرطة لدي المديرين التنفيذيين وبين احتمالية تعرض المنشأة لمخاطر انهيار سعر السهم، حيث اشارت إلى أن المبالغة في الثقة بالنفس لدي المديرين قد تعزز من قيمة المنشأة عن طريق خلق الابتكارات التي تميز المنشأة عن غيرها لكنها قد تتسبب في حدوث كوارث للمنشأة، نتيجة مبالغة المديرين في تقدير صحة أحكامهم فيما يتعلق بالقرارات الإدارية حيث لا يرون أي إحتمال بأي أخطاء من الممكن أن يرتكبوها، وقد قامت الدراسة ببيان العلاقة بين المبالغة في الثقة بالنفس لدي المديرين التنفيذيين وبين عدد الاستثمارات التي تدخل فيها المنشأة وتؤثر على قيمتها، وبالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة بين عامي (١٩٩٣-٢٠١٠) بلغ عدد المشاهدات (١٦٢٢٩) مشاهدة وبالاعتماد على عدة مقاييس للوقوف على درجة الثقة المفرطة التي من الممكن أن يتمتع بها المديرين وعلاقتها بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتوصلت الدراسة إلى هناك علاقة ارتباط قوية بين الثقة

المفرطة لدي المديرين التنفيذيين وبين احتمالية تعرض المنشأة لمخاطر انهيار السهم مما ينعكس على قيمة المنشأة.

واعتمدت دراسة (Dagiliene, 2012) على مقياس Tobin's Q والذي قام بوضعه James Tobin من أكثر المقاييس شيوعاً لقياس قيمة المنشأة، وافترض Tobin أن القيمة السوقية لجميع الشركات في سوق الأسهم ينبغي أن تساوي تكلفة الإحلال، بمعنى آخر يمكن تعريف هذا المقياس على أنه النسبة بين القيمة السوقية للمنشأة وتكلفة إستبدال أصولها وهذا يعتمد على المعلومات المحاسبية والسوقية معاً من خلال اعتماد هذا المقياس على النسبة بين مجموع القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية للديون طويلة الأجل وبين القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.

هذا ومن مميزات استخدام مقياس Tobin's Q عند قياس قيمة المنشأة أنه يستجيب للتغير في الأسعار، ولقد تغلب هذا المقياس على الكثير من المشاكل المرتبطة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وذلك من خلال استخدام القيمة الإستبدالية للأصول لقياس القيمة المتولدة لدي المنشأة، بحيث لو استطاعت المنشأة تحقيق عائد على إستثمارها سنوياً مساوياً لمعدل تكلفة رأس المال فإن نسبة Tobin's Q يجب أن تساوي الواحد الصحيح نظرياً. (أحمد، ٢٠١٩)

• هذا المقياس يتميز عن المقاييس المتعلقة بصافي الربح حيث إن تلك المقاييس تتعلق بالأجل القصير بينما Tobin's Q يتعلق بالأجل الطويل حيث يعتبر مؤشراً للتنبؤ بالربحية المستقبلية والإستثمار، لذا فقد تم استخدامه بتوسع في مجال المحاسبة والتمويل والاقتصاد كمقياس لقيمة المنشأة.

• يحد هذا المقياس من أي تشوهات ناتجة من الفرق بين القوانين الضريبية والمعايير المحاسبية، لأنه يستخدم القيمة السوقية لرأس مال المنشأة والتي يشمل عوامل الخطر والربحية لها في المستقبل، ويُنظر إلى هذا المقياس على أنه من أفضل المقاييس لقياس قيمة المنشآت، حيث يسهل حسابه بالأعتماد على

المعلومات المحاسبية بالقوائم المالية بالإضافة إلى المعلومات السوقية & Servaes (Tamayo, 2013; Gherghina, et al., 2015)

● يمكن استخدام هذا المقياس في العديد من المجالات بخلاف تحديد قيمة المنشأة، منها التنبؤ بالفرص الإستثمارية الحالية والمستقبلية، ومقياساً لفرص النمو في الاداء التشغيلي للمنشأة، كما أنه يعد مقياساً للقيمة العادلة للعلامة التجارية، ومقياساً للعائد من توظيف الأموال، ومقياساً للموارد غير الملموسة، وكذلك مقياساً لقيمة الأصول، كما أنه يستخدم في تحليل أداء الشركات الحالي، وتحليل للمخاطر المتوقعة (Khatab et al., 2011).

وقد أظهرت دراسة (Liang Fu et al., 2016) بالتطبيق على مجموعة من الشركات التجارية العامة الأمريكية أن هناك علاقة طردية قوية بين تحسن مقياس Tobin's Q لتلك الشركات خلال عدة سنوات وبين تحسن الاداء التشغيلي الحالي والمستقبلي على المدى البعيد بالإضافة إلى تحسن التدفقات النقدية المستقبلية.

● تم استخدام هذا المقياس في العديد من البحوث المالية والمحاسبية عند قياس قيمة المنشأة ودراسة العلاقة بين قيمة المنشأة وهيكل الملكية وذلك من خلال نسبة Tobin's Q المحسوبة لتحديد هيكل الملكية المناسب، وهل يفضل أن يكون ملكية إدارية (أي أن أعضاء مجلس الإدارة ضمن هيكل الملكية) أم ملكية مؤسسية (تتضمن بنوك وشركات تأمين وشركات أخرى) أم ملكية عائلية (مثل شركة السويدي للكابلات) أم أن الأفضل هو التداول الحر) من خلال طرح الأسهم للمواطنين)، ووجدت دراسات عديدة أن هناك علاقة إيجابية بين زيادة نسبة Tobin's Q ورد فعل السوق تجاه زيادة الإستثمارات أو تجاه أسعار الأسهم.

● ويستخدم مقياس Tobin's Q في العلوم الإدارية حيث يستخدم لإختبار العلاقة بين زيادة الإستثمار في تكنولوجيا المعلومات وقيمة المنشأة وذلك بعد التحكم في المتغيرات الحاكمة الخاصة بالمنشأة، وكذلك العوامل المتعلقة بالصناعة، كما يستخدم هذا المقياس

نفسه في عدد كبير من البحوث المحاسبية كأحد المتغيرات الحاكمة عند القيام بالدراسة والتحليل التطبيقي والتركيز على القيمة السوقية للمنشأة.

وفي ضوء ماسبق لم تتفق الدراسات السابقة على استخدام مقياساً واحداً لقياس قيمة المنشأة، كما أن مقياس Tobin's Q تم استخدامه على نطاق واسع مقارنة ببعض المقاييس الأخرى، ويمكن من خلاله قياس قيمة المنشأة في الأجل الطويل، حيث أنه يأخذ في الاعتبار المعلومات المحاسبية والسوقية معاً، وبالتالي سوف يتناوله الباحثين عند قياس قيمة المنشأة مع تناولهم أيضاً مؤشرات أخرى كمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حق الملكية لقياس قيمة المنشأة في هذا البحث.

وطبقاً لهذا التباين في نتائج الدراسات السابقة قد تمكن الباحثون من اشتقاق الفرض الرئيسي الثاني في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الرئيسي الثاني H₂ : لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين آليات مخاطر انهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة.

٣/٢/٢ العلاقة بين التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم:

هناك ندرة في الدراسات والأدبيات التي تناولت العلاقة بين التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم - على حد علم الباحثين - علاوة على ذلك لم يتم إجراء دراسات سابقة كثيرة عن كيفية تأثير آليات التحصين الإداري على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم في مصر أو دول الشرق الأوسط.

وفي هذا الصدد، هدفت دراسة (Elhabashy, 2023) إلى اختبار أثر إستراتيجية الشركة والتحصين الإداري على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة على عينة البحث، وقد أجريت الدراسة على عينة تتكون من ٤٠ شركة غير مالية موجودة في مؤشر EGX-100 خلال الفترة ٢٠١٧-٢٠٢١ وتتكون من (٢٠٠) مشاهدة متوافقة، وتم استخدام ثلاثة مقاييس مختلفة لمخاطر إنهيار أسعار الأسهم، واستخدمت الدراسة مؤشر مركب من المؤشرات المحاسبية كمقياس لاستراتيجية الأعمال وتم حساب مؤشراً للتحصين الإداري باستخدام التحليل العامل الاستكشافي لستة آليات للحوكمة، كما تم استخدام نماذج

انحدار البيانات المقطعية الطولية وهي مزيج من البيانات المقطعية (٤٠ شركة) وبيانات السلاسل الزمنية (٥ سنوات).

وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود ارتباطاً معنوياً بين إستراتيجية العمل ومخاطر انهيار أسعار الأسهم وأن الشركات التي لديها إستراتيجيات التنقيب أكثر عرضة لمخاطر الانهيار من تلك التي لديها إستراتيجيات مدافعة، وتظهر النتائج أيضاً أن الشركات التي لديها تحصين إداري مرتفع لديها احتمالية أقل لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومع ذلك فإن حجم الشركة ومعدل نمو المبيعات يؤثران بشكل إيجابي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وتشير العديد من الدراسات إلى تأثير آليات حوكمة الشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتوصلت نتائج الدراسات إلى أن الشركات التي لديها أنظمة حوكمة فعالة تعمل على زيادة أنشطة الرقابة، مما يقلل من مسؤولية المديرين نية إخفاء الأخبار السيئة عن الغرباء، وبالتالي تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بحثت دراسة (Tarkovska, 2016) في العلاقة بين سمات الحوكمة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في شركات المملكة المتحدة، باستخدام بيانات من (٦٩٢) شركة غير مالية مدرجة في بورصة لندن خلال الفترة بين عامي (١٩٩٧ - ٢٠١٠)، وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية كبيرة بين فترة وأجور الرئيس التنفيذي وانشغال مجلس الإدارة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وعلي العكس من ذلك، الشركات التي لديها زيادة في أجور الرؤساء التنفيذيين تتعرض لمستويات أعلى من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

واختبر (Hunjra et al., 2020) تأثير قوة المديرين التنفيذيين، مقاسة بإزدواجية دور المدير، على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، حيث إن إزدواجية دور المدير التنفيذي يوجد لديه الحافز الإداري والقدرة على المبالغة في الأداء المالي وإخفاء الأخبار السيئة عن المستثمرين، الأمر الذي يزيد من انهيار أسعار الأسهم، وتوصلت الدراستين إلى أن إزدواجية دور المدير التنفيذي مرتبطة بشكل إيجابي بخطر انهيار أسعار الأسهم الخاصة بالشركات، بالإضافة إلى أن هذا

التأثير يكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تتزايد لديها عدم تماثل المعلومات ومصروفات البحوث والتطوير، وانخفاض المنافسة في سوق المنتجات.

ومن ناحية أخرى تناولت بعض الدراسات (Long et al., 2020; Chen et al., 2017; Li et al., 2020) المديرين التنفيذيين على خطر إنهيار أسعار الأسهم، حيث استهدفت دراسة (Li, 2020) et al فحص واختبار ما إذا كان أكبر خمس صفات شخصية للمديرين التنفيذيين للشركات، والاستئصال، والضمير، والمقبولية، والعصبية، والانفتاح، وترتبط مع خطر إنهيار أسعار الأسهم، باستخدام عينة ١٠٤٧٩ مشاهدة لعدد (١٥٥٤) شركة تتضمن ٢٤٩٠ مدير تنفيذي خلال الفترة من ٢٠٠٤ حتى ٢٠١٧، وخلصت الدراسة إلى أن صفتي المقبولية والعصبية ترتبط ارتباطاً إيجابياً مع خطر إنهيار أسعار الأسهم، بينما ترتبط صفة ضمير المدير التنفيذي سلبياً مع خطر إنهيار أسعار الأسهم، وأن العلاقة محل الدراسة تكون أكثر وضوحاً عندما تكون الشركات تتمتع أعلى بهيمنة من جانب المدير التنفيذي، ومخاطر أقل للتقاضي، وقيود مالية أعلى.

وقد توصلت عدة دراسات (السعدي والخولي وكمال، ٢٠٢٣؛ مليجي، ٢٠١٩؛ Park & Jung 2017; Habib & Hasan, 2017; Cui et al., 2019; Liu & Lei., 2021) إلى أن أحد المسببات الرئيسية لمخاطر إنهيار أسعار الأسهم تتمثل في مشاكل الوكالة، فمع فصل الملكية عن الإدارة، يتوافر لدي المديرين دوافع لحجب الأخبار السيئة عن مختلف أصحاب المصالح بغرض تحقيق مصالحهم الخاصة، ومع تخزين وتراكم تلك الأخبار السلبية يتم الوصول إلى مرحلة حرجة لا تستطيع الإدارة معها إخفاء المزيد من الأخبار السلبية، فيتم الإفصاح عنها دفعة واحدة إلى السوق فيحدث الإنهيار في أسعار الأسهم.

وفي مصر، قامت دراسة (السعدي والخولي وكمال، ٢٠٢٣) بقياس أثر درجة القدرة الإدارية على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم، وكذلك قياس تلك العلاقة من خلال قابلية التقارير المالية للقراءة كمتغير وسيط، ولتحقيق هذا الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية بلغت (٥٨) شركة مدرجة بمؤشر-EGX

100 بالبورصة المصرية، بإجمالي (٤٠٦) مشاهدة، خلال الفترة بين عامي (٢٠١٤-٢٠٢٠)، وقد تم تحليل البيانات بالاعتماد على إختباري الانحدار الخطي بطريقة المربعات الصغرى، وتحليل المسارات، وأوضحت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. واستهدفت دراسة (مليجي، ٢٠١٩) قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على جودة التقرير المالي ودورها في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، وتتمثل مؤشرات جودة التقرير المالي في كل من: التحفظ المحاسبي، إدارة الأرباح الحقيقية، عدم تماثل المعلومات، التوقيت المناسب للتقارير المالية، ولغة الإعلان عن الأرباح. وقد تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية خلال الفتر بين عامي (٢٠١٦-٢٠١٨) لعينة مكونة من ١١٦ شركة بإجمالي مشاهدات ٣٤٨ مشاهدة، وقد أسفرت جهود الباحث إلى عدة نتائج من أهمها: يوجد تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي لعينة الدراسة، كما توجد علاقة ارتباط سالبة معنوية بين درجة القدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

وقامت دراسة (Park & Jung, 2017) بفحص تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الكورية، مع الأخذ في الاعتبار بعض الشركات ذات التأثير الكبير على الاقتصاد الكوري، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الكورية بإجمالي (٣٩٤٤) مشاهدة، خلال الفترة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٤)، وأسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ارتباط سالبة بين درجة القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وتشير هذه النتيجة إلى أن المديرين ذوي القدرات الإدارية الأعلى لديهم المزيد من الحوافز للإفصاح عن محتوى معلوماتي جيد للإشارة إلى قدرتهم وبعيداً عن الممارسات الانتهازية، مما يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، فضلاً عن ذلك، توصلت الدراسة أيضاً إلى أن الشركات التي تنتمي إلى

مجموعة الشركات التجارية الكبرى تلعب دوراً مؤثراً في إضعاف العلاقة السالبة السابقة بين القدرة الإدارية ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم اللاحقة، نتيجة لوصول الملاك الأساسيين في مجلس الإدارة مباشرة إلى المعلومات الخاصة ومن ثم إمكانية حجب أو تخزين الأخبار السيئة، وبالتالي تزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم في مثل هذه الشركات.

كما هدفت دراسة (Habib & Hasan, 2017) إلى تقديم دليل تطبيقي حول مدى تأثير القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية على مستوى الشركة، وكيفية تأثير ذلك على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وبالتطبيق على عينة من الشركات في استراليا، بإجمالى مشاهدات (٧٦٢٤٩) مشاهدة خلال الفترة بين عامي (١٩٨٧ - ٢٠١٢)، توصلت الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تزداد لدى الشركات التي بها مديرين ذوي قدرات مرتفعة، وذلك بشكل أساسي من خلال الإفراط في الاستثمارات غير الفعالة أو ليست ذات كفاءة استثمارية، كما يوجد تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على اتجاه الشركات للاستثمار المفرط، وهذا يدل على أن المديرين ذوي القدرات المرتفعة يركزون على منافعهم الخاصة ومن ثم يتخذون إجراءات قد تؤدي إلى تقاوم مشاكل الوكالة وضعف بيئة المعلومات، وأن الشركات التي لديها مديرين ذوي قدرات مرتفعة تقوم بالإفراط في الاستثمار في مشاريع تدمر القيمة التي تتضمن استهلاك للموارد ومن ثم تذبذب الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى إنهيار قيمة الشركات.

أما دراسة (Cui et al., 2019) فقد استهدفت فحص العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم للشركات في المستقبل، وما هو دور كفاءة القرارات الاستثمارية وجودة بيئة المعلومات الخاصة بالشركة في هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على عينة كبيرة من السنوات للشركات الأمريكية بلغت (٥٣١٤٨) مشاهدة، خلال الفترة بين عامي (١٩٩١ - ٢٠١٤)، وتوصلت الدراسة إلى أنه يوجد تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم في الشركات، حيث إن المديرين ذوي القدرات المرتفعة يرتبطون بارتفاع احتمالات وقوع حوادث إنهيارات

أسهم في المستقبل، وتكون هذه العلاقة أكثر وضوحاً عندما يكون لدى المديرين مخاوف مهنية أكبر ومعرفة أفضل بالمعلومات التشغيلية ويشاركون في المزيد من الأنشطة مرتفعة المخاطر، كما أن إحتجاز وحجب الأخبار السيئة (وما يتبعه من غموض ومن ثم انخفاض جودة بيئة المعلومات) والإفراط في الإستثمار يشكلان وسيلتين يعمل من خلالهما المديرين على زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

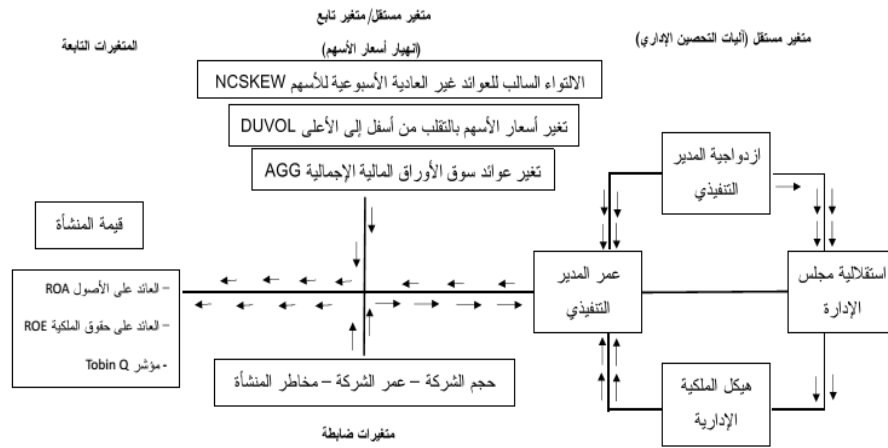
واختبرت دراسة (Liu & Lei, 2021) العلاقة بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتركيز على الثقة الإدارية المفرطة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية، بإجمالي مشاهدات بلغت (٢٤٢٨٩) مشاهدة خلال الفترة بين عامي (١٩٩٤ - ٢٠١٨)، وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أنه توجد علاقة موجبة بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، خاصة عندما تكون الثقة الإدارية المفرطة للمديرين التنفيذيين مرتفعة، وتكون تلك النتيجة أكثر وضوحاً في عدة حالات مثل: أن تكون نظم الرقابة الداخلية للشركة ضعيفة أو غير فعالة، وعدم تجانس معتقدات وميول المستثمرين، وارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات.

وقامت دراسة (عبد الرحيم، ٢٠٢٢) باختبار تأثير قوة المديرين التنفيذيين وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات المصرية المقيدة بالبورصة المصرية، سواء مباشرة أو عبر الدور الوسيط لممارسات إدارة الأرباح، وتم ذلك بالتطبيق على عينة من هذه الشركات خلال عامي (٢٠١٨ - ٢٠١٩)، وتوصلت الدراسة في ظل التحليل الأساسي إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من قوة المديرين التنفيذيين وممارسات إدارة الأرباح على خطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود تأثير إيجابي معنوي لقوة المديرين التنفيذيين على ممارسات إدارة الأرباح، فضلاً عن عدم معنوية كل من حجم الشركة ومستوي الرفع المالي كمتغيرات رقابية باستثناء معدل العائد على الأصول الذي له تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم، كما تتوسط ممارسات إدارة الأرباح العلاقة بين قوة المديرين التنفيذيين وخطر انهيار أسعار أسهم شركات عينة الدراسة.

وطبقاً لهذا التباين في نتائج الدراسات السابقة قد تمكن الباحثون من اشتقاق الفرض الرئيسي الثالث في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الرئيسي الثالث H₃: لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية آليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم. ٣- متغيرات الدراسة:

يوضح الشكل التالي رقم (١) العلاقة بين متغيرات الدراسة:



شكل (١): متغيرات الدراسة والعلاقة بينها

من خلال الشكل رقم (١)، يتبين وجود أربع مجموعات من المتغيرات، هي المتغير المستقل والذي يشير إلى آليات التحصين الإداري (تتضمن فترة بقاء المدير التنفيذي، إستقلالية مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي ونسبة هيكل الملكية الإدارية)؛ وكذلك المتغير التابع والذي يتضمن قيمة المنشأة (مقاس بمقياس Tobin's Q، معدل العائد على الاصول، معدل العائد على حق الملكية)، أما المتغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم مقاساً بـ NCSKEW، DUVOL، AGG فقد أُختبر

مرة كمتغير مستقل ومرة أخرى كمتغير تابع (كتحليل إضافي) . اما بالنسبة المتغيرات الرقابية فتضمن خصائص المنشأة ذات التأثير على المتغيرين التابعين، وتشمل المتغيرات الرقابية في كل من حجم المنشأة مقاسا بما تسيطر عليه من اصول، ومعدل الرفاعة المالية كمقياس لمستوى المخاطر الناتجة من الاعتماد على اموال الملكية في تمويل نشاط المنشأة محل التحليل، وعمر الشركة.

ويوضح الجدول رقم (٢) متغيرات الدراسة وطريقة قياس كل منها :

جدول (٢): متغيرات الدراسة وطرق قياسها

التصنيف المتغير	المتغير	الرمز	طريقة القياس	الدراسات السابقة
المتغير المستقل آليات التحصين الإداري	١-إستقلالية مجلس الإدارة	BIND	عدد اعضاء مجلس الادارة غير التنفيذيين إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة	(Nazaridavaji Khoramabad, 2021; Rutledge et al., 2016; Rashid, 2018; Gomez et al., 2017; Kao et al., 2013; Vo, Nguyen, 2014)
	٢-هيكل الملكية الإدارية	Mang	الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إجمالي عدد الأسهم العادية	(Shuto, Takada, 2010; Kumar, Zattoni, 2016; Beyer, et al., 2012; Ellili, 2012; O'Connell, Cramer, 2010; Desoky, Mousa, 2012)
	٣-إزاداجية دور المدير التنفيذي	CEODUAL	متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي الأول للشركة يشغل رئيس مجلس إدارة و (صفر) بخلاف ذلك	(Salehi et al., 2021; Ehikioya et al., 2021; Martins, 2019; Rashid, 2010; Kaur, Singh, 2018; Vintila, Gherghina, 2013; Mahrous, 2014)
	٤- فترة بقاء المدير التنفيذي	CEOTERNURE	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول للشركة في منصبه منذ تعيينه كرئيس تنفيذي للشركة	(Qifeng, 2020; محمد, هاجر عبد Limbach ٢٠٢٣ الرحمن عبد الفتاح et ; al., 2016; Diks, 2016; Katerina, 2018)
المتغير المستقل آليات تهيكل أسعار الأسهم		NCSKEW	$-\frac{n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum R_{it}^3}{(n-1)(n-2)(\sum R_{it}^2)^{\frac{3}{2}}}$	(Dang, 2016; Yongtae, 2014; Kim, Zhang, 2014; DeFond et al., 2015; Dang et al., 2018; Zhang, 2016)

جدول (٢): متغيرات الدراسة وطرق قياسها

التصنيف المتغير	المتغير	الرمز	طريقة القياس	الدراسات السابقة
	٢-متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى	DUVOL	$\log \left\{ \frac{(n_u - 1)\Sigma_{Down} R_{it}^2}{(n_d - 1)\Sigma_{Up} R_{it}^2} \right\}$	(Andreou, 2015; Long et al., 2020; السعدي والخولي وكمال، 2020; ٢٠٢٣; Chen et al., 2017; Harper et al., 2020; Kim et al., 2016)
	٣-متغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية	AGG	$[Rank(DUVOL_{i,t}) + Rank(NCSKEW_{i,t})]/2$	(Elhabashy, 2023; Habib, Hasan, 2017; Cui et al., 2019; Liu, Lei, 2021; Park, Jung, 2017)
المتغيرات التابعة قيمة المنشأة	١- Tobins' Q	Q	$\frac{ت + إجمالي قيمة السوقية لحقوق الملكية}{القيمة الدفترية للأصول}$	(Sidhu, 2016; Isshaq et al., 2009; Handriani & Robiyanto, 2018; Arian et al., 2014; García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2011)
	٢- معدل العائد على الأصول	ROA	$\frac{صافي الربح بعد الضرائب}{إجمالي الأصول}$	(Niresh & Thirunavukkarasu, 2014; Markonah et al., 2020; Tran et al., 2018)
	٣- معدل العائد حق الملكية	ROE	$\frac{صافي الربح بعد الضرائب}{إجمالي حقوق الملكية}$	(Ellili, 2012; Moussa et al., 2013; Rutledge et al., 2016)
المتغيرات الرافعة	١- حجم المنشأة	Size	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	(Natsir & Yusbardini, 2020; Isshaq et al., 2009; Chen et al., 2012; Tran et al., 2018)
	٢- مخاطر المنشأة	LEV	$\frac{إجمالي الالتزامات}{إجمالي الأصول}$	(Nadarajah et al., 2018; Ma et al., 2019; Chia et al., 2020; Tran et al., 2018)
	٣- عمر الشركة	Age	اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء الشركة منذ قديها بسوق الأوراق المالية	(Yazdanfar & Öhman, 2014)

المصدر: من إعداد الباحثين

٤ - مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في منشآت الأعمال غير المالية المقيدة ومتداولة في البورصة المصرية، أما عينة الدراسة فنشمل أسهم منشآت الأعمال المدرجة في مؤشر مصر ٥٠ (EGX50) من المنشآت غير المالية، وقد تم اختيار مفردات العينة وفقاً للشروط التالية:

-إستبعاد قطاع الخدمات المالية (ومنها القطاع المصرفي) وشركات السمسرة وشركات التأمين.

- ضرورة توافر كلاً من القوائم المالية وتقارير الإفصاح عن المنشأة بانتظام خلال الفترة محل التحليل (٢٠١٨-٢٠٢٢).

- ألا تكون المنشأة المصدرة للأسهم قد تعرضت للشطب من جداول التداول بالبورصة المصرية خلال الفترة محل الاختبار.

- ألا تكون المنشأة المصدرة للأسهم قد تعرضت للإندماج أو للاستحواذ خلال الفترة محل الاختبار.

وقد أسفرت المعايير السابقة عن اختيار ١٩ منشأة أعمال تمثل عينة الدراسة، يمكن استعراضهم من خلال الجدول رقم (٣)

جدول (٣): مفردات عينة الدراسة

م	اسم المنشأة المصدرة للأسهم	كود رويترز	تاريخ الفيد	رأس المال السوقى
١	المصرية الدولية للصناعات الدوائية (إبيكو)	PHAR.CA	9/1995	5,927,916,638
٢	النساجون الشرقيون	ORWE.CA	14/12/1994	4,855,283,056
٣	حديد عز	ESRS.CA	25/05/1999	7,225,424,859
٤	مجموعة طلعت مصطفي القابضة	TMGH.CA	25/11/2007	16,198,963,945
٥	السادس من أكتوبر (سوديك)	OCDI.CA	10/03/1998	4,274,368,416
٦	جى بى أوتو غيور	AUTO.CA	07/03/2007	3,741,513,287
٧	ابن سينا فارم	ISPH.CA	12/2017	2,913,120,000
٨	السويدى اليكترويك	SWDY.CA	18/05/2006	16,665,293,400
٩	مصر الجديدة للاسكان والتعمير	HELI.CA	5/1995	13,551,114,780
١٠	ام.ام جروب للصناعة والتجارة العالمية	MTIE.CA	8/2016	8,580,322,267
١١	العربية لحليج الاقطن	ACGC.CA	08/07/1995	494,146,434
١٢	القاهرة للدواجن	POUL.CA	05/11/1995	1,231,034,112
١٣	جھينة للصناعات الغذائية	JUFO.CA	5/2010	15,608,496,259
١٤	بالم هيلز للتعمير	PHDC.CA	27/12/2006	4,074,397,151
١٥	إعمار مصر للتنمية	EMFD.CA	04/03/2015	12,274,505,980
١٦	مصر للألمونيوم	EGAL.CA	7/1997	42,545,250,000
١٧	العربية للأسمنت	ARCC.CA	3/2014	3,779,822,206
١٨	أورسكوم للتنمية	ORHD.CA	6/1998	13,814,386,451
١٩	الصناعات الكيماوية المصرية	EGCH.CA	8/1995	16,410,387,556

المصدر: من إعداد الباحثين

٥- عرض ومناقشة نتائج التحليل الإحصائي :

١/٥ الإحصاء الوصفي للمتغيرات:

جدول (٤): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
العائد على حقوق الملكية	715.48	15.566	9914.6	0.42621	22.898
العائد على الأصول	6.0487	4.7203	10.537	3.2540	20.918
إستقلالية مجلس الإدارة	0.75202	0.75000	0.13777	-0.33463	-0.58030
عمر المدير التنفيذي	5.5895	4.0000	5.0476	1.6990	2.5187
إزدواجية مجلس الإدارة	0.94737	1.0000	0.22448	-4.0069	14.056
هيكل الملكية الإدارية	1.0517	0.44010	4.6710	7.0330	49.307
Tobin_Q	6.4e+008	2.1e+008	9.10e+008	2.4158	6.3809
معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم	0.24153	0.26080	0.95715	-0.16770	0.00261
NCSKEW					
تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى	-0.067	-0.0839	0.15319	0.14547	-0.60588
DUVOL					
عوائد سوق الأوراق المالية الاجمالية AGG	0.0873	0.0908	0.41033	-0.15382	0.09814

ويتضح من الجدول رقم (٤) أن معظم المتغيرات علي الرغم من عدم وجود اختلافات كبيرة بين المتوسطات والوسيط مما قد يعطي أنطباع بتوزيع البيانات طبيعياً، إلا أن كل من معاملات الالتواء والتفرطح تؤكد عدم دقة هذه النتائج وأن البيانات ذات التواء موجب في معظمها باستثناء متغير إزدواجية المدير التنفيذي والذي يعطي معامل الالتواء سالب فقط، إضافة إلي أن متغير العائد علي حقوق الملكية وهو الأقرب إلي التوزيع الطبيعي من حيث معامل الالتواء الأقرب لقيمة الصفر ولكن يحقق كثافة كبيرة للقيم في اتجاه منتصف البيانات مما يعطي قمة لمعامل التفرطح تتجاوز معظم المتغيرات بما عدا متغير هيكل الملكية الإدارية.

٢/٥ إختبار ثبات وإستقرار السلاسل الزمنية لمفردات عينة الدراسة:

تساعد إختبارات ثبات وإستقرار السلاسل الزمنية لمفردات عينة الدراسة، مما يضمن إمكانية تطبيق نماذج البيانات المقطعية مع عدم تحيز النتائج الناتجة عنها، ولذلك تم إجراء إختبارات شروط الاستقرارية لهذه السلاسل إعتماًداً علي كل من إختبارات جذر الوحدة (Unit Root Test) والتي من أهمه للسلاسل الزمنية الفردية إختبار ديكي فولر المعزز (ADF)، وإختبار فيليبس بيرون (PP)، والسلاسل الزمنية المجمعة يتم إختبار الاستقرارية من خلال إختبار لين وتشو (LLC).

جدول (٥): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات البحث

المتغيرات	ديكي فولر المعزز (ADF)	فيليبس بيرون (PP)	لين وتشو (LLC)
العائد على حقوق الملكية	0.0000*	0.0000*	
	(-6.7881)	(-6.8011)	
العائد على الأصول	0.0000*	0.0000*	
	(-8.7727)	(-8.7346)	
Tobin_Q	0.00654*	0.00760*	0.00000**
	(-3.6453)	(-3.5949)	(-8.9138)
إستقلالية مجلس الإدارة	0.0001*	0.0001*	
	(-4.9837)	(-5.0541)	
عمر المدير التنفيذي	0.00162*	0.00162*	
	(-4.0872)	(-4.0872)	
إزدواجية مجلس الإدارة	0.01780*	0.00774*	
	(-3.2961)	(-3.5888)	
هيكل الملكية الإدارية	0.0001*	0.0001*	0.00000**
	(-17.34)	(-17.35)	(-10.46)
معامل الائتواء السالب للعوائد	0.0001*	0.0001*	
غير العادية الأسبوعية للأسهم	(-11.157)	(-12.63)	
NCSKEW			
تغير أسعار الأسهم بالتقلب من	0.0000*	0.0001*	
أسفل إلى أعلى DUVOL	(-11.135)	(-11.202)	
عوائد سوق الأوراق المالية	0.0000*	0.0001*	0.00000**
الاجمالية AGG	(-11.049)	(-12.148)	(-21.250)

يتم إختبار ثبات وإستقرار السلاسل الزمنية لمفردات عينة الدراسة فى ضوء إفتراض أن قيمة معامل الخطأ e : الخطأ العشوائى متوسط والتباين كانا ثابتين خلال الفترات محل الاختبار، والجدول رقم (٥) يوضح أنه تم تقييم ثبات السلاسل الزمنية

للمتغيرات المستقلة و الوسيطة والرقابية و التابعة من خلال اختبارات "ديكي فولر المعزز (ADF) " و "فيليبس بيرون (PP)" و "لين وتشو (LLC)" وقد كانت كافة الاختبارات معنوية عند مستوى ٥%.

٣/٥ اختبار الفرض الرئيسي الأول:

يسعى الباحثون في هذا الجزء من الدراسة إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المنشأة، حيث يمكن صياغة الفرض في صورة العدم والذي ينص على انه "لا يوجد تأثير معنوي بين آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة"، وطبقا لوجود أكثر من مؤشر لقيمة المنشأة (معدل العائد على الاصول، ومعدل العائد على حق الملكية و Tobin's Q)، ويمكن للباحثين اشتقاق الفروض الفرعية .

حيث ينص الفرض الفرعي الأول في صورة العدم على "لا يوجد تأثير معنوي لآليات التحصين الإداري على معدل العائد على الاصول"، والذي يمكن اختباره في ضوء المتغيرات الرقابية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_{BIND} BIND_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + \beta_{CEODUAL} CEODUAL_{it} + \beta_{CEOTERNURE} CEOTERNURE_{it} + Age_{it} + Leve_{it} + Size_{it} + e$$

	حيث
معدل العائد على الاصول للمنشأة (i) في السنة (t)	ROA _{it}
الجزء الثابت من العلاقة بين آليات التحصين الإداري ومعدل العائد على الاصول	A
إستقلالية مجلس الادارة للمنشأة (i) في السنة (t)	BIND _{it}
إزدواجية المدير التنفيذي للمنشأة (i) في السنة (t)	CEODUAL _{it}
حجم المنشأة على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	Size _{it}
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	Leve _{it}
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قيدها بسوق الأوراق المالية	Age _{it}
فترة بقاء المدير التنفيذي في المنشأة (i) في السنة (t)	CEOTERNURE _{it}
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	Mang _{it}
معامل حساسية التغير في معدل العائد على الاصول مع التغير في قيمة العامل (F)	β _F
الخطأ العشوائي	e _i

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنصيار أسعار الأسهم على قيمة منخآض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين محمد الرازق ممد & د/ رندة حسن محمد العفيف ممد

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات لتسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ ويوضح الجدول رقم (٦) النتائج التالية:

جدول (٦): علاقة نموذج الانحدار بين متغير العائد على الأصول ومتغيرات التحصين الإداري

أولاً: متغير إستقلالية مجلس الإدارة BIND _{it}					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
-0.138109**	-0.104635	0.866118	-7.49083	3.86826	Coef.
(-2.194)	(-1.035)	(1.620)	(-0.8352)	(0.2368)	t.stat
				0.265912	R-sq
متغير إستقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)					
	β_3	β_2	β_1	β_0	
	-0.00734146	0.905170	-12.5111	-4.71581	Coef.
	(-0.07878)	(1.652)	(-1.406)	(-0.2899)	t.stat
				0.216842	R-sq
متغير إستقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)					
		β_2	β_1	β_0	
		0.925524*	-12.4118	-5.47125	Coef.
		(1.928)	(-1.419)	(-0.4192)	t.stat
				0.216776	R-sq
ثانياً: متغير فترة بقاء المدير التنفيذي CEOTERNURE _{it}					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
-0.151204**	-0.113282	0.925486*	-0.141083	-1.24313	Coef.
(-2.478)	(-1.104)	(1.737)	(-0.5859)	(-0.08393)	t.stat
				0.410055	R-sq
متغير فترة بقاء المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)					
	β_3	β_2	β_1	β_0	
	0.00101956	1.00985*	-0.146411	-15.9176	Coef.
	(0.01075)	(1.835)	(-0.5877)	(-1.133)	t.stat
				0.199413	R-sq
متغير فترة بقاء المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)					
		β_2	β_1	β_0	
		1.00720**	-0.146901	-15.8243	Coef.
		(2.062)	(-0.6039)	(-1.443)	t.stat
				0.199411	R-sq

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنصيار أسعار الأسهم على قيمة منخآض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين عبد الرازق ممد & د/ رندة حسن عبد الحفيظ ممد

ثالثاً: متغير إزدواجية المدير التنفيذي CEODUAL _{it}						
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير إزدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة وعمر الشركة ومخاطر الشركة)	
-0.159432** (-2.592)	-0.133739 (-1.254)	0.909475* (1.712)	4.83326 (0.8784)	-5.12223 (-0.3390)	Coef. t.stat R-sq	0.266660
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير إزدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة وعمر الشركة)	
	-0.00243601 (-0.02499)	0.998427* (1.814)	2.74515 (0.4857)	-18.9748 (-1.293)	Coef. t.stat R-sq	0.198215
		β_2	β_1	β_0	متغير إزدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)	
		1.00452** (2.050)	2.70440 (0.5031)	-19.1472 (-1.488)	Coef. t.stat R-sq	0.198208
رابعاً: متغير هيكل الملكية الإدارية Mang _{it}						
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة وعمر الشركة ومخاطر الشركة)	
-0.149321** (-2.422)	-0.102736 (-1.011)	0.899368* (1.676)	-0.0707283 (-0.2758)	-1.80438 (-0.1219)	Coef. t.stat R-sq	0.259583
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة وعمر الشركة)	
	0.00969702 (0.1039)	0.963299* (1.740)	-0.151198 (-0.5756)	-15.7908 (-1.122)	Coef. t.stat R-sq	0.199259
		β_2	β_1	β_0	متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)	
		0.936705* (1.922)	-0.151974 (-0.5827)	-14.8973 (-1.346)	Coef. t.stat R-sq	0.199140

يتضح من الجدول رقم (٦) انه لا يمكن رفض الفرض العدمي الرئيسي الأول بأنه "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين آليات التحصين الإداري ومعدل العائد علي الأصول"، ويتضح ذلك من خلال المتغيرات الأربعة المكونة لآليات التحصين الإداري، مع ضعف القيمة التفسيرية لمعامل التحديد، والتي تتباين فيما بين متغيرات التحصين الإداري مما يجعل متغير فترة بقاء المدير هو الأفضل بمعامل

تحديد قدره ٠,٤١، يليه كل من متغير إستقلالية مجلس الإدارة وإزدواجية المدير التنفيذي بحوالى ٠,٢٦، وأخيرا متغير هيكل الملكية الإدارية وهو الأضعف من حيث تفسير قيمة المتغير التابع بحوالى ٠,١٩.

ووفقاً لتحليل الدراسات السابقة يتضح إختلاف أو اتفاق البعض منها مع نتائج الدراسة الحالية، حيث أكدت دراسة (Kokeno and Muturi, 2016) إلى أنه توجد علاقة إيجابية بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة، مما يختلف مع نتائج الدراسة والتي تؤكد على أن العلاقة غير معنوية سالبة، مما قد يرجع إختلاف النتائج لعدم استخدام أثر سنوات الخبرة والدراسة كمتغير ضابط لم تتاح عنه بيانات كافية مما أدى إلي إستبعاده، مما قد يغير من معنوية العلاقة وإتجاهها، كما تؤكد دراسة (Gomez et. al., 2017) والتي تؤكد عدم وجود علاقة معنوية بين إستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة، وذلك يتناسب مع النتائج الموضحة في الجدول رقم (٦) الموضح أعلاه، ونتيجة لما سبق يمكن إستخلاص عدم القدرة علي رفض الفرض العدمي الفرعي الأول بفروضه الفرعية الأربعة، والقائل بأن "لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية بين آليات التحصين الإدارى ومعدل العائد علي الأصول".

وفى المقابل يمكن اختبار الفرض الرئيسى الاول ايضا باستخدام معدل العائد على حق الملكية كمؤشر لقيمة المنشأة فى صورة العدم على أنه " لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لآليات التحصين الإدارى على معدل العائد على حق الملكية" والذي يمكن إختباره فى ظل المتغيرات الرقابية من خلال النموذج الاحصائى التالي:

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_{BIND} BIND_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + \beta_{CEODUAL} CEODUAL_{it} + \beta_{CEOTERNURE} CEOTERNURE_{it} + Age_{it} + Leve_{it} + Size_{it} + e$$

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنصهار أسعار الأسهم على قيمة منخاض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العديوي & د/ محمد حسين محمد الرازي محمد & د/ رعدة حسن محمد العفيف محمد

معدل العائد على حقوق الملكية للمنشأة (i) في السنة (t)	ROE _{it}
الجزء الثابت من العلاقة بين آليات التحصين الإداري ومعدل العائد على حقوق الملكية	A
استقلالية مجلس الإدارة للمنشأة (i) في السنة (t)	BIND _{it}
إزدواجية المدير التنفيذي للمنشأة (i) في السنة (t)	CEODUAL _{it}
حجم المنشأة على أساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	Size _{it}
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	Leve _{it}
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قيدها بسوق الأوراق المالية	Age _{it}
فترة بقاء المدير التنفيذي للمنشأة (i) في السنة (t)	CEOTERNURE _{it}
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	Mang _{it}
معامل حساسية التغير في معدل العائد على حقوق الملكية مع التغير في قيمة العامل (F)	β_F
الخطأ العشوائي	e_i

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض لبيانات التسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ ويوضح الجدول رقم (٧) النتائج التالية:

جدول (٧): علاقة نموذج الانحدار بين متغير العائد على حقوق الملكية ومتغيرات التحصين الإداري

أولاً: متغير استقلالية مجلس الإدارة BIND _{it}					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
-72.7900	-179.958 [*]	-306.944	6324.24	12820.1	Coef.
(-1.224)	(-1.885)	(-0.6080)	(0.7465)	(0.8310)	t.stat
				0.260341	R-sq
متغير استقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)					
β_3	β_2	β_1	β_0		
-١٢٨.٦٨٠	-286.362	3678.33	8295.85	Coef.	
(-1.495)	(-0.5656)	(0.4475)	(0.5520)	(0.5520)	t.stat
			0.244945	0.244945	R-sq
متغير استقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)					
β_2	β_1	β_0			
70.3997	5418.41	-4945.51	Coef.		
(0.1564)	(0.6605)	(-0.4040)	(-0.4040)	(-0.4040)	t.stat
		0.221840	0.221840	0.221840	R-sq
ثانياً: متغير فترة بقاء المدير التنفيذي CEOTERNURE					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
-63.4622	-120.769	-414.694	882.470 ^{***}	12703.6	Coef.
(-1.236)	(-1.398)	(-0.9248)	(4.356)	(1.019)	t.stat
				0.410055	R-sq

تأثير أليات التحصين الإداري ومخاطر إنصيار أسعار الأسهم على قيمة منخآض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين عبد الرازق ممد & د/ وحدة حسن عبد الحفيظ ممد

متغير فترة بقاء المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)					
β_3	β_2	β_1	β_0	Coef.	t.stat
-72.7947 (-0.9400)	-379.287 (-0.8445)	880.234*** (4.329)	6544.51 (0.5708)		0.397538 R-sq
متغير فترة بقاء المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)					
	β_2	β_1	β_0	Coef.	t.stat
	-190.107 (-0.4739)	915.210*** (4.582)	-116.594 (-0.01295)		0.390246 R-sq
ثالثاً: متغير ازدواجية المدير التنفيذي CEODUAL _{it}					
متغير ازدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	Coef.
-72.6820 (-1.261)	-223.367** (-2.234)	-355.675 (-0.7146)	6854.63 (1.329)	13487.2 (0.9525)	0.272471 R-sq
متغير ازدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)					
β_3	β_2	β_1	β_0	Coef.	t.stat
-163.508* (-1.851)	-315.124 (-0.6319)	5902.70 (1.153)	7172.07 (0.5393)		0.256404 R-sq
متغير ازدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)					
	β_2	β_1	β_0	Coef.	t.stat
	94.0174 (0.2070)	3167.82 (0.6357)	-4404.01 (-0.3692)		0.221503 R-sq
رابعاً: متغير هيكل الملكية الإدارية Mang _{it}					
متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	Coef.
-61.5791 (-1.058)	-180.803* (-1.885)	-347.274 (-0.6856)	3.65786 (0.01511)	17813.6 (1.275)	0.254618 R-sq
متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)					
β_3	β_2	β_1	β_0	Coef.	t.stat
-134.436 (-1.575)	-320.909 (-0.6338)	-29.5275 (-0.1229)	12045.7 (0.9354)		0.243030 R-sq
متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)					
	β_2	β_1	β_0	Coef.	t.stat
	47.7739 (0.1054)	-18.7780 (-0.07741)	-341.211 (-0.03313)		0.217316 R-sq

يتضح من الجدول رقم (٧) أنه لا يمكن رفض الفرض العدمي الاول الذي تم اختباره على معدل العاد على حق الملكية "بأنه لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين آليات التحصين الإداري ومعامل العائد على حقوق الملكية"، ويتضح ذلك من خلال المتغيرات الأربعة المكونة لآليات التحصين الإداري، مع ضعف القيمة التفسيرية لمعامل التحديد، والتي تتباين فيما بين متغيرات التحصين الإداري مما يجعل متغير فترة بقاء المدير هو الأفضل بمعامل تحديد قدره ٠,٤١، يليه متغير ازدواجية المدير التنفيذي بحوالي ٠,٢٧، متغير إستقلالية المدير بحوالي ٠,٢٦، وأخيرا متغير هيكل الملكية الإدارية وهو الأضعف من حيث تفسير قيمة المتغير التابع بحوالي ٠,٢٥.

ووفقاً لتحليل الدراسات السابقة يتضح إختلاف أو اتفاق البعض منها مع نتائج الدراسة الحالية، حيث تؤكد الدراسات السابقة بأن مؤشرات آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة ليست دائما ثابتة كعلاقة معنوية سلبية، فالعلاقة قد تكون غير خطية كما أشارت إليها دراسة (Eili, 2012) وذلك يختلف تماماً مع النتائج الموضحة في الجدول رقم (٧) أعلاه والذي يوضح أن كل مؤشرات آليات التحصين الإداري سالبة القيمة، مما يؤكد الخطية وإختلاف الاتجاه لعلاقة المتغيرات بمعامل العائد على حقوق الملكية، وذلك مما تؤكد دراسة كلاً من (Clime & Yore, 2016; Eduardo & Poole, 2016) إلي وجود علاقة سلبية بين فترة بقاء المدير التنفيذي وقيمة المنشأة إتماداً على معامل معدل العائد على حقوق الملكية، مما يتوافق بشكل جزئي مع نتائج الجدول السابق، كما تؤكد دراسة (Qifeng wu, 2020) إلي مدي قدرة متغير فترة بقاء المدير التنفيذي كأكثر المحددات التفسيرية لآليات التحصين الإداري بما يتناسب مع نتائج الدراسة الحالية حيث علي الرغم من عدم معنوية النتائج إلا أن قيمة معامل التحديد التفسيرية هي الأعلى مقارنة بباقي العوامل والتي تقدر بحوالي ٠,٤١ مع إختلاف إتجاه العلاقة لتكون موجبة، مما يؤكد أنه كلما زادت الإقدمية للمدير التنفيذي كسنوات للخبرة، تعطيه قدرة أفضل علي توحيد السلطات، خلق شبكات تعاونية مع أصحاب المصالح، والقدرة علي إبرام العقود اللازمة لأعمال الشركة.

كما تؤكد النتائج على أن العلاقة بين ازدواجية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة موجبة أي ذات تأثير علي عملية الرقابة مما يتعامل مع نتائج كل من الدراسات التالية (Ehikioy, et al., 2021; Martins, 2019; Dey, et al., 2011; Chietal, 2009; salehi, et al., 2021)، كما أكدت دراسة (Kaur & Singh, 2018) بعدم وجود علاقة معنوية سلبية بين ازدواجية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة وهو ما يتم تأكيده بالنتائج الموضحة بالجدول رقم (٧) مع تغيير إتجاه العلاقة لموجبة، كما تؤكد دراسة (Gomez, et al., 2017) عدم وجود علاقة معنوية بين إستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة، وذلك يؤكد صحة النتائج المقدمة في الجدول رقم (٧)، كما تؤكد كل من دراسة (Haniffa & Hudaib, 2006; O'connel & Cramer, 2010; Desoky & Mousa, 2012) عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة الملكية الإدارية ومعامل معدل العائد علي حقوق الملكية مما يؤكد صحة النتائج وضعف قيمة معامل التحديد مع عدم معنوية النتائج مما يؤكد علي قبول الفرض العدمي القائل "بأن لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لآليات التحصين الإداري على معدل العائد على حق الملكية".

ومن جهة أخرى تم إخبار الفرض الرئيسي أيضا على مقياس Tobin's Q كأحد مؤشرات قيمة المنشأة في صورة العدم على انه " لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لآليات التحصين الإداري على مقياس Tobin's Q " والذي يمكن إختباره في ظل المتغيرات الرقابية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_{BIND} BIND_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + \beta_{CEODUAL} CEODUAL_{it} + \beta_{CEOTERNURE} CEOTERNURE_{it} + Age_{it} + Leve_{it} + Size_{it} + e$$

حيث ان :

قيمة المنشأة (i) في السنة (t) طبقاً لمقياس Tobin's Q	Q_{it}
الجزء الثابت من العلاقة بين آليات التحصين الإداري مقياس Tobin's Q	α
إستقلالية مجلس الادارة للمنشأة (i) في السنة (t)	$BIND_{it}$
ازدواجية المدير التنفيذي للمنشأة (i) في السنة (t)	$CEODUAL_{it}$
حجم المنشأة على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Size_{it}$
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Leve_{it}$
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قيدها بسوق الأوراق المالية	Age_{it}
فترة بقاء المدير التنفيذي في المنشأة (i) في السنة (t)	$CEOTERNURE_{it}$
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Mang_{it}$
معامل حساسية التغير في Tobin's Q مع التغير في قيمة العامل (F)	β_F
الخطأ العشوائي	e_i

ومن خلال معالجة البيانات بإستخدام التحليل المستعرض لبيانات التسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ ويوضح الجدول رقم (٨) النتائج التالية:

جدول (٨): علاقة نموذج الانحدار بين متغير Tobin Q وآليات التحصين الإداري

أولاً: متغير إستقلالية مجلس الإدارة BIND _{it}					
متغير إستقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
-788492	-3.15304e+07***	1.52974e+08***	1.03039e+09*	-2.57702e+09**	Coef.
(-0.1957)	(-4.873)	(4.472)	(1.795)	(-2.465)	t.stat
				0.605502	R-sq
متغير إستقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)					
β_3	β_2	β_1	β_0		
-3.09749e+07***	1.53197e+08***	1.00173e+09*	-2.62603e+09**	Coef.	
(-٥.٣٦٣)	(4.511)	(1.817)	(-2.605)	t.stat	
			0.605293	R-sq	
متغير إستقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)					
β_2	β_1	β_0			
2.39074e+08	1.42058e+09**	-5.81339e+09***	Coef.		
6.807	(2.219)	(-6.087)	t.stat		
		0.449781	R-sq		
ثانياً: متغير فترة بقاء المدير التنفيذي CEOTERNURE _{it}					
متغير فترة بقاء المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
1.04086e+06	-3.1187e+07***	1.4575e+08***	6.95900e+06	-1.80167e+09*	Coef.
(0.2617)	(-4.662)	(4.197)	(0.4435)	(-1.867)	t.stat
				0.588971	R-sq
متغير فترة بقاء المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)					
β_3	β_2	β_1	β_0		
٣.١٩-8e+07***	1.4517e+08***	6.99567e+06	-1.70065e+09*	Coef.	
(-5.385)	(4.216)	(0.4487)	(-1.935)	t.stat	
			0.588580	R-sq	
متغير فترة بقاء المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)					
β_2	β_1	β_0			
2.28262e+08***	2.23584e+07	-4.6264e+09***	Coef.		
(6.315)	(1.243)	(-5.702)	t.stat		
		0.425147	R-sq		

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنصيار أسعار الأسهم على قيمة منخات الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين ممد الراوق ممد & د/ رندة حسن ممد العفيف ممد

ثالثاً: متغير ازدواجية المدير التنفيذي CEODUAL _{it}					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير ازدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، ومخاطر الشركة)
1.13472e+06 (0.2819)	-3.1363e+07 *** (-4.493)	1.4635e+08 *** (4.210)	-4.77341e+07 (-0.1326)	-1.73105e+09 * (-1.751)	Coef. t.stat R-sq 0.587949
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير ازدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، وعمر الشركة)
	-3.2298e+07 *** (-5.291)	1.4569e+08 *** (4.228)	-3.28724e+07 (-0.09288)	-1.63245e+09 * (-1.776)	Coef. t.stat R-sq 0.587494
		β_2	β_1	β_0	متغير ازدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)
		2.2651e+08 *** (6.276)	-5.73092e+08 (-1.448)	-3.9191e+09 *** (-4.136)	Coef. t.stat R-sq 0.429314
رابعاً: متغير هيكل الملكية الإدارية Mang _{it}					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، ومخاطر الشركة)
1.02631e+06 (0.2556)	-3.1673e+07 *** (-4.787)	1.4649e+08 *** (4.192)	973207 (0.05825)	-1.76482e+09 * (-1.830)	Coef. t.stat R-sq 0.587868
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، وعمر الشركة)
	-3.2446e+07 *** (-5.549)	1.4606e+08 *** (4.211)	1.52629e+06 (0.09273)	-1.66868e+09 * (-1.892)	Coef. t.stat R-sq 0.587494
		β_2	β_1	β_0	متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)
		2.3503e+08 *** (6.454)	4.12067e+06 (0.2115)	-4.6582e+09 *** (-5.632)	Coef. t.stat R-sq 0.413508

يتضح من الجدول رقم (٨) قبول الفرض العدمي وهو "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين آليات التحصين الإداري و مقياس Tobin's Q كمؤشر لقيمة المنشأة"، ويتضح ذلك من خلال المتغيرات الأربعة المكونة لآليات التحصين الإداري، مع مستوي تفسير متوسط للقيمة التفسيرية لمعامل التحديد، والتي تتباين فيما بين متغيرات التحصين الإداري مما يجعل متغير إستقلالية مجلس الإدارة هو الأفضل

بمعامل تحديد قدره ٠,٦١، يليه كل من متغير فترة بقاء المدير التنفيذي، إزدواجية المدير التنفيذي، ومتغير هيكل الملكية الإدارية بحوالي ٠,٥٨.

ووفقاً لتحليل الدراسات السابقة يتضح إختلاف أو إتفاق البعض منها مع نتائج الدراسة الحالية، حيث تؤكد كل من دراسة (أبو سالم علوان, ٢٠١٨ ; Ammari, et al., 2016) إلى التأكيد على أن العلاقة بين إزدواجية المدير التنفيذي وقيمة المنشأة من خلال مقياس Tobin's Q بأن تلك العلاقة موجبة، كما تؤكد كل من دراسة (Amer, et al., 2014; Moussa, 2013) بأن العلاقة سلبية وهو نفس الاتجاه التي تؤكد نتائج الجدول رقم (٨) عن نفس المتغير، مع تأكيد على أن العلاقة غير معنوية، كما تؤكد دراسة (Diks, 2016; Single, 2016) العلاقة بين عمر المدير التنفيذي وقيمة المنشأة بأنها علاقة سلبية، وذلك مختلف تماماً من حيث الإتجاه، حيث يتضح أن العلاقة غير معنوية موجبة وهو ما يتفق مع نتائج دراسة كل من (Rashid, 2018; Limbach, et al., 2016). كما تؤكد دراسة (Katerina, 2018; Limbach, et al., 2016) على أن العلاقة بين كل من متغير إستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة بأنها علاقة غير معنوية موجبة وذلك يختلف مع نتائج الدراسة كما يتضح من خلال الجدول رقم (٨) الموضح أعلاه بأن العلاقة معنوية وإيجابية وذات معامل تحديد يقدر بحوالي ٠,٦١ وذلك يختلف من حيث إتجاه العلاقة عن كل من دراسة (Arsian, et al., 2010; Fauzi & Locke, 2012; Kao, et al., 2013; Vo & Nguyen, 2014) والتي تؤكد على أن العلاقة بين المتغيرات وهي علاقة سلبية مما يؤكد على عدم القدرة على رفض الفرض العدمي القائل بأنه "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لآليات التحصين الإداري على مقياس Tobin's Q".

وأخيراً يتضح أن مقياس Tobin's Q هو الأكثر قدرة في قياس قيمة المنشأة نسبة للقدرة على تفسير متغيرات التحصين بشكل أفضل مقارنة بكل من متغير العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية علماً بأن على الرغم من تباين نتائجهم مع متغيرات آليات التحصين الإداري إلا أن القيم التفسيرية لمعامل التحديد تكاد تكون متماثلة.

٣/٥ اختبار الفرض الرئيسي الثاني:

يسعى الباحثون في هذا الجانب من الدراسة إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير آليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة المنشأة، حيث يمكن إستعراض صياغة الفرض في صورة العدم والذي ينص على انه " لا يوجد تأثير معنوى بين آليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة"، طبقاً لوجود أكثر من مؤشر لقيمة المنشأة (معدل العائد على الاصول، ومعدل العائد على حق الملكية و Tobin's Q)، يمكن للباحثين إختباره على كل مؤشر على حدة.

حيث ينص الفرض الثانى بالتطبيق على معدل العائد على الاصول كأحد مؤشرات قيمة المنشأة في صورة العدم على "لا يوجد تأثير معنوى لآليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم على معدل العائد على الاصول"، والذي يمكن إختباره في ظل المتغيرات الرقابية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_{NCSKEW} NCSKEW_{it} + \beta_{DUVOL} DUVOL_{it} + \beta_{AGG} AGG_{it} + Age_{it} + Leve_{it} + Size_{it} + e_i$$

حيث

معدل العائد على الاصول للمنشأة (i) في السنة (t)	ROA_{it}
الجزء الثابت من العلاقة بين آليات مخاطر انهيار أسعار الأسهم ومعدل العائد على الاصول	α
معامل اللاتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للاسهللمنشأة (i) في السنة (t)	$NCSKEW_{it}$
متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى للمنشأة (i) في السنة (t)	$DUVOL_{it}$
متغير عوائد سوق الأوراق المالية الاجمالية في المنشأة (i) في السنة (t)	AGG_{it}
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قيدها بسوق الأوراق المالية	Age_{it}
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Leve_{it}$
حجم المنشأة على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Size_{it}$
معامل حساسية التغير في معدل العائد على الاصول مع التغير في قيمة العامل (F)	β_F
الخطأ العشوائى	e_i

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض لبيانات التسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ ويوضح الجدول رقم (٩) النتائج التالية:

تأثير أليات التحصين الإداري ومخاطر إنصيار أسعار الأسهم على قيمة منشآت الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ محمد حسين محمد الرازي محمد & د/ رعدة حسن محمد الحفيظ محمد

جدول (٩): علاقة نموذج الانحدار بين متغير العائد على الأصول ومؤشرات متغير مخاطر انهيار أسعار الأسهم

أولاً: معامل الائتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم NCSKEW					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
-0.151535** (-2.490)	-0.0991796 (-0.9800)	0.877218 (1.646)	1.03419 (0.8565)	-1.60029 (-1.187)	Coef. t.stat R-sq
				0.266277	
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)
	0.0157415 (0.1689)	0.961390* (1.746)	1.03353 (0.8270)	-16.3393 (-1.172)	Coef. t.stat R-sq
				0.203091	
		β_2	β_1	β_0	متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)
		0.919080* (1.887)	1.02116 (0.8240)	-14.9066 (-1.356)	Coef. t.stat R-sq
				0.202780	
ثانياً: متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى الأعلى DUVOL					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
-0.146507** (-2.398)	-0.0967848 (-0.9553)	0.867615 (1.626)	-6.79397 (-0.8928)	-1.97257 (-0.1342)	Coef. t.stat R-sq
				0.266917	
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)
	0.0150930 (0.1626)	0.936617* (1.703)	-8.47247 (-1.083)	-16.0797 (-1.157)	Coef. t.stat R-sq
				0.208353	
		β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)
		0.895899* (1.842)	-8.42354 (-1.085)	-14.7021 (-1.342)	Coef. t.stat R-sq
				0.208066	

تأثير أليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منخآض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين عبد الرازق ممد & د/ رندة حسن عبد الحفيظ ممد

ثالثاً: متغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية AGG					
متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
-0.152402**	-0.0997671	0.880327	2.34564	-1.55384	Coef.
(-2.503)	(-0.9858)	(1.652)	(0.8331)	(-0.1055)	t.stat
				0.265878	R-sq
متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)					
	β_3	β_2	β_1	β_0	
	0.0155757	0.966728*	2.22352	-16.3990	Coef.
	(0.1669)	(1.756)	(0.7628)	(-1.175)	t.stat
				0.201986	R-sq
متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)					
		β_2	β_1	β_0	
		0.924863*	2.19375	-14.9817	Coef.
		(1.899)	(0.7590)	(-1.362)	t.stat
				0.201681	R-sq

يتضح من الجدول رقم (٩) قبول الفرض العدمي الرئيسي الثاني بأنه " لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية بين متغيرات إنهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة (معدل العائد على الأصول)،" ويتضح ذلك من خلال المتغيرات الثلاثة المكونة لمتغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم بشكل كمي، مع مستوي تفسير ضعيف للقيمة التفسيرية لمعامل التحديد، والتي تكاد شبه ثابتة وواحدة أي كانت طريقة قياس إنهيار أسعار الأسهم وهي بقيمة ٠,٢٦.

كما يتضح أن العلاقة بين قيمة المنشأة ومقاييس أنهيار أسعار الأسهم AGG، NCSKEW وهي علاقة موجبة أما DUVOL وهي علاقة سلبية مع الأخذ في الاعتبار إلى عدم معنوية كل تلك المقاييس، وذلك يعطي نتيجة تأكيدية مفادها وهي قبول الفرض العدمي الرئيسي الثاني، وهو ما يختلف مع نتائج دراسة (فرج، ٢٠١٩؛ Defond, 2015) والتي تؤكد علي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية - معنوية- في إنعكاس قيمة المنشأة.

ومن جهة أخرى يمكن إختيار الفرض الثاني أيضاً على مؤشر معدل العائد على حقوق الملكية كمؤشر لقيمة المنشأة في صورة العدم على أنه "لا يوجد تأثير معنوى

لآليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم على معدل العائد على حقوق الملكية"، والذي يمكن اختباره في ظل المتغيرات الرقابية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_{NCSKEW} NCSKEW_{it} + \beta_{DUVOL} DUVOL_{it} + \beta_{AGGAGG} AGG_{it} + Age_{it} + Leve_{it} + Size_{it} + e_i$$

حيث

معدل العائد على حقوق الملكية للمنشأة (i) في السنة (t)	ROE _{it}
الجزء الثابت من العلاقة بين آليات مخاطر انهيار أسعار الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية	A
معامل الانواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للأسهم للمنشأة (i) في السنة (t)	NCSKEW _{it}
متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى للمنشأة (i) في السنة (t)	DUVOL _{it}
متغير عوائد سوق الأوراق المالية الاجمالية في المنشأة (i) في السنة (t)	AGG _{it}
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قيدها بسوق الأوراق المالية	Age _{it}
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	Leve _{it}
حجم المنشأة على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	Size _{it}
معامل حسابية التغير في معدل العائد على حقوق الملكية مع التغير في قيمة العامل (F)	β _F
الخطأ العشوائي	e _i

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض لبيانات التسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ ويوضح الجدول رقم (١٠) النتائج التالية:
جدول (١٠): علاقة نموذج الانحدار بين متغير العائد على حقوق الملكية ومؤشرات متغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم

أولاً: معامل الانواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للأسهم NCSKEW					
متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)	β ₀	β ₁	β ₂	β ₃	β ₄
Coef.	17663.0	-367.130	-334.720	-182.355*	-61.4611
t.stat	(1.266)	(-0.3208)	(-0.6627)	(-1.901)	(-1.066)
R-sq	0.255680				
متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)	β ₀	β ₁	β ₂	β ₃	
Coef.	11684.9	-367.399	-300.580	-135.744	
t.stat	(0.9143)	(-0.3208)	(-0.5957)	(-1.589)	
R-sq	0.243939				
متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)	β ₀	β ₁	β ₂		
Coef.	-669.848	-260.736	64.2777		
t.stat	(-0.06537)	(-0.2257)	(0.1416)		
R-sq	0.217791				

تأثير أليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منخات الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين ممد الرازي ممد & د/ وحدة حسن ممد العفيف ممد

ثانياً: متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى الأعلى DUVOL					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
-65.9696 (-1.144)	-186.956 [*] (-1.955)	-305.671 (-0.6068)	6100.91 (0.8492)	17746.4 (1.279)	Coef. t.stat R-sq
				0.262008	
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)
	-136.580 (-1.605)	-274.600 (-0.5448)	5345.11 (0.7456)	11394.3 (0.8940)	Coef. t.stat R-sq
				0.248596	
		β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)
		93.8736 (0.2070)	4902.25 (0.6772)	-1071.17 (-0.1049)	Coef. t.stat R-sq
				0.222073	
ثالثاً: متغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية AGG					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
-61.2477 (-1.061)	-181.725 [*] (-1.895)	-339.533 (-0.6722)	-580.555 (-0.2176)	17701.1 (1.269)	Coef. t.stat R-sq
				0.255105	
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)
	-135.371 (-1.584)	-304.810 (-0.6042)	-629.635 (-0.2358)	11735.1 (0.9180)	Coef. t.stat R-sq
				0.243449	
		β_2	β_1	β_0	متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)
		59.0482 (0.1301)	-370.975 (-0.1378)	-582.622 (-0.05685)	Coef. t.stat R-sq
				0.217453	

يتضح من الجدول رقم (١٠) انه قبول الفرض العدمي الثاني بأنه "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين متغيرات انهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة (متغير العائد على حقوق الملكية)", ويتضح ذلك من خلال المتغيرات الثلاثة المكونة لمتغير مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشكل كمي، مع مستوي تفسير ضعيف للقيمة التفسيرية

لمعامل التحديد، والتي تكاد شبه ثابتة وواحدة أي كانت طريقة قياس مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وهي بقيمة ٠,٢٦.

يتضح أن العلاقة بين قيمة المنشأة ومقاييس مخاطر إنهيار أسعار الأسهم تكاد تكون عكسية للفرضية الفرعية السابقة، والتي تعطي قيمة إيجابية كل من AGG، NCSKEW وعلاقة عكسية لمتغير DUVOL، مع الأخذ في الاعتبار لعدم معنوية كل من تلك المقاييس ويؤكد على ضرورة قبول الفرض العدمي. ومن جهة أخرى يمكن إختبار آليات متغير مخاطر إنهيار أسعار الاسهم على مقياس Tobin's Q كأحد مؤشرات قيمة المنشأة في صورة فرض العدم على "لا يوجد تأثير معنوى لآليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم على مقياس Tobin's Q"، والذي يمكن اختباره في ظل المتغيرات الرقابية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_{NCSKEW} NCSKEW_{it} + \beta_{DUVOL} DUVOL_{it} + \beta_{AGG} AGG_{it} + Age_{it} + Leve_{it} + Size_{it} + e_i$$

حيث

قيمة المنشأة (i) في السنة (t) طبقاً لمقياس Tobin's Q	Q_{it}
الجزء الثابت من العلاقة بين آليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم ومقياس Tobin's Q	A
معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للأسهم للمنشأة (i) في السنة (t)	$NCSKEW_{it}$
متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى للمنشأة (i) في السنة (t)	$DUVOL_{it}$
متغير عوائد سوق الأوراق المالية الاجمالية في المنشأة (i) في السنة (t)	AGG_{it}
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قيدها بسوق الأوراق المالية	Age_{it}
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Leve_{it}$
حجم منشأة على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Size_{it}$
معامل حساسية التغير في مقياس Tobin's Q مع التغير في قيمة العامل (F)	β_F
الخطأ العشوائي	e_i

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض لبيانات التسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ ويوضح الجدول رقم (١١) النتائج التالية:

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منخآض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين عبد الرازق ممد & د/ رندة حسن عبد الحفيظ ممد

جدول (١١): علاقة نموذج الانحدار بين متغير Tobin Q ومؤشرات متغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم

أولاً: معامل الائتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم NCSKEW					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
1.05685e+06 (0.2656)	-3.1755e+07 *** (-4.798)	1.4707e+08 *** (4.219)	-2.17782e+07 (-0.2758)	-1.77100e+09 * (-1.840)	Coef. t.stat R-sq 0.588283
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)
	e+07 ***٣,٢٥٦-)٥,٥٦٣(-	1.4648e+08 *** (4.238)	-2.17736e+07 (-0.2775)	-1.66820e+09 * (-1.905)	Coef. t.stat R-sq 0.587880
		β_2	β_1	β_0	متغير NCSKEW مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)
		2.33985e+08 *** (6.415)	3.80812e+06 (0.04102)	-4.6313e+09 *** (-5.624)	Coef. t.stat R-sq 0.413167
ثانياً: متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى الأعلى DUVOL					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
893954 (0.2239)	-3.1884e+07 *** (-4.814)	1.4780e+08 *** (4.237)	2.20312e+08 (0.4429)	-1.76418e+09 * (-1.836)	Coef. t.stat R-sq 0.588968
	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)
	-3.2567e+07 *** (-5.576)	1.4738e+08 *** (4.259)	2.30554e+08 (0.4685)	-1.67810e+09 * (-1.918)	Coef. t.stat R-sq 0.588682
		β_2	β_1	β_0	متغير DUVOL مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)
		2.3524e+08 *** (6.439)	1.24956e+08 (0.2143)	-4.6504e+09 *** (-5.652)	Coef. t.stat R-sq 0.413518

تأثير أليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منشآت الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العديوي & د/ محمد حسين عبد الرازق محمد & د/ رعدة حسن عبد الحفيظ محمد

ثالثاً: متغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية AGG					
متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4
Coef.	-1.77083e+09 *	-4.41159e+07	1.4692e+08 ***	-3.1734e+07 ***	1.07314e+06
t.stat	(-1.839)	(-0.2396)	(4.216)	(-4.796)	(0.2696)
R-sq	0.588177				
متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- وعمر الشركة)	β_0	β_1	β_2	β_3	
Coef.	-1.66630e+09 *	-4.32559e+07	1.4631e+08 ***	-3.2546e+07 ***	
t.stat	(-1.903)	(-0.2365)	(4.234)	(-5.560)	
R-sq	0.587761				
متغير AGG مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة)	β_0	β_1	β_2		
Coef.	-4.6277e+09 ***	1.89315e+07	2.3379e+08 ***		
t.stat	(-5.620)	(0.08752)	(6.414)		
R-sq	0.413215				

يتضح من الجدول رقم (١١) قبول الفرض العدمي الرئيسي الثاني بالتطبيق على مقياس Tobin's Q بأنه "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين متغيرات إنهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة (مقياس Tobin's Q)" ويتضح ذلك من خلال المقاييس الثلاثة المكونة لمتغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم بشكل كمي، مع مستوي تفسير متوسط للقيمة التفسيرية لمعامل التحديد، والتي تكاد شبه ثابتة وواحدة أي كانت طريقة قياس إنهيار أسعار الأسهم وهي بقيمة ٠,٥٨.

وأخيراً يتضح أن مقياس Tobin's Q هو الأكثر قدرة في قياس قيمة المنشأة نسبة للقدرة على تفسير مقاييس متغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم بشكل أفضل مقارنة بكل من متغير العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية علماً بأن على الرغم من تباين نتائجهم مع مقاييس متغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم إلا أن القيم التفسيرية لمعامل التحديد تكاد تكون متماثلة.

٤/٥ اختبار الفرض الثالث:

يسعى الباحثون في هذا الجزء من البحث إلى استعراض النموذج الإحصائي لاختبار العلاقة الوسيطة لآليات مخاطر انهيار أسعار الأسهم بين كل من آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة، حيث يمكن استعراض صياغة الفرض الثالث في صورة العدم على أنه " لا يوجد تأثير معنوي لآليات التحصين الإداري على آليات مخاطر انهيار أسعار الأسهم"، والذي يمكن اختباره في ظل مؤشرات متغير مخاطر انهيار أسعار الاسهم الثلاثة وفي ظل المتغيرات الرقابية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

أولاً: علاقة معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للأسهم (كأحد مؤشرات مخاطر انهيار الاسهم) مع آليات التحصين الإداري:

$$NCSKEW_{it} = \alpha + \beta_{BIND} BIND_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + \beta_{CEODUAL} CEODUAL_{it} + \beta_{CEOTERNURE} CEOTERNURE_{it} + \beta_{Age} Age_{it} + \beta_{Leve} Leve_{it} + \beta_{Size} Size_{it} + e_i$$

حيث

معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للأسهم للمنشأة (i) في السنة (t)	$NCSKEW_{it}$
الجزء الثابت من العلاقة بين معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للأسهم وآليات مخاطر انهيار أسعار الأسهم	α
إستقلالية مجلس الادارة للمنشأة (i) في السنة (t)	$BIND_{it}$
إزدواجية المدير التنفيذي للمنشأة (i) في السنة (t)	$CEODUAL_{it}$
فترة بقاء المدير التنفيذي في المنشأة (i) في السنة (t)	$CEOTERNURE_{it}$
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Mang_{it}$
متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى للمنشأة (i) في السنة (t)	$DUVOL_{it}$
متغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية في المنشأة (i) في السنة (t)	AGG_{it}
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قيدها بسوق الأوراق المالية	Age_{it}
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Leve_{it}$
حجم المنشأة على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Size_{it}$
معامل حساسية التغير في مقياس معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للاسهمةم التغير في قيمة العامل (F)	β_F
الخطأ العشوائي	e_i

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض لبيانات التسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ ويوضح الجدول رقم (١٢) النتائج التالية:

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منخاض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ محمد حسين محمد الراجز محمد & د/ رعدة حسن محمد العفيف محمد

جدول (١٢): علاقة نموذج الانحدار بين متغير معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم NCSKEW وآليات التحصين الإداري

أولاً: متغير استقلالية مجلس الإدارة					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير استقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.00111050	-0.00444078	0.0323803	-0.613944	0.0393960	Coef.
(0.1814)	(-0.4517)	(0.6229)	(-0.7039)	(0.02480)	t.stat
				0.158605	R-sq
ثانياً: متغير عمر المدير التنفيذي					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير عمر المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
6.34821e-05	-0.00593640	0.0381199	-0.0231389	-0.312324	Coef.
(0.01076)	(-0.5982)	(0.7398)	(-0.9939)	(-0.2181)	t.stat
				0.164282	R-sq
ثالثاً: متغير ازديادية المدير التنفيذي					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير ازديادية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
-1.0951e-05	-0.00444742	0.0363581	0.0134886	-0.455202	Coef.
(-0.001824)	(-0.4271)	(0.7012)	(0.02511)	(-0.3086)	t.stat
				0.152823	R-sq
رابعاً: متغير هيكل الملكية الادارية					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير هيكل الملكية الادارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000195251	-0.00428360	0.0350799	-0.00591377	-0.425104	Coef.
(0.03261)	(-0.4342)	(0.6732)	(-0.2374)	(-0.2957)	t.stat
				0.153478	R-sq

يتضح من الجدول رقم (١٢) انه لا يمكن رفض الفرض العدمي الرئيسي الثالث بأنه "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين متغيرات آليات التحصين الإداري ومتغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم (مؤشر NCSKEW)،" ويتضح ذلك من خلال المتغيرات الاربعة المكونة لقياس آليات التحصين الإداري، مع مستوي

تفسير ضعيف جداً للقيمة التفسيرية لمعامل التحديد، والتي تكاد شبه ثابتة وواحدة أي كانت طريقة قياس آليات التحصين الإداري وهي بقيمة ٠,١٦.

ثانياً: علاقة متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى مع آليات التحصين الإداري:

$$DUVOL_{it} = \alpha + \beta_{BIND} BIND_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + \beta_{CEODUAL} CEODUAL_{it} + \beta_{CEOTERNURE} CEOTERNURE_{it} + Age_{it} + Leve_{it} + Size_{it} + e_i$$

حيث

متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى للمنشأة (i) في السنة (t)	$DUVOL_{it}$
الجزء الثابت من العلاقة بين متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى وآليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم	A
إستقلالية مجلس الادارة للمنشأة (i) في السنة (t)	$BIND_{it}$
إزدواجية المدير التنفيذي للمنشأة (i) في السنة (t)	$CEODUAL_{it}$
فترة بقاء المدير التنفيذي في المنشأة (i) في السنة (t)	$CEOTERNURE_{it}$
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Mang_{it}$
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قيدها بسوق الأوراق المالية	Age_{it}
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Leve_{it}$
حجم المنشأة على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	$Size_{it}$
معامل حساسية التغير في متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى مع التغير في قيمة العامل (F)	β_F
الخطأ العشوائي	e_i

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض لبيانات التسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ ويوضح الجدول رقم (١٣) النتائج التالية:

جدول (١٣): علاقة نموذج الانحدار بين متغير تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى الأعلى DUVOL وآليات التحصين الإداري

أولاً: متغير إستقلالية مجلس الإدارة					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير إستقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000567636	0.00102870	-0.00633036	0.0953107	-0.0622618	Coef.
(0.5845)	(0.6597)	(-0.7678)	(0.6889)	(-0.2471)	t.stat
				0.173539	R-sq
ثانياً: متغير عمر المدير التنفيذي					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير عمر المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000726619	0.00136781	-0.00734016	0.00516519	-0.0167921	Coef.
(0.7818)	(0.8749)	(-0.9043)	(1.408)	(-0.07444)	t.stat
				0.190398	R-sq
ثالثاً: متغير ازدواجية المدير التنفيذي					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير ازدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000765733	0.00112091	-0.00693163	-0.0167595	0.0238062	Coef.
(0.8043)	(0.6788)	(-0.8431)	(-0.1968)	(0.1018)	t.stat
				0.168539	R-sq
رابعاً: متغير هيكل الملكية الادارية					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	متغير هيكل الملكية الادارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000763970	0.00102786	-0.00713045	-0.000824190	0.0162001	Coef.
(0.8044)	(0.6568)	(-0.8627)	(-0.2086)	(0.07104)	t.stat
				0.168594	R-sq

يتضح من الجدول رقم (١٣) انه لا يمكن رفض الفرض العدمي الرئيسي الثالث بأنه " لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية بين متغيرات آليات التحصين

الإداري ومتغير مخاطر إنهيار أسعار الأسهم (مؤشر DUVOL)، ويتضح ذلك من خلال المؤشرات الأربعة المكونة لمتغير آليات التحصين الإداري، مع مستوي تفسير ضعيف جداً للقيمة التفسيرية لمعامل التحديد، والتي تكاد شبه ثابتة وواحدة أي كانت طريقة قياس آليات التحصين الإداري وهي بقيمة ٠,١٩ .

ثالثاً: متغير تغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية AGG:

$$AGG_{it} = \alpha + \beta_{BIND} BIND_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + \beta_{CEODUAL} CEODUAL_{it} + \beta_{CEOTERNURE} CEOTERNURE_{it} + Age_{it} + Leve_{it} + Size_{it} + e_i$$

حيث

متغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية في المنشأة (i) في السنة (t)	AGG _{it}
الجزء الثابت من العلاقة بين متغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية في المنشأة (i) في السنة (t) وآليات التحصين الإداري	A
إستقلالية مجلس الادارة للمنشأة (i) في السنة (t)	BIND _{it}
إزدواجية المدير التنفيذي للمنشأة (i) في السنة (t)	CEODUAL _{it}
فترة بقاء المدير التنفيذي في المنشأة (i) في السنة (t)	CEOTERNURE _{it}
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	Mang _{it}
اللوغاريتم الطبيعي لفترة بقاء المنشأة (i) في السنة (t) منذ قبدها بسوق الأوراق المالية	Age _{it}
مخاطر المنشأة وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	Leve _{it}
حجم المنشأة على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)	Size _{it}
معامل حساسية التغير في متغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية في المنشأة (i) في السنة (t) مع التغير في قيمة العامل (F)	β_F
الخطأ العشوائي	e _i

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض لبيانات التسعة عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠٢٢ يوضح الجدول رقم (١٤) النتائج التالية:

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنصيار أسعار الأسهم على قيمة منقآض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين ممد الراوق ممد & د/ رندة حسن ممد العفبط ممد

جدول (١٤): علاقة نموذج الانحدار بين متغير تغير عوائد سوق الأوراق المالية الإجمالية AGG وآليات التحصين الإداري

أولاً: متغير إستقلالية مجلس الإدارة					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
					متغير إستقلالية مجلس الإدارة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000839070	-0.00170604	0.0130250	-0.259316	-0.0114329	Coef.
(0.3195)	(-0.4045)	(0.5841)	(-0.6930)	(-0.01678)	t.stat
				0.157318	R-sq
ثانياً: متغير عمر المدير التنفيذي					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
					متغير عمر المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000395051	-0.00228429	0.0153899	-0.00898687	-0.164558	Coef.
(0.1559)	(-0.5359)	(0.6954)	(-0.8988)	(-0.2675)	t.stat
				0.161110	R-sq
ثالثاً: متغير ازدواجية المدير التنفيذي					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
					متغير ازدواجية المدير التنفيذي مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000377391	-0.00166326	0.0147133	-0.00163547	-0.215698	Coef.
(0.1465)	(-0.3723)	(0.6615)	(-0.007097)	(-0.3409)	t.stat
				0.151698	R-sq
رابعاً: متغير هيكل الملكية الإدارية					
β_4	β_3	β_2	β_1	β_0	
					متغير هيكل الملكية الإدارية مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة- عمر الشركة- ومخاطر الشركة)
0.000479610	-0.00162787	0.0139747	-0.00336898	-0.204452	Coef.
(0.1868)	(-0.3847)	(0.6253)	(-0.3153)	(-0.3316)	t.stat
				0.152868	R-sq

يتضح من الجدول رقم (١٤) قبول الفرض العدمي الرئيسي الثالث بأنه لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية بين متغيرات آليات التحصين الإداري ومتغير

مخاطر إنهيار أسعار الأسهم (مؤشر AGG)"، ويتضح ذلك من خلال المتغيرات الأربعة المكونة لقياس آليات التحصين الإداري، مع مستوى تفسير ضعيف جداً للقيمة التفسيرية لمعامل التحديد، والتي تكاد شبه ثابتة وواحدة أي كانت طريقة قياس آليات التحصين الإداري وهي بقيمة ٠,١٦.

يتضح من تحليل نتائج الفرض الثالث أن النتائج لمعامل التحديد فيما بين آليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم أن القيمة شبه واحدة وذات قوة تفسيرية ضعيفة جداً.

٦- نتائج الدراسة:

في ضوء ما قام به الباحثون من إستعراض الإطار الفكري للدراسة ، بالإضافة الى التحليل الاحصائي لمفردات العينة أمكن التوصل الى النتائج التالية :

١/٦ النتائج على مستوى الإطار الفكري :

١- يُعد فصل الملكية عن الإدارة أحد أهم العوامل المسببة لمشكلة الوكالة، والتي حظيت باهتمام كبير من قبل الأكاديميين والمهنيين على حدٍ سواء . وقد نتج عن ذلك ظهور العديد من المجالات البحثية ذات الصلة، مثل تكاليف الوكالة ، الحوكمة والتحصين الإداريالخ. يتوقع أن يكون لفصل الملكية عن الإدارة تأثير على كل من أداء وقيمة منشآت الأعمال وذلك بناء لما خلصت دراسة كل من (Moussa et al., 2013; Ammari et al., 2016)

٢- يمكن إيجاز أهم آليات التحصين الإداري في العديد من المتغيرات تتضمن (إستقلالية مجلس الإدارة، فترة بقاء المدير التنفيذي، إزدواجية دور المدير التنفيذي، هيكل الملكية الإدارية)

٣- أما بالنسبة لأهم مؤشرات مخاطر إنهيار أسعار الاسهم يمكن إيجازها في المتغيرات (معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم NCSKEW ، تغير أسعار الأسهم بالتقلب من أسفل إلى أعلى DUVOL ، عوائد سوق الأوراق المالية الاجمالية (AGG)

٤- تتنوع أنماط قيم منشآت الأعمال، وتشمل سبعة أنماط رئيسية: القيمة الإسمية (هي القيمة المحددة لكل سهم عند إصداره من قبل الشركة ، وتستخدم في حساب رأس المال المصدر للشركة) ، القيمة المدفوعة (هي المبلغ الذي سدده المستثمرون مقابل كل سهم عند شرائه، قد تكون القيمة المدفوعة مساوية للقيمة الاسمية، أو أعلى منها (في حالة وجود علاوة إصدار)، أو أقل منها (في حالة وجود خصم إصدار). القيمة الدفترية (القيمة الدفترية هي القيمة المحددة لمنشأة الأعمال طبقاً لعمليات الاعتراف والقياس المحاسبي لمركزها المالي، أي بعد احتساب جميع أصولها والتزاماتها). ، القيمة السوقية (هي القيمة التي تُحدد لمنشأة الأعمال طبقاً لقيم أوراقها المالية بسوق التداول، والتي عادةً ما تكون ناتجة عن قوى الطلب والعرض في السوق)، قيمة التبادل (قيمة المنشأة طبقاً لما تم القبول به من تقييم في ظل عمليات الاندماج والاستحواذ)، قيمة التصفية (هي القيمة التي ستحصل عليها الشركة في حال تصفيتها، أي بيع جميع أصولها وسداد جميع التزاماتها)، القيمة العادلة (القيمة الذاتية لمنشأة الأعمال هي القيمة التي ترجع إلى أنشطة المنشأة ومخاطرها، بالإضافة إلى القيمة التي تُقدمها من خلال إدارة ما لديها من أصول). وفي هذا الصدد تعد كل من القيمة السوقية والقيمة العادلة دوراً هاماً في توجيه قرارات المتداولين (الشراء - البيع - الاحتفاظ) تجاه الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة في ظل أسواق تامة الكفاءة.

٢/٦ النتائج على مستوى الإطار التطبيقي :

١- أنه لا توجد علاقة معنوية بين متغيرات آليات التحصين الإداري وكل مقاييس قيمة المنشأة شاملة كل من معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول، ومقياس توبين كيو Tobin's Q، مما يؤكد عدم القدرة على رفض الفرض العدمي وقبوله بعدم وجود علاقة بين المتغيرات.

- لا توجد علاقة معنوية بين متغيرات آليات التحصين الإداري (متغير ازدواجية المدير التنفيذي ، فترة بقاء المدير التنفيذي ، هيكل الملكية الادارية) ومعدل العائد على حقوق الملكية كأحد مؤشرات قياس قيمة المنشأة، مما يؤكد عدم القدرة على رفض الفرض العدمي وقبوله بعدم وجود علاقة بين المتغيرات.

- في حين أنه توجد علاقة معنوية بين متغير إستقلالية مجلس الإدارة كأحد آليات التحصين الإداري ومعدل العائد على حقوق الملكية كأحد مؤشرات قياس قيمة المنشأة، مما يؤكد القدرة على رفض الفرض العدمي وقبول الفرض العدمي الذي يؤكد علي وجود علاقة بين المتغيرات.

٢- لا توجد علاقة معنوية بين متغيرات آليات التحصين الإداري (إستقلالية مجلس الإدارة ، إزدواجية المدير التنفيذي ، فترة بقاء المدير ، هيكل الملكية الإدارية التنفيذي) ومعدل العائد على الأصول كأحد مؤشرات قياس قيمة المنشأة، مما يؤكد عدم القدرة على رفض الفرض العدمي وقبوله بعدم وجود علاقة بين المتغيرات.

٣- لا توجد علاقة معنوية بين متغيرات آليات التحصين الإداري (إستقلالية مجلس الإدارة ، إزدواجية المدير التنفيذي ، فترة بقاء المدير ، هيكل الملكية الإدارية التنفيذي) ومؤشر Tobin's Q كأحد مؤشرات قياس قيمة المنشأة، مما يؤكد عدم القدرة على رفض الفرض العدمي وقبوله بعدم وجود علاقة بين المتغيرات.

٤- لا توجد علاقة معنوية بين متغيرات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وكل مقاييس قيمة المنشأة شاملة كل من معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول، ومقياس Tobin's Q ، مما يؤكد عدم القدرة على رفض الفرض العدمي وقبوله بعدم وجود علاقة بين المتغيرات.

- لا توجد علاقة معنوية بين متغيرات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية كأحد مؤشرات قياس قيمة المنشأة، مما يؤكد عدم القدرة على رفض الفرض العدمي وقبوله بعدم وجود علاقة بين المتغيرات.

- لا توجد علاقة معنوية بين متغيرات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم ومعدل العائد على الاصول كأحد مؤشرات قياس قيمة المنشأة، مما يؤكد عدم القدرة على رفض الفرض العدمي وقبوله بعدم وجود علاقة بين المتغيرات.

- لا توجد علاقة معنوية بين متغيرات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم ومؤشر Tobin's Q كأحد مؤشرات قياس قيمة المنشأة، مما يؤكد عدم القدرة على رفض الفرض العدمي وقبوله بعدم وجود علاقة بين المتغيرات.
- ٥- أن لآليات التحصين الإداري التي تم تناولها كمتغيرات الدراسة وخلال فترة الدراسة والتي يتضح أنها كانت أكثر استقراراً على المستوي المحلي للشركات بعينة الدراسة، وبالتالي عدم القدرة على تفسير كل من قيمة المنشأة، أو مخاطر إنهيار أسعار الأسهم.
- ٦- أن متغيرات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم يمكن قياسه بالطرق الكمية، ولكن قد لا يتناسب مع كل متغيرات قياس بعض الظواهر ذات العلاقات النظرية به، حيث أكدت الدراسة عدم معنوية العلاقة بينه وبين آليات التحصين، مما قد يرجع ذلك لأساليب قياس المتغيرات، أو جودة ودقة البيانات، وأخيراً فترة الدراسة وما ينظمها من أطر قانونية وتشريعية قد تغير من اتجاهات متغيرات الدراسة وقدرتها التفسيرية.
- ٧- التأكيد على أن مؤشرات قياس قيمة المنشأة سواء مع مخاطر إنهيار أسعار الأسهم، أو آليات التحصين الإداري تكون ذات أفضلية أكثر في اتجاه مؤشر Tobin's Q عن باقي المتغيرات الأخرى (العائد على الأصول، أو العائد على حقوق الملكية).
- وفيما يلي جدول ملخص لنتائج إختبار فروض الدراسة**
- جدول (١٥): جدول يوضح ملخص نتائج إختبار فروض الدراسة**

نتائج الاختبار	الفروض
عدم القدرة على رفض الفرض العدمي، وذلك لأن قيم آليات التحصين الإداري المختلفة (استقلالية مجلس الإدارة، فترة بقاء المدير التنفيذي، إزدواجية دور المدير التنفيذي، هيكل الملكية الإدارية) لم تكن معنوية في ظل قياس قيمة المنشأة من خلال المؤشرات الثلاثة.	الفرض الرئيسي الأول H₁ : لا توجد علاقة معنوية بين آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة (بالثلاثة مقاييس)
عدم القدرة على رفض الفرض العدمي، وذلك لأن قيم متغير فترة بقاء المدير التنفيذي لم تكن معنوية مع الثلاثة مؤشرات لقيمة المنشأة، ولكن في حالة القياس مؤشر العائد الأصول تظهر العلاقة سالبة، وهو ما يختلف مع مؤشر العائد على حقوق الملكية و مقياس Tobin's Q والذي يظهر بقيمة موجبة، مع معامل تحديد أفضل في حالة مقياس Tobin's Q والذي يقدر بحوالي ٠,٥٨.	الفرض الفرعي الأول H₁₁ : لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين فترة بقاء المدير التنفيذي كأحدى آليات التحصين الإداري وقيمة المنشأة

تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم على قيمة منخآض الأعمال - دراسة تطبيقية

د/ ناهد سعد أحمد سيد العدوي & د/ ممد حسين عبد الرازق ممد & د/ رعدة حسن عبد العفيف ممد

<p>عدم القدرة على رفض الفرض العدمي، وذلك لأن قيم متغير إزدواجية المدير التنفيذي لم تكن معنوية في حالة الثلاثة مؤشرات لقيمة المنشأة ، ولكن في حالة القياس مؤشر العائد الأصول تظهر العلاقة موجبة، وهو ما يختلف مع مؤشر العائد على حقوق الملكية مقياس $Tobin's Q$ والذي يظهر بقيمة سالبة، مع معامل تحديد أفضل في حالة مقياس $Tobin's Q$ والذي يقدر بحوالي ٠,٥٨ .</p>	<p>الفرض الفرعي الثاني H_{12}: لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية بين إزدواجية دور المدير التنفيذي كأحدى آليات التحصين الإدارى وقيمة المنشأة.</p>
<p>عدم القدرة على رفض الفرض العدمي، وذلك لأن قيم متغير فترة إستقلالية مجلس الإدارة لم تكن معنوية في حالتين فقط، وهم في حالة القياس لمؤشر العائد علي الأصول ومقياس $Tobin's Q$ ، ولكن في حالة القياس مؤشر العائد إلي حقوق الملكية يتضح أنها معنوية مما يؤكد القدرة علي رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل، كما تظهر العلاقة موجبة في لحالتين المعنوية وغير المعنوية، مع معامل تحديد أفضل في حالة مقياس $Tobin's Q$ والذي يقدر بحوالي ٠,٦٠ .</p>	<p>الفرض الفرعي الثالث H_{13} : لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية بين إستقلالية مجلس الإدارة كأحدى آليات التحصين الإدارى وقيمة المنشأة.</p>
<p>عدم القدرة على رفض الفرض العدمي، وذلك لأن قيم متغير لهيكل الملكية الإدارية لم تكن معنوية في الثلاث حالات، ولكن في حالة القياس نسبة لمؤشر العائد الأصول تظهر العلاقة سالبة، وهو ما يختلف مع مؤشر العائد على حقوق الملكية و مقياس $Tobin's Q$ والذي يظهر بقيمة موجبة، مع معامل تحديد أفضل في حالة مقياس $Tobin's Q$ والذي يقدر بحوالي ٠,٥٨ .</p>	<p>الفرض الفرعي الرابع H_{14} : لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية بين الوزن النسبى لهيكل الملكية الادارية كأحدى آليات التحصين الإدارى وقيمة المنشأة.</p>
<p>عدم القدرة على رفض الفرض العدمي، وذلك لأن قيم متغيرات قياس أنهيار أسعار الأسهم لم تكن معنوية في حالة الثلاثة مؤشرات لقيمة المنشأة ، ولكن في حالة القياس لمؤشر معدل العائد الأصول تظهر العلاقة سالبة مع متغير $DUVOL$ وموجبة مع باقي المتغيرات، وهو ما يختلف مع مؤشر معدل العائد على حقوق الملكية و مقياس $Tobin's Q$ والذي يظهر بقيمة موجبة مع متغير $DUVOL$ وسالبة مع باقي المتغيرات الخاصة بقياس أنهيار أسعار الأسهم، مع معامل تحديد أفضل في حالة مقياس $Tobin's Q$ والذي يقدر بحوالي ٠,٥٨ .</p>	<p>الفرض الرئيسي الثاني H_2 : لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية بين آليات مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وقيمة المنشأة.</p>
<p>عدم القدرة على رفض الفرض العدمي، وذلك لأن قيم متغيرات آليات التحصين الإداري لم تكن معنوية في حالة الثلاثة مؤشرات لمخاطر إنهيار أسعار الاسهم ، مع معاملات متقاربة في الحالات الثلاثة وهي بقيمة ٠,١٥ .</p>	<p>الفرض الرئيسي الثالث H_3 : لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية آليات التحصين الإدارى ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم.</p>

وختاماً ، يمكن القول بأن هناك مجموعة من المحددات التى قد تحول دون تعميم نتائج الدراسة ، ويرجع ذلك الى صغر حجم العينة (لتوافر بها الشروط) ، وتعتبر الفترة التى تم فيها اختبار العينة أكثر استقراراً لم تتعرض فيها هذه العينة لاي من حالات الانهيار ، كما أن بعض المقاييس المستخدمة لقياس المتغيرات المستقلة والتابعة والرقابية لم يتأسس

إختيارها على قواعد موضوعية ثابتة (بين مختلف الدراسات) ، ومن ثمّ قد تختلف النتائج إذا ما تم استخدام مقاييس بديلة لقياس لقياسها.
٧-توصيات الدراسة:

١- الاعتماد على سلاسل زمنية لفترات أطول تتسم بتقلبات مختلفة مما يمكن من إدراك الأسباب مع القياس بأساليب تأخذ الاختلافات الزمنية موضع الإعتبار، ومع الأخذ في الإعتبار لعينة بيانات أكبر مما يسمح بإجراء تحليلات مقارنة بين متغيرات قياس كل من آليات التحصين الإداري، قيمة المنشأة، وإنهيار أسعار الأسهم.

٢- الإهتمام بحالات الإنهيار المتتابعة وليست المستقلة مما يجعل حالات الإنهيار أكثر ملاحظة في قيمة المنشأة.

٨- دراسات مستقبلية:

- دراسة مقارنة ما بين مقاييس آليات التحصين الإداري وبين قيمة المنشأة لتقديم نموذج مقترح مع الأخذ في الإعتبار المتغيرات الكامنة.
- دراسة أثر مخاطر إنهيار أسعار الأسهم مع الأخذ في الإعتبار للقطاعات، والفترات الأكثر تأثر بمخاطر إنهيارات أسعار الأسهم لتحديد هل يمكن أن تتأثر بمقاييس آليات التحصين الإداري.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- أبو سالم، سيد سالم محمد وعلوان، محمد فؤاد محمد (٢٠١٨)، "تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة: نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف دراسة إختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٢ (٣) ، ٤٦٨-٤١١.
- أحمد، ولاء ربيع عبد العظيم (٢٠١٩)، "قياس جودة صياغة الإفصاح المحاسبي للأخبار الجيدة والسيئة بالتقارير المالية والإفصاحات الدورية المنشورة للشركات المتداولة

- بالبورصة المصرية وأثرها على قيمة المنشأة"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠١٩.
- الخيال، توفيق عبد المحسن (٢٠٠٩)، "تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية: دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٣(١)، ٥٤-١.
- الحناوي، السيد محمود (٢٠١٩)، "اثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٦٦-١١٤.
- السعدي، عصام حسين محمد حسن، الخولي، هالة عبد الله، كمال، أميرة محمد (٢٠٢٣)، "قياس أثر القدرة الإدارية على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم: من منظور قابلية التقارير المالية للقراءة"، المجلة الأكاديمية للبحوث التجارية المعاصرة، ٣(١)، ٤٢-١.
- الصباغ، أحمد عبده (٢٠١٩)، "أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٣(٤)، ٥٣-١.
- المتولي، محمد سمير محمد (٢٠٢١)، "تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية للمنشأة" دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ١٢(٤)، ٨٦٨-٩٢٠.
- سليمان، حامد نبيل حامد، الجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم (٢٠٢٣)، "آليات التحصين الإداري وعلاقتها بمستوى التحفظ المحاسبي: أدلة عملية من البيئة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٤(١)، ٨١٩-٨٦٧.
- سلام، أسامة وجدي وديع ونيس، العدوي، ناهد سعد أحمد سيد، (٢٠٢٢) "الدور الوسيط لسيولة تداول الأسهم في أثر خصائص هيكل الملكية على كل من ربحية وقيمة منشآت الأعمال"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس - الاسماعيلية، ٤(٣)، ٧٣٧-٦٦٢.
- عبد الرحيم، أسماء إبراهيم (٢٠١٩)، "دراسة الأثر التفاعلي بين آليات التحصين الإداري وإستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة: دراسة إختبارية على الشركات المسجلة في

- البورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٣ (٣)، ٣٣٥-٣٩٣.
- عبد المنعم، ريم محمد محمود (٢٠٢١)، "العلاقة بين التحصين الإداري وجودة الأرباح: دراسة إختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، (٢)، ٧٥-١.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد (٢٠١٧)، "أثر التحصين الإداري وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة: دراسة إختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٣٩ (١)، ٤٤٢-٣٣٩.
- عبد الرحيم، رضا محمود محمد (٢٠٢٢)، "دراسة وإختبار تأثير قوة المديرين التنفيذيين وخطر إنهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل إدارة الأرباح"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٣ (١)، ٨١٧-٨٧١.
- فرج، هبة عادل محمد، (٢٠١٩) "تأثير جودة التحفظ المحاسبي علي مخاطر إنهيار سعر السهم وإنعكاسه علي القيمة السوقية للمنشأة في ظل تطبيق معايير التقارير المالية الدولية: دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، (١)، ٤٧-٦٤.
- مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية (٢٠١٦)، الدليل المصري لحوكمة الشركات. متاح علي www.eiod.org.
- محمد، هاجر عبد الرحمن عبد الفتاح (٢٠٢٣)، "أثر العلاقة بين محددات التحصين الإداري وقابلية المعلومات المحاسبية للمقارنة على ممارسات التجنب الضريبي: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة بالبورصة"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٤ (١)، ١٣٣١-١٣٧٤.
- موسى، حمدان علام محمد (٢٠١٦)، "العلاقة بين إستقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركة : دليل من البحرين"، المجلة الأردنية لإدارة الأعمال، ١٢ (٣)، ٤٨١-٥٠٤.
- مليجي، مجدي مليجي، (٢٠١٩)، "قياس أثر القدرة الإدارية علي جودة التقرير المالي وخطر إنهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، ٣ (٣)، ٢٩٣-٢٧٩.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

- Al-Nsour, O. J. (2019), "Capital Structure, Profitability and Firm's Value: Evidence from Jordan", **Journal of Finance and Accounting**, 10 (2), 73-80.
- Al-Shammari, B. and Al-Sultan, W. (2009), "Corporate Governance and Corporate Performance: Evidence from Kuwait", **Corporate Ownership and Control**, 7 (1), 334-349.
- Amer, M., Ragab, A. A., Ragheb, M. A. (2014), "Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Egypt", **In 6th Annual American Business Research Conference**, New York, and USA.
- Ammari, A., Bouteska, A., Regaieg, B. (2016), "CEO Entrenchment and Performance: New Evidence Using Nonlinear Principal Component Analysis", **MPRA Paper 75529**, University Library of Munich, Germany.
- Andreou, P. E. (2016), "Corporate Governance and Firm Specific Stock Price Crashes", **European Financial Management**, 22 (5), 916-956.
- Arslan, O., M. B. Karan, C. Eksi (2010), "Board Structure and Corporate Performance", **Managing Global Transitions**, 8 (1), 3-22.
- Aubert, N., Garnotel, G., Lapied, A., and Rousseau, P. (2014), "Employee Ownership: A Theoretical and Empirical Investigation of Management Entrenchment Vs. Reward Management", **Economic Modelling**, 40, 423-434.
- Bangmek, R. (2020), "Dual Entrenchment and Accounting Conservatism: CEO Turnover and Family Firms", **Business Administration Journal**, 166, 82-103.

- Beyer, M., Czarnitzki, D., Kraft, K. (2012), "Managerial Ownership, Entrenchment and Innovation", **Economics of Innovation and New Technology**, 21 (7), 679-699.
- Boone, A. L., C. Field., J. M. Karpoff., and C. G. Raheja. (2007), "The Determinants of Board Size and Composition: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, 85 (1), 66-101.
- Bouaziz, Z., Triki, M. (2012), "The Impact of the Board of Directors on the Financial Performance of Tunisian Companies", **Universal Journal of Marketing and Business Research**, 1 (2), 56-71.
- Changling, C. et. al. (2017), "Earnings Smoothing: Does It Exacerbate or Constrain Stock Price Crash Risk?", **Journal of Corporate Finance**, 42, 1-62.
- Callen, J. L., Fang, X. (2015), "Short Interest and Stock Price Crash Risk", **Journal of Banking & Finance**, 60, 181-194.
- Chen, X., Ye, Z., Zhou, Z., Zhang, F., (2017), "CEO Duality and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **Transformations in Business and Economics**, 16.
- Chi, W., Liu, C., Wang, T. (2009), "What Affects Accounting Conservatism: A Corporate Governance Perspective", **Journal of Contemporary Accounting & economics**, 5 (1), 47-59.
- Cline, B. N., Yore, A. S. (2016), "Silverback CEOs: Age, Experience, and Firm Value", **Journal of Empirical Finance**, 35, 169-188.
- Collins, Denton and Huan, Henry (2011), "Management Entrenchment and the Cost of Equity Capital", **Journal of Business Research**, 356-362.
- Cook, M. L., Burress, M. J. (2013), "The Impact of CEO Tenure on Cooperative Governance", **Managerial and Decision Economics**, 34 (5), 218-229.

- Cui, H., Chen, C., Zhang, Y., & Zhu, X., (2019), "Managerial Ability and Stock Price Crash Risk", **Asia Pacific Journal of Accounting & Economics**, 26 (5), 532-554.
- Dagiliene, Land, Gokiene, (2012), "Valuation of Corporate Social Responsibility Reports", **Economics & Management**, 21-27.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate Debt Maturity and Stock Price Crash Risk. **European Financial Management**, 24(3), 451-484.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2014), "Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk?", **The Accounting Review**, 90 (1), 265-299.
- Desoky, A. M., Mousa, G. A. (2012), "Do Board Ownership and Characteristics Affect on Firm Performance? Evidence from Egypt", **Global Advanced Research Journal of Economics, Accounting and Finance**, 1 (2), 15-32.
- Dey, A., Engel, E., Liu, X. (2011), "CEO and Board Chair Roles: To Split or Not to Split?", **Journal of Corporate Finance**, 17(5), 1595-1618.
- Diks, J. (2016), "The Impact of CEO Characteristics on Firm Value", **Master Thesis**, University of Exeter, UK, 1-108.
- Eduardo, M., Poole, B. (2016), "CEO Age and Gender: Subsequent Market Performance", **Cogent Business & Management**, 3 (1), 3-11.
- Ehikioya, B. I., Omarkhanlen, A. E., & Omodero, C. O. (2021), "Investigating the Impact of Managerial Entrenchment on Corporate Financial Structure: Evidence from Nigeria", **Asian Economic and Financial Review**, 11 (7), 563-574.

- Elhabashy, Hanna Abdelkader (2023), "The Impact of Business Strategies and Managerial Entrenchment on Stock Price Crash Risk in Egypt", **Science Journal for Commercial Research**, (1), 138-181.
- Ellili, N. O. D. (2012), "Managerial Entrenchment: Model and Impact on the Shareholders' Wealth", **Corporate Ownership & Control**, 9 (2), 449-460.
- El-Masry, A. A. (2010), "Corporate Governance, Ownership Structure and Firm Performance of Egyptian Listed Companies", **Corporate Ownership and Control**, 8 (1), 535-551.
- Fauzi, F., Locke, S. (2012), "Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms", **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, 8 (2), 43-67.
- Gherghina, S.C.Vintila, G and Dobresuc, D, (2015), "An Empirical Research on the Relationship between Corporate Social Responsibility Rating and U.S. Listed Companies value", **Journal of Economics Studies and Research**,2015,1-11.
- Gill, A. and Mathur, N. (2011), "The Impact of Board Size, CEO Duality, and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms", **Journal of Applied Finance and Banking**, 1 (3), 83-95.
- Gomez, J. I. M., Cortes, D. L., Betancourt, G. G. (2017), "Effect of the Board of Directors on Firm Performance", **International Journal of Economic Research**, 4 (6), 349-361.
- Habib, A. a. (2017), "Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price Crash Risk", **Research in International Business and Finance**, 39 (1), 389-405.

- Habib, A., Hasan, M. M., Jiang, H. (2018), "Stock Price Crash Risk: Review of the Empirical Literature", **Accounting & Finance**,58, 211-251.
- Harper, J., Johnson, G., Sun, L. (2020), "Stock Price Crash Risk and CEO Power: Firm-Level Analysis, **Research in International Business and Finance**, 51(4),15-35.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003), "Differences of Opinion, Short Sales Constraints, and Market Crashes", **The Review of Financial Studies**, 16 (2), 487-525.
- Hunjra, A. I., Mehmood, R., Tayachi, T. (2020), "How Do Corporate Social Responsibility and Corporate Governance Affect Stock Price Crash Risk?", **Journal of Risk and Financial Management**, 13(2), 30.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., Tehranian, H. (2009), "Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk", **Journal of financial Economics**, 94(1), 67-86.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the World:New Theory and New Tests. **Journal of Financial Economics**, 79, 257-292. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.11.003>
- Jin-hui, Luo, M. G. (2016), "Political Connections and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **Economics Letters**, 147, 90-92.
- John, K. and Litov, L. (2010), "Managerial Entrenchment and Capital Structure: New Evidence", **Journal of Empirical Legal Studies**, 7 (4), 693-742.
- Kao, M., L. Hodgkinson, A. Jaafar (2013), "Board Characteristics, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Taiwan", **Seventh Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference**, Kobe, Japan, 26-28 July.

- Katerina, D. (2018), "The Relationship Between CEO Tenure and Firm Financial Performance in Energy Companies", **Master Thesis**.Vienna University of Economics and Business:
- Kaur, R. and Singh, B. (2018), "CEOs' Characteristics and Firm Performance: A Study of Indian Firms", **Indian Journal of Corporate Governance**, 11 (2), 185-200.
- Kim, J. B., Li, L., Lu, L. Y., Yu, Y. (2016), "Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk", **Journal of Accounting and Economics**, 61(2-3), 294-312.
- Kim and Zhang, (2014), "Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence", **Contemporary Accounting Research**, 33 (1), 1-65.
- Kokeno. S. O. and Muturi W. (2016), "Effects of Chief Executive Officer Characteristics on the Financial Performance of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange", **International Journal of Economics, Commerce and Management**, (7) July, 307-318.
- Kumar, P. and Zattoni, A. (2016), "Ownership, Managerial Entrenchment, and Corporate Performance", **Corporate Governance: An International Review**, 21, 1-3.
- Haniffa, R., and M. Hudaib, (2006), "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", **Journal of Business Finance and Accounting**, 33 (7-8), 1034-1062.
- Khatab H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S., Saeed, B., (2011), "Corporate Governance and Firm Performance, A Case Study of Karachi Stock Market", **International Journal of Trade, Economics and Finance**, 2 (1), 39-43.

- Lan Le-Phuong Pham, Duc Hong Vo. (2019), "Firm History and Managerial Entrenchment: Empirical Evidence for Vietnam Listed Firms", **Journal of Reviews on Global Economics**, 8-20.
- Liang Fu, Rajeev Singhal, Mohinder Parkash, (2016), "Tobin's Q Ratio and Firm Performance", **International Research Journal of Applied Finance**, 7(4), 1-10.
- Li, T., Xiang, C., Liu, Z., Cai, W., (2020), "Annual Report Disclosure Timing and Stock Price Crash Risk", **Pacific-Basin Finance Journal**, 62, 15-32.
- Limbach, P., Schmid, M., Scholz, M. (2016), "All Good Things Come to an End: CEO Tenure and Firm Value", **19th Annual Conference of the Swiss Society for Financial Market Research (SGF)**.
- Lin, C. (2011), "An Examination of Board and Firm Performance: Evidence from Taiwan", **International Journal of Business and Finance Research**, 5 (4), 17-34.
- Lin, Y. C., Wang, Y. C. Chiou, J. R., & Huang, H. W. (2014), "CEO Characteristics and Internal Control Quality", **Corporate Governance: An International Review**, 22 (1),24-42.
- Liu, J., and Lei, D. (2021), "Managerial Ability and Stock Price Crash Risk—the Role of Managerial Overconfidence", **Review of Accounting and Finance**, 20 (2), 167-193.
- Long, W., Tian, G. G., Hu, J., Yao, D. T., (2020), "Bearing an Imprint: CEOs' Early-Life Experience of the Great Chinese Famine and Stock Price Crash Risk", **International Review of Financial Analysis**, 70, 1-46.
- Lovata, L. M., Schoenecker, T. S., Costigan, M. L. (2016), "CEO Characteristics, Compensation and Real Activity Management in

- Manufacturing Companies", **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 20 (3),103-125.
- Luu, D. H. (2021), "The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam", **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 8 (5), 287-292.
 - MaaliKachouri, Bassem Salhi, Anis Jarboui (2020), "The Impact of Gender Diversity on the Relationship Between Managerial Entrenchment and Corporate Social Responsibility: Evidence from UK Companies", **Journal of Global Responsibility**, 11, 3-40.
 - Mahrous, S. A. (2014), "The Effect of Board Characteristics on the Financial Performance of Firms: An Empirical Study on the Most Active Firms in the Egyptian Stock Exchange", **Master Thesis**, Arab Academy for Science, Technology and Maritime Transport, Egypt.
 - Maksum, N. A. and Sirojuzilam, E. (2018), "Value of the Firm in Capital Structure Perspective (Case Study of Tourism Companies in Indonesia Stock Exchange)", **Economy and Development Journal**, 6 (1), 20-41.
 - Martins, H. C. (2019), "Investor Protection, Managerial Entrenchment, and Cash Holdings: Cross-Country Evidence", **International Finance**, 422-438.
 - Moussa, S., Rachdi, H., Ammeri, A. (2013), "Governance, Managers' Entrenchment and Performance: Evidence in French Firms Listed in SBF 120", **International Journal of Business and Social Research (IJBSR)**, 3(2), 35-48.
 - Nasr, M. A. and Ntim, C. G. (2018), "Corporate Governance Mechanisms and Accounting Conservatism: Evidence from Egypt Corporate Governance", **The International Journal of Business in Society**, 18 (3), 386-407.

- Nazaridavaji, H., Khoramabad, R. R. (2021), "The Relationship between the Audit Outputs and Managerial Entrenchment", **Iranian Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 5(1), 99-112.
- O'Connell, V., Cramer, N. (2010), "The Relationship between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland", **European Management Journal**, 28 (5), 387-399.
- Otman, K. M., (2014), "Corporate Governance and Firm Performance in Listed Companies in the United Arab Emirates", **PhD Thesis**, College of Business, Victoria University of Melbourne, Australia.
- Park S. Y., and Jung H. (2017), "The Effect of Managerial Ability on Future Stock Price Crash Risk: Evidence from Korea", **Sustainability**, 9 (12), 2334. 2334; <https://doi.org/10.3390/su9122334>
- Putu, M., Moeljadi, D., Dajazuli, A., (2014), "Factors Affecting Firms Value of Indonesia Public Manufacturing Firms", **International Journal of Business Management Invention**, 3 (2), 35-44.
- Qifeng, Wu. (2020), "Managerial Entrenchment and Financial Reporting Comparability", **Doctoral Dissertation**, the University of Texas at El Paso.
- Rahul Bhargava, S. F. (2017), "Takeover Protection and Stock Price Crash Risk: Evidence from State Antitakeover Laws" **Journal of Business Research**, 40, 177-184.
- Rashid, A. (2010), "CEO Duality and Firm Performance: Evidence from a Developing Country", **Corporate Ownership and Control**, 8 (1), 163-175.
- Rashid, A. (2018), "Board Independence and Firm Performance: Evidence from Bangladesh", **Future Business Journal**, 4 (1), 34-49.
- Rehman, A., Shah, S. A. (2013), "Board Independence, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Pakistan",

Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 5 (3), 832-845.

- Rodrigues, J. J. M. and Antonio, N. J. D. S. (2011), "Managers' Entrenchment, Power and Corporate Governance", **Euro Asia Journal of Management**, 21(1 & 2), 39-50.
- Rodriguez-Fernandez, M., Fernandez-Alonso, S., Rodriguez Rodriguez, J. (2014), "Board Characteristics and Firm Performance in Spain: Corporate Governance", **The International Journal of Business in Society**, 14 (4), 485-503.
- Rutledge, R. W., Karim, K. E., Lu, S. (2016), "The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity", **Journal of Applied Business and Economics**, 18 (2), 49- 71.
- Salehi, M., Dashtbayaz, M. L., & Mohtashami, M. (2021), "The Effects of Corporate Characteristics on Managerial Entrenchment", **Iranian Journal of Management Studies**, 14 (1), 245-272
- Serfling, M. (2014), "CEO Age and the Riskiness of Corporate Policies", **Journal of Corporate Finance**, 25, 251-273.
- Servaes, H. and Tamayo, A., (2013), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness", **Management Science**, 59 (5), 1045-1061.
- Sharma, M. and Kaur, R. (2021), "Accounting Conservatism and Corporate Governance: Evidence from India", **Journal of Global Responsibility**, 12 (4), 435-451.
- Shuto, A., Takada, T. (2010), "Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect", **Journal of Business Finance & Accounting**, 37 (7-8), 815-840.

- Shahab, Y., Ntim, C. G., Ullah, F., Yugang, C., Ye, Z. (2020), "CEO Power and Stock Price Crash Risk in China: Do Female Directors' Critical Mass and Ownership Structure Matter?", **International Review of Financial Analysis**, 68,1-15,
- Singla, C., (2016), "Impact of Board and CEO Characteristics on Firms' Performance", **Unpublished Working Paper**, Indian Institute of Management, Ahmedabad, India.
- Surroca, J., Tribo, J. A. (2008), "Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance", **Journal of Business Finance & Accounting**, 35 (5-6), 748-789.
- Tarkovska, V. V. (2016), "Corporate Governance and Stock Price Crash Risk: Evidence from UK Panel Data", **In Academy of Management Proceedings**, (1), 14644- 14670.
- Temitope Olamide Fagbemi, Olubunmi Florence Osemene, Oyinlade Agbaje (2020), "Management Entrenchment, Firm Characteristics and Earnings Management of Conglomerate Companies in Nigeria", **Journal of Administrative Business**, 9 (1), 1-14.
- Topal, Y. and M. Dogan (2014), "Impact of Board Size on Financial Performance: The Case of BIST Manufacturing Industry", **International Journal of Business Management and Economic Research**, 5 (4), 74-79.
- Vintila, G. and Gherghina, S. C. (2013), "Board of Directors Independence and Firm Value: Empirical Evidence Based on the Bucharest Stock Exchange Listed Companies", **International Journal of Economics and Financial**, 3 (4), 885-900.

- Vo, D. H., Nguyen, T. M. (2014), "The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam", **International Journal of Economics and Finance**, 6 (6), 1-13.
- Wellalage, N. H. (2012), "Corporate Governance and Financial Performance of Sri Lankan Listed Companies", **PhD Thesis**, The University of Waikato, Hamilton, New Zealand.
- Wira, V. (2021), "The Effects of Financial Performance toward Firm Value on Tourism, Hotel and Restaurant, and Transportation Sectors Listed on Indonesia Stock Exchange", **Journal innovation Business**, 9 (1), 141-149.
- Xiaorong, Li, S. S. (2017), "Trust and Stock Price Crash Risk: Evidence from China 76", **Journal of Banking and Finance**, 79-91.
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2014). The impact of cash conversion cycle on firm profitability: An empirical study based on Swedish data. **International Journal of Managerial Finance**, 10(4), 442-452.
- Yongtae Kim, H. L. (2014), "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk", **Journal of Banking & Finance**, 43, 1-13.
- Zhang et. al., (2016), "CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk", **Contemporary Accounting Research**, 33 (4), 1-50.
- Zheng, Y. (2010), "The Effect of CEO Tenure on CEO Compensation", **Managerial Finance**, 36 (10), 832-859.
- Zhu, W. (2016), "Accruals and Price Crashes", **Review of Accounting Studies**, 21 (2), 349-399.
- Zuhroh, I. (2019), "The Effects of Liquidity, Firm Size, and Profitability on the Firm Value with Mediating Leverage". The 2nd International Conference on Islamic Economics, Business, and Philanthropy (ICIEBP) Theme: "Sustainability and Socio-Economic Growth". <https://doi.org/10.18502/kss.v3i13.4206>