

الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات وأثرها على قيمة المنشأة

د. رضا إبراهيم صالح

أستاذ المحاسبة المساعد
كلية التجارة- جامعة كفر الشيخ

الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات وأثرها على قيمة المنشأة

١- مقدمة:

تعمل آليات حوكمة الشركات بصفة أساسية على حماية وضمان حقوق المساهمين وكافة الأطراف ذوي المصلحة المرتبطين بأعمال المنشأة من خلال إحكام الرقابة والسيطرة على أداء إدارة المنشأة، ومراقب الحسابات. ويمكن تصنيف مجموعة الآليات المستخدمة إلى نوعين من آليات الحوكمة، حيث يختص النوع الأول بإدارة المنشأة ذاتها، مثل قوة إدارة المراجعة الداخلية داخل المنشأة، مدى التزام إدارة المنشأة بتطبيق المعايير المحاسبية الدولية والمحلية، قوة واستقلال لجنة المراجعة، ودرجة اعتماد إدارة المنشأة على تكنولوجيا المعلومات المتطورة. بينما يختص النوع الثاني بمراقب الحسابات، الذي يقوم باعتماد القوائم والتقارير المالية الخاصة بالمنشأة وإبداء رأيه الفني عليها، وتشمل آليات تحقق الرقابة على أداء مراقب الحسابات مثل التغيير الإلزامي لمراقب الحسابات بصفة دورية، درجة استقلال مراقب الحسابات، مدى التزام مراقب الحسابات بتطبيق معايير المراجعة الدولية والمحلية، معايير رقابة الجودة، ومدى تقديم مراقب الحسابات لخدمات مهنية استشارية للمنشأة محل المراجعة.

ولقد حاول واضعوا السياسات المحاسبية السيطرة على النظام المحاسبي من خلال جميع الوسائل والقوانين والتشريعات بشكل ينظم العلاقة بين أصحاب حقوق الملكية والإدارة ويضمن ولاء الإدارة لمصالح أصحاب حقوق الملكية وإبعادها عن التحيز لأية مصالح ذاتية ضمن اطار نظرية الوكالة (Agency Theory). نتيجة لذلك زاد الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات Corporate Governance على المستوى الدولي والمحلي، في محاولة لاستعادة ثقة مستخدمي المعلومات المالية في التقارير المالية، وأصبحت من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الوحدات الاقتصادية، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل قامت الكثير من المنظمات والهيئات بتأكيد مزايا هذا المفهوم والحث على تطبيقه في الوحدات الاقتصادية المختلفة.

فعلى المستوى الدولي، اهتمت المنظمات الدولية بوضع مبادئ لحوكمة الشركات لتكون بمثابة نقاط مرجعية يتم الاسترشاد بها عند تطبيق هذه المبادئ في الواقع العملي. ومن أهم الأمثلة مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات والتي صدرت في عام ١٩٩٩ وروجعت في عام ٢٠٠٤ (OECD, 2004) ولجنة كادبوري Cadbury Committee والتي تم تشكيلها لوضع إطار لحوكمة الشركات باسم Cadbury Best

Practice عام ١٩٩٢ في المملكة المتحدة، كذلك لجنة Blue Ribbon Committee في الولايات المتحدة الأمريكية والتي أصدرت مقترحاتها عام ١٩٩٩ م ، ومبادئ معهد التمويل الدولي في مجال حوكمة الشركات والآليات اللازمة لتشغيل هذه المبادئ (IIF,2002)، كما تم إنشاء المعهد البرازيلي لحوكمة الشركات، وفي تركيا تم إنشاء المعهد التركي لحوكمة الشركات عام ٢٠٠٢م.

وعلى المستوى المحلي ، تزايدت الأهمية المحورية الخاصة بقواعد وتطبيقات حوكمة الشركات في مصر ، ففي عام ٢٠٠١ تم الانتهاء من أول تقرير لتقييم حوكمة الشركات في مصر ، حيث قام البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية ، وشارك فيه عدد من المراكز البحثية ومكاتب المحاسبة والمراجعة والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين . (World Bank –IMF,sep. 2001) . كما صدر في أكتوبر عام ٢٠٠٥ دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بمصر ، ودليل حوكمة شركات قطاع الأعمال العام (وزارة الاستثمار ، مركز المديرين ، أكتوبر ٢٠٠٥) . وقد أشار تقرير البنك الدولي – السابق الإشارة إليه – إلى أن مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات في مصر متواجدة في نسيج عدد من القوانين الحاكمة ولوائحها التنفيذية ، ومن أهمها قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، وقانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ، وقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، وقانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ ، وقانون التسوية والإيداع والحفظ المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ، وغيرها من القوانين التي ترتبط بحوكمة الشركات المصرية سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة .

٢- طبيعة المشكلة:

يتضح مما سبق أن لمبادئ حوكمة الشركات أثر في تعظيم قيمة المنشأة وتقليل التعارض بين مصالح حملة الأسهم والإدارة ومن ثم الحد من مشاكل الوكالة خاصة في الدول المتقدمة مهنيًا في مجال المحاسبة. ولقد تركز معظم البحث المحاسبي خلال العقود الثلاثة الماضية على استخدام المعلومات المحاسبية في تقييم آلية واحدة من آليات الحوكمة وهي خطط حوافز الإدارة ، وقد أوصت العديد من الدراسات المحاسبية بضرورة تكثيف البحث في المرحلة الحالية على تقييم الآليات المحاسبية للحوكمة ، واستخدام معلومات المحاسبة المالية في تقييم آليات أخرى للحوكمة مثل تنوع هيكل الملكية ، وتشكيل مجلس الإدارة وغيرها (Sloan, Bushman & Smith, 2001).

أما في المجتمعات التي لا تزال فيها مهنة المحاسبة في دور التطور والنمو فإنه ليس بالضرورة أن يصح تفسير فرضية تأثير آليات الحوكمة على قيمة المنشأة، نظراً لاختلاف ثقافة المديرين نحو علاقة الوكالة، واختلاف العوامل البيئية التي تميز فكر وسلوك المستثمرين في هذه الدول عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ويحتاج البحث المحاسبي إلى مزيد من الجهد لدراسة أثر آليات معينة للحوكمة على أداء الإدارة ، وذلك بتطوير مقاييس محاسبية مستمدة من التقارير المالية تعكس أداء الإدارة بصورة واقعية ، وتمكن من تقييم آليات أخرى للحوكمة بخلاف خطط الحوافز. وبالتالي فإن هناك آليات أخرى تحتاج إلي التقييم خصوصاً في بيئة الشركات المصرية مثل هيكل الملكية وتشكيل مجلس الإدارة، لذا يمكن تحديد مشكلة البحث في محاولة دراسة واختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من خلال محاولة الإجابة على التساؤلات التالية:

١. هل لآليات حوكمة الشركات أثراً هاماً على قيمة المنشأة؟ وهل يختلف الأثر باختلاف مقياس قيمة المنشأة؟
٢. هل يختلف تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة وفقاً لاختلاف حجم المنشأة ومستوى نمو استثماراتها ونسبة مديونيتها؟ وهل يتأثر ذلك الاختلاف باختلاف مقياس قيمة المنشأة؟
٣. هل لنوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المنشأة دور في تحديد أثر آليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة؟

٣- الهدف من البحث:

يهدف هذا البحث بشكل رئيسي إلي دراسة وتحليل العلاقة بين الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركة وأثرها على قيمة المنشأة معبراً عنها بمعدل العائد على الاستثمار، أو بنسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية للسهم ويتفرع من هذا الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية :

- ١- دراسة وتحليل المفهوم والإطار العام لحوكمة الشركات والتعرف على إيجابيات ومزايا تطبيقه ودوره في تعظيم قيمة المنشأة.
- ٢- عرض ومناقشة المتغيرات التي تعكس الآليات المحاسبية لحوكمة الشركات .

٣- دراسة كيفية استخدام معلومات التقارير المالية لتطوير المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في تقييم فاعلية آليات حوكمة الشركات.

٤- دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين الآليات المحاسبية لحوكمة الشركات وقيمة المنشأة.

٤- أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث في التأكيد علي تطبيق مفهوم حوكمة الشركات في البيئة الاقتصادية المصرية والاستفادة منها في تطوير الممارسة المحاسبية وبالتالي دفع المديرين نحو تعظيم قيمة المنشأة من خلال تحسين الأداء المالي لها، وبالتالي فإن آثار تطبيق آليات حوكمة الشركات سوف تصب عادة في قيمة المنشأة كما تعكسها أسعار الأسهم، أو في الأداء المالي لها. وبناء عليه فإن البحث في آليات حوكمة الشركات وتقييم فاعلية تلك الآليات المستخدمة من قبل الشركات بغرض تحديد الهيكل الأمثل لتلك الآليات الذي يساهم في تعظيم قيمة المنشأة، يعد من الأهمية بمكان لحملة الأسهم، إلي جانب المساهمة في تقييم نظام حوافز المديرين وتحقيق التوافق بين مصلحتهم الذاتية ومصالح حملة الأسهم وبالشكل الذي يعظم من قيمة المنشأة، الأمر الذي يتطلب مراقبتهم من خلال آليات نظام جيد لحوكمة الشركات.

٥- منهج البحث :

في إطار محاولة تحقيق أهداف البحث سوف يتبع البحث المنهج التحليلي والوصفي معاً حيث سيتم استخدام المنهج التحليلي بهدف استقراء وتصنيف الأدبيات العلمية في مجال حوكمة الشركات ، وتحديد المتغيرات القابلة للبحث والدراسة والمتعلقة بآليات حوكمة الشركات في البيئة المصرية، ووضع التصور العام لآليات حوكمة الشركات وعلاقتها بالأداء المالي للمنشأة وقيمتها السوقية . كما يعتمد البحث في جانبه الميداني على المنهج الوصفي حيث أنه لا يتوقع إيجاباً معيناً للعلاقة بين متغيرات آليات حوكمة الشركات ومتغيرات المؤشرات المالية المعبرة عن قيمة المنشأة.

٦- خطة البحث :

في ضوء مشكلة البحث والهدف منه ، فقد تم تقسيم البحث في الأجزاء التالية منه على النحو التالي :

الإطار النظري للدراسة ويتضمن:

- ١- مفهوم حوكمة الشركات.
- ٢- أهمية حوكمة الشركات.
- ٣- مبادئ حوكمة الشركات وأثرها على قيمة المنشأة.
- ٤- الدراسات السابقة.
- ٥- الجوانب المحاسبية في مبادئ حوكمة الشركات.
- ٦- آليات تطبيق حوكمة الشركات.

الدراسة التطبيقية وتتضمن:

- ١- فروض الدراسة.
- ٢- عينة الدراسة.
- ٣- متغيرات الدراسة وطريقة قياسها.
- ٤- نموذج الإختبار الإحصائي.
- ٥- تحليل نتائج الدراسة.
- ٦- الخلاصة والاستنتاجات والتوصيات.

الإطار النظري للدراسة

١- مفهوم وأهداف حوكمة الشركات:

يعد مصطلح حوكمة الشركات هو الترجمة المختصرة التي راجت للمصطلح CORPORATE GOVERNANCE، أما الترجمة العلمية لهذا المصطلح، فهي: " أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة ". ويهتم هذا المصطلح بالممارسات والكيفية التي يتم بها ضبط أداء الشركات ورفع كفاءتها ومجموعة التدابير التي يتم من خلالها متابعة أداء إدارة الشركات والرقابة عليها، ومعالجة المشكلات الناجمة عن ذلك، والعلاقة بين الجهات التي تحكم عمل الشركات من الداخل والخارج. وبالتالي فإن أسلوب حوكمة الشركات وسيلة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات بطريقة تحمي أموال المستثمرين والمقرضين، كما يؤدي إلى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الإدارة، علاوة على تطوير القيم الأساسية لاقتصاد السوق في المجتمع (Hopkins, M., 2000)

وتجدر الإشارة إلى إنه على المستوى العالمي لا يوجد تعريف موحد متفق عليه لمفهوم حوكمة الشركات وربما يرجع ذلك إلى تداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات وهو الأمر الذي يؤثر على المجتمع والاقتصاد ككل. ولكن يمكن القول إن ماهية مفهوم حوكمة الشركات معنية بإيجاد وتنظيم التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم وحملة السندات والعاملين بالشركة وأصحاب المصالح وغيرهم، وذلك من خلال تحرى تنفيذ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم، وباستخدام الأدوات المالية والمحاسبية السليمة وفقاً لمعايير الإفصاح والشفافية الواجبة.

ويشير مصطلح حوكمة الشركات بعض الغموض لثلاثة أسباب رئيسية مرتبطة بحدثة هذا المصطلح: السبب الأول هو أنه على الرغم من أن مضمون حوكمة الشركات وكثير من الأمور المرتبطة به ترجع جذورها إلى أوائل القرن التاسع عشر، حيث تناولتها نظرية المشروع وبعض نظريات التنظيم والإدارة إلا أن مفهومه لم يبدأ في التبلور إلا منذ قرابة عقدين أو ثلاثة عقود. بينما يتمثل السبب الثاني في عدم وجود تعريف قاطع لهذا المفهوم. فبينما ينظر إليه البعض من الناحية الاقتصادية على أنه الآلية التي تساعد المنشأة في الحصول على التمويل، وتضمن تعظيم قيمة أسهم المنشأة واستمرارها في الأجل الطويل، فإن هناك آخرون يعرفونه من الناحية القانونية على أنه يشير إلى طبيعة العلاقة التعاقدية من حيث كونها كاملة أم غير كاملة، والتي تحدد حقوق وواجبات حملة الأسهم وأصحاب المصالح من ناحية، والمديرين

من ناحية أخرى، كما أن هناك فريق ثالث ينظر إليه من الناحية الاجتماعية والأخلاقية، مركزين بذلك على المسؤولية الاجتماعية للمنشأة في حماية حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، وتحقيق التنمية الاقتصادية العادلة، وحماية البيئة. ويرجع السبب الثالث لغموض هذا المصطلح إلى أن هذا المفهوم مازال في طور التكوين، وما زالت كثير من قواعده ومعاييرها في مرحلة المراجعة والتطوير. ومع ذلك هناك شبه اتفاق بين الباحثين والممارسين حول أهم محدداته وكذلك معايير تقييمه.

وقد تعددت التعريفات المقدمة لهذا المصطلح، بحيث يدل كل مصطلح عن وجهة النظر التي يتبناها مقدم هذا التعريف. فتعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها: " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها (Alamgir, M., 2007). كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأنها: " مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين " (Freeland, C., 2007). وهناك من يعرفها بأنها: " مجموع "قواعد اللعبة" التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين " (البنك الأهلي المصري، ٢٠٠٣). وبمعنى آخر، فإن الحوكمة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسئول والمسئولية.

وباستعراض التعريفات السابقة يمكن تعريف حوكمة الشركات بانها نظام يتم بواسطته توجيه ورقابة أداء المديرين في الشركة بالشكل الذي يحقق أهدافها ويحد من تضارب المصالح فيما بين حملة الأسهم والإدارة، وعليه فهي تبحث في الآليات الكفيلة لضمان تحفيز الإدارة نحو الأداء المتميز والإنتاجية العالية، والحيلولة دون الإضرار بمصالح حملة الأسهم، والبحث عن أفضل الممارسات لتحسين الإفصاح والشفافية وحماية حقوق صغار المساهمين.

وبالتالي يمكن استخلاص أن مفهوم حوكمة الشركات، يشير إلى القواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة ، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة. وبشكل أكثر تحديداً، يقدم هذا الاصطلاح إجابات لعدة تساؤلات من أهمها: كيف يضمن المالكون ألا تسيء الإدارة استغلال أموالهم؟ كيف يتأكد هؤلاء أن الإدارة تسعى إلى تعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل؟ ما مدى اهتمام الإدارة بالمصالح الأساسية

للمجتمع في مجالات الصحة والبيئة؟ وأخيراً، كيف يتمكن حملة الأسهم وأصحاب المصالح من رقابة الإدارة بشكل فعال؟

٢- أهمية حوكمة الشركات:

تعد حوكمة الشركات من أهم العمليات الضرورية واللازمة لحسن عمل الشركات، وتأكيد نزاهة الإدارة فيها، وكذلك للوفاء بالالتزامات والتعهدات ولضمان تحقيق الشركات أهدافها، وبشكل قانوني واقتصادي سليم، خاصة ما يتصل بتفعيل دور الجمعيات العمومية لحملة الأسهم للاضطلاع بمسئولياتهم، وممارسة دورهم في الرقابة والإشراف علي أداء الشركات، وبما يؤدي إلي الحفاظ علي مصالح جميع الأطراف، وهو ما يوضح أهمية الحوكمة. ولو لم يكن للحوكمة من الأهداف والمزايا التي تدعمها ، لما سعت معظم الوحدات الاقتصادية بل والدول إلي تطبيقها ووضع التشريعات المختلفة اللازمة لها.

وباستعراض أدبيات حوكمة الشركات نجد إنه قد تطرق كل من (Jensen and Meckling, 1976) و (Fama , 1980) إلى "مشكلة الوكالة" Agency Problem حيث أشاروا إلى حتمية حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة. وفي هذا السياق يؤكد (Mitchell et al., 1996) و (Monks, 2001) و (Minow &) عن إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات.

وقد تعاضمت بشكل كبير أهمية حوكمة الشركات في الآونة الأخيرة بعد إنهيار بعض الشركات العملاقة كشركة انرون للطاقة Enron، وشركة ارثر اندرسون لتدقيق الحسابات Arthur Anderson، وحصلت اختلاسات كبيرة في شركة Worldcom للاتصالات وشركة Parmalate الاوروبية للأغذية، وترجع هذه الانهيارات في معظم تلك الشركات إلي الفساد الإداري والمحاسبي بصفة عامة. يضاف إلي ذلك افتقار إدارتها إلي الممارسة السليمة في الرقابة والإشراف ونقص الخبرة والمهارة وكذلك اختلال هيكل التمويل وعدم القدرة علي توليد تدفقات نقدية داخلية كافية لسداد الالتزامات المستحقة عليها، بالإضافة إلي ضعف الاهتمام بتطبيق المبادئ المحاسبية التي تحقق الإفصاح والشفافية، بجانب عدم إظهار المعلومات المحاسبية لحقيقة الأوضاع المالية للشركة، وهو الأمر الذي أكده Winkler حيث أشار إلي أهمية حوكمة الشركات في تحقيق التنمية الاقتصادية

وتجنب الوقوع في مغبة الأزمات المالية، من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء، بما يعمل على تدعيم الأسس الاقتصادية بالأسواق وكشف حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في هذه الأسواق، والعمل على استقرارها والحد من التقلبات الشديدة بها لتحقيق التقدم الاقتصادي المنشود.

وتتنامي أهمية إتباع القواعد السليمة لحوكمة الشركات لأسباب التالية :

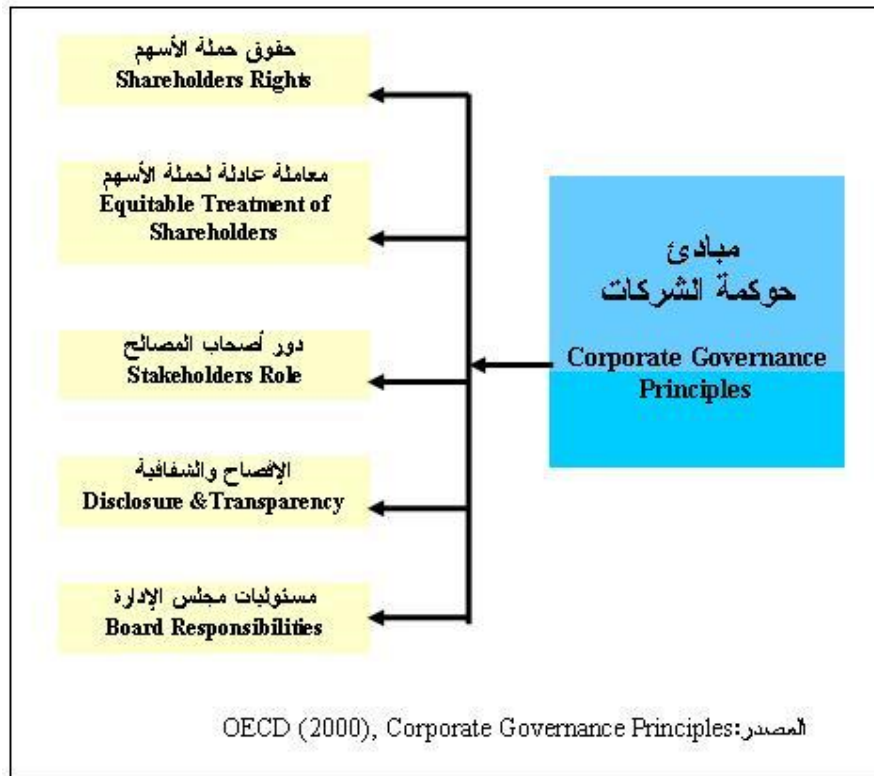
(Winkler, 1998)

١. ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم؛ مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وخاصة حائزي أقلية الأسهم.
٢. تعظيم القيمة السوقية للشركة ، وتدعيم منافسة الشركات في أسواق المال العالمية؛ وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة، وحدوث اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيسي ...الخ.
٣. التأكد من كفاءة تطبيق برامج الخصخصة وحسن توجيه الحصيلة منها إلى الاستخدام الأمثل لها، منعاً لأي من حالات الفساد التي قد تكون مرتبطة بذلك.
٤. توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز المصرفي أو أسواق المال؛ وخاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.
٥. تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، وتجنب حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.

٣- مبادئ حوكمة الشركات وأثرها على قيمة المنشأة:

نظراً للتزايد المستمر الذي يكتسبه الاهتمام بهذا المفهوم فقد حرصت عدد من المؤسسات الدولية على تناول هذا المفهوم بالتحليل والدراسة، وعلى رأس هذه المؤسسات كل من صندوق النقد والبنك الدوليين، ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD التي أصدرت في عام ١٩٩٩ مبادئ حوكمة الشركات Corporate Governance Principles من خلال تقديم عدد من الخطوط الإرشادية لتدعيم إدارة الشركات وكفاءة أسواق المال واستقرار الاقتصاد ككل. ويدعم هذا ما أكدت عليه المنظمة العالمية لمشرفي الأوراق المالية (IOSCO) International Organization for Securities Commissions في مايو ٢٠٠٢

من أهمية انتهاج مبادئ OECD لحوكمة الشركات؛ وذلك للحفاظ على سلامة أسواق المال واستقرار الاقتصاديات. وتمثل هذه المبادئ العمود الفقري لتطبيق الحوكمة، لذا فقد تعددت هذه المبادئ واختلفت من جهة إلى أخرى ، ولكن أكثرها قبولا واهتماما وأيضا أسبقها صدورا هي المبادئ الصادرة عن (OECD) عام ١٩٩٩م والتي تم إعادة صياغتها عام ٢٠٠٤م وتتناول المبادئ الخمسة الصادرة عن OECD تطبيقات حوكمة الشركات في شأن: الحفاظ على حقوق حملة الأسهم، وتحقيق المعاملة العادلة لحملة الأسهم، ودور أصحاب المصالح، والحرص على الإفصاح والشفافية، وتأكيد مسؤولية مجلس الإدارة، كما يتضح من الشكل التالي :



أ- مبدأ حماية حقوق المساهمين

ويتحقق هذا المبدأ من خلال :-

- ١- تأمين وسائل التسجيل والنقل والتحويل لملكية الأسهم .
- ٢- حضور الجمعية العامة والتصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة .
- ٣- الحصول على المعلومات المختلفة .
- ٤- ممارسة الرقابة على أداء الوحدات الاقتصادية .
- ٥- الحصول على حقوقهم في الأرباح .

ب- مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة

ويتحقق هذا المبدأ من خلال:-

- ١- المساواة في توفير المعلومات لمختلف الفئات
- ٢- المساواة في المعاملة للفئات المتكافئة من المساهمين .
- ٣- الدفاع عن الحقوق القانونية .
- ٤- الإفصاح عن المصالح الخاصة بمجلس الإدارة والمديرين .
- ٥- التعويض عن حالات التعدي على حقوقهم .

ج- مبدأ دور أصحاب المصالح في الحوكمة

ويتحقق هذا المبدأ من خلال :-

- ١- التعاون بين أصحاب المصالح وإدارة الوحدات الاقتصادية .
- ٢- المشاركة في المتابعة والرقابة على أداء الوحدات الاقتصادية .
- ٣- ضمان حصولهم على المعلومات الملائمة والكافية والموثوق فيها .
- ٤- المحافظة على حقوقهم .
- ٥- الحصول على التعويضات في حالة انتهاك حقوقهم .

د- مبدأ الإفصاح والشفافية

ويتحقق ذلك من خلال :-

- ١- دقة الإفصاح.
- ٢- التوقيت الملائم للإفصاح.
- ٣- شمولية الإفصاح.
- ٤- مراجعة المعلومات المفصّل عنها.
- ٥- توفير قنوات توصيل المعلومات للمستخدمين.

هـ- مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة

ويتحقق ذلك من خلال :-

- ١- ضمان مسؤولية المجلس تجاه الوحدة الاقتصادية والمساهمين.
- ٢- توفير المعلومات الكافية والموثوق فيها.
- ٣- المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين.
- ٤- الالتزام بالقوانين وتحقيق مصالح كافة الأطراف.
- ٥- اتخاذ القرارات ومتابعة المهام والوظائف الأساسية ، بالوحدة الاقتصادية.

وعلى ذلك، تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح حق مساهلة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق جميعاً، مع مراعاة مصالح العمل والعمال، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه، وتنمية المدخرات، وتعظيم الربحية، وإتاحة فرص عمل جديدة. كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون، والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

في ضوء ما سبق يخلص الباحث إلى اهتمام مبادئ حوكمة الشركات بتحقيق الإفصاح والشفافية في كافة المعلومات وبصفة خاصة المعلومات المالية لما لها من أهمية ودور فعال في تحقيق أهداف أصحاب المصالح في الوحدة الاقتصادية، مما يعني الاهتمام بتحقيق جودة هذه المعلومات، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل امتد إلى دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية. وتظهر العلاقة بين المعلومات المحاسبية، وتحقيق أهداف ومزايا الحوكمة من خلال الاعتماد على هذه المعلومات في ممارسة الرقابة على مختلف جوانب أداء الوحدة الاقتصادية وزيادة الثقة فيها وتحقيق العدالة والشفافية ومكافحة الفساد وتحقيق التواصل مع الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالوحدة الاقتصادية.

وبناءً على ذلك فإن مفهوم حوكمة الشركات يستند على ثلاث ركائز أساسية تتمثل في السلوك الأخلاقي والرقابة والمساءلة وأخيراً إدارة المخاطر. ففيما يخص الركيزة الأولى فإن حوكمة الشركات تعمل على ضمان الالتزام الأخلاقي للإدارة عن طريق الالتزام بالأخلاقيات الحميدة والقواعد والسلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح الأطراف المرتبطة بالمنشأة إلى جانب الشفافية في تقديم المعلومات. أما فيما يخص الركيزة الثانية المتعلقة بالرقابة والمساءلة فإن حوكمة الشركات تعمل على تفعيل دور أصحاب المصالح في نجاح المنشأة وتحقيق أهدافها وذلك من خلال تفعيل رقابة هيئة سوق المال والأطراف الرقابية العامة الأخرى، وكذلك رقابة المساهمون ومجلس الإدارة ولجنة المراجعة والمراجعون الداخليون والخارجيون، إضافة إلى رقابة الأطراف الأخرى مثل الدائنون والمقرضون. أما فيما يتعلق بركيزة إدارة المخاطر فإن حوكمة الشركات دوراً بارزاً في وضع نظام لإدارة المخاطر والإفصاح وتوصيل المعلومات إلى مستخدميها وأصحاب المصلحة. (حماد، ٢٠٠٥).

٤- الدراسات السابقة :

علي الرغم من تعدد وتنوع الدراسات التي اهتمت بحوكمة الشركات حسب مجالات استخدامها ، فإن الباحث سوف يركز هنا فقط علي بعض الدراسات التي اهتمت بالآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية وأثرها على قيمة المنشأة، وذلك كما يلي :

- دراسة (Francis ,et al., 2001)

تناولت هذه الدراسة دور كل من المحاسبة والمراجعة في تطبيق حوكمة الشركات وتطوير أسواق المال في عدد من الدول ،وقد خلصت الدراسة إلي ضرورة وجود الإجراءات القانونية اللازمة لحماية حقوق المساهمين ،بالإضافة إلي ضرورة الالتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة لأنها تحقق الشفافية في إعداد القوائم والتقارير المالية علاوة علي دورها في حماية حقوق أصحاب المصالح في الشركات والذي ينعكس بالإيجاب علي حركة أسواق المال .

- دراسة (Seow & Good, 2002)

تناولت هذه الدراسة تأثير آليات حوكمة الشركات علي جودة التقارير المالية و دور المديرين والمراجعين في ذلك بالتطبيق علي الوحدات الاقتصادية في سنغافورة ،وقد خلصت هذه الدراسة إلي تأكيد دور المراجعة الداخلية ولجان المراجعة في عملية الحوكمة و في تحقيق جودة التقارير المالية ،بالإضافة إلي أهمية القواعد الأخلاقية في ذلك .

- دراسة (درويش ، ٢٠٠٣)

تناولت هذه الدراسة دور الإفصاح المحاسبي في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وذلك من خلال التعرف علي أهمية الإفصاح المحاسبي في تطبيق مبادئ الحوكمة مع عرض تجارب بعض الدول ، وقد خلصت الدراسة إلي مجموعة من النتائج أهمها وجود دور فعال للإفصاح المحاسبي والشفافية في تطبيق مبادئ الحوكمة وخاصة في مصر وأن ذلك يؤثر بشكل إيجابي علي البورصات وتحسين أداء الشركات .

- دراسة (أحمد ، عادل ، ٢٠٠٣)

وقد استهدفت هذه الدراسة بحث مدى إمكانية تطبيق حوكمة الشركات في البيئة المصرية، وقد أختبرت الدراسة فرضين، الفرض الأول أن تطبيق حوكمة الشركات يساعد على تفعيل عملية الرقابة والإشراف والمتابعة في الشركات المساهمة، كما يساعد على تحسين الأداء بهذه الشركات، والفرض الثاني يتمثل في أن تطبيق حوكمة الشركات يساعد على زيادة الشفافية في القوائم المالية وحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى بالشركة. وقد خلصت الدراسة إلى أن الظروف الحالية في مصر تساعد على الإسراع بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات والاستفادة من المزايا التي تحققت للدول التي قامت بتطبيقه من تحسين الأداء وزيادة الرقابة والمساءلة على الشركات وزيادة الإفصاح والشفافية في القوائم المالية بما يحقق مصلحة المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى بالشركة. كما انتهت الدراسة إلى أن تطبيق مفهوم حوكمة الشركات في البيئة المصرية أصبح مطلباً ضرورياً وذلك للمساهمة في نجاح ونمو سوق المال في مصر، وكذلك العمل على نمو الاقتصاد القومي من خلال المساعدة في توفير الثقة والمصدقية في المعلومات المالية المنشورة للشركات المساهمة المصرية مما يساعد على جذب الاستثمارات الوطنية والأجنبية.

- دراسة (Bolbol, Fatheldin & Omran, 2004)

تناولت الدراسة هيكل الملكية وأداء الشركة وعلاقته بحوكمة الشركات وذلك بالتطبيق على عينة موزعة على أربعة أقطار عربية هي مصر والأردن وعمان وتونس، وقد قدمت الدراسة وصفاً شاملاً لطبيعة الملكية في هذه الأقطار والذي يتضح من خلاله تغليب المساهمة الخاصة في رأس المال، إذ بلغت نسبة المساهمة الخاصة في مصر ٥٣% وفي الأردن ٧٣% وفي عُمان ٨٢% وفي تونس ٣٣%، وفي المقابل انخفاض المساهمة الحكومية (باستثناء مصر) إلى حد تجاوزت عليها نسبة مساهمة الاستثمار الأجنبي، الأمر الذي يشير إلى تغليب الصفة العائلية على الصفة العامة لتلك الشركات. كما قدمت الدراسة عرضاً لنسبة تركيز الملكية عند أعلى ثلاثة من كبار المساهمين في الشركة الذي يمتلك الواحد منهم على الأقل ١٠% من رأس المال، يتضح من خلاله أن متوسط نسبة التركيز في شركات هذه الأقطار بلغ ٤٨%. أما النتائج الإحصائية للدراسة فتشير إلى عدم وجود علاقة بين ربحية الشركة وكل من نسبة تركيز الملكية بين مكونات رأس المال والفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة، وأن قيمة الشركة المحسوبة على أساس نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ترتبط بعلاقة إيجابية

هامة مع نسبة تركيز الملكية بين مكونات رأس المال والوجود المرتفع لكبار حملة الأسهم والدمج بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة. أما علاقة هيكل الملكية بالأداء فقد كانت سالبة هامة بين المستثمرين الأفراد والأداء، وموجبة هامة فيما يخص نسبة تركيز مساهمة الحكومة، في حين لا توجد أي علاقة تأثير هامة إحصائياً بين الأداء وكل من مساهمة المؤسسات والاستثمار الأجنبي.

- دراسة (Sanda, Mikailu & Garba, 2005)

تناولت الدراسة آليات حوكمة الشركات والأداء المالي على عينة من الشركات المسجلة في بورصة نيجيريا، وذلك بهدف الكشف عن مدى فاعلية حجم مجلس الإدارة ووجود أعضاء خارجيين ضمنه والفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة، في تحقيق الشركة معدلات عالية من الأداء. وقد جاءت نتائج الدراسة مؤكدة أهمية حجم مجلس الإدارة في الرقابة على المديرين والحد من مشاكل الوكالة، حيث اتضح أن هناك علاقة إيجابية قوية بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة سواء معبراً عنه بمعدل العائد على الاستثمار أو بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، وأن زيادة حجم مجلس الإدارة عن عشرة أشخاص تتحول تلك العلاقة الإيجابية إلى علاقة سلبية وذلك بفعل زيادة مشاكل الإتصال وانخفاض درجة رشد القرارات، أما عن دور نسبة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة، فلم تظهر النتائج أي علاقة إيجابية بين زيادة نسبة الأعضاء الخارجيين والأداء، وكذلك الحال فيما يخص العلاقة بين أداء الشركة والفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، أما عن الملكية الإدارية فقد أظهرت النتائج علاقة سلبية هامة مع كلا مقياسي الأداء.

- دراسة (Belkhir, 2006)

تناولت الدراسة اختبار الآثار التبادلية بين خمسة آليات لحوكمة الشركات هي الملكية الإدارية، وعدد الأعضاء في مجلس الإدارة، وملكية كبار المساهمين، ونسبة مشاركة الأعضاء الخارجيين في عضوية مجلس الإدارة، والفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام، وأخيراً تركيبة المجلس. وقد جاءت نتائج الدراسة تفيد بأن الشركات التي يكون فيها المديرين وأعضاء مجلس الإدارة يمتلكون نسبة عالية من أسهم الشركة، يكون اعتمادها على آلية الأعضاء الخارجيين في رقابة الأداء اعتماداً قليلاً قياساً برقابة كبار حملة الأسهم، ولكن ذلك لا يقلل من أهميتها في خفض مشاكل الوكالة الناتجة عن سطوتهم على الإدارة لتحقيق

منافعهم الشخصية دون الاهتمام بمصالح المساهمين الآخرين. كما أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي للآليات الحوكمة أنها ذات علاقة تبادلية، مما يعني أن استخدام الشركة لإحدى الآليات بمستوى عال يمكن أن يعوضها عن استخدام الآليات الأخرى بنفس المستوى، الأمر الذي يترتب عليه إمكانية قيام الشركة بالمفاضلة فيما بين الآليات بالشكل الذي يحقق لها أعلى المنافع بأدنى التكاليف. كما أوضحت النتائج أن العلاقة بين قيمة الشركة والملكية الإدارية ورقابة كبار حملة الأسهم هي علاقة سالبة هامة، أما عدد الأعضاء الخارجيين فإن علاقتها تكون موجبة مع قيمة الشركة، وخلصت الدراسة إلى أن استخدام آليات حوكمة الشركات يختلف بين الشركات، وأن محدد استخدام تلك الآليات يكون وفقاً لتحليل دالة التكلفة والمنفعة.

- دراسة (Lau, Sinnadurai & Wright, 2006)

استهدفت تلك الدراسة العلاقة بين أداء الشركة معبراً عنه بمقياسين هما معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، وكل من التسريح الإجباري للمدير العام وآليات الحوكمة المتمثلة في حجم وتشكيلة مجلس الإدارة، ورقابة كبار حملة الأسهم، وعدد الأعضاء الخارجيين في عضوية مجلس الإدارة، وذلك على عينة من الشركات الأسترالية. وقد أوضحت نتائج الدراسة أن الأداء الضعيف للشركة يؤدي إلى تسريح المدير العام، وأن العلاقة بين ترجيح تسريح المدير العام وأداء الشركة، هي علاقة سالبة هامة إحصائياً، وأن هذه العلاقة لا تتأثر بآليات حوكمة الشركات.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة يمكن استخلاص النتائج التالية :

1. الاهتمام بتطبيق معايير المحاسبة ومعايير المراجعة بجانب التشريعات والقوانين المختلفة التي تكفل حماية حقوق أصحاب المصالح في الوحدات الاقتصادية ، عند تطبيق مفهوم حوكمة الشركات ،ينعكس بشكل إيجابي على إسهام هذه الوحدات في سوق الأوراق المالية ،وبالتالي يمكن القول بأن التطبيق الفعال لمفهوم حوكمة الشركات يتضمن تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي يتضمن تنشيط حركة سوق الأوراق المالية بشكل يحقق أهداف هذه الوحدات بصفة عامة وأهداف أصحاب المصالح بها بصفة خاصة.
2. تؤكد الدراسات السابقة إلى وجود ترابط قوي بين كل من تطبيق حوكمة الشركات وإنتاج المعلومات المحاسبية والتأثير علي حركة سوق الأوراق المالية وبالتالي على قيمة المنشأة.

٣. أن غالبية الدراسات السابقة قد طبقت في بيئات أجنبية مختلفة مثل أمريكا وأستراليا وكندا وسنغافورة، وتناولت العديد من آليات حوكمة الشركات مثل: قوة واستقلال مجلس الإدارة، وجود نظام فعال للمساءلة المحاسبية، جودة النظم المحاسبية الإدارية والمالية للشركة، التزام الشركة بمعايير المحاسبة المحلية والدولية واعتماد الشركة على تكنولوجيا المعلومات المتطورة، استقلال مراقب الحسابات، التغيير الإلزامي لشركة المراجعة، إلزام مراقب الحسابات بمعايير رقابة الجودة، قيام مراقب الحسابات بتقديم الخدمات الاستشارية والإدارية للعميل، الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة وبين وظيفة المدير التنفيذي الرئيسي للشركة.

٤. أن تطبيق آليات حوكمة الشركات كان له تأثير على قيمة المنشأة في الدول التي تقدمت فيها مهنة المحاسبة سواء من حيث الفكر المحاسبي أو من حيث المعايير المهنية والتطبيق العملي، بينما في الدول التي مازالت مهنة المحاسبة فيها في دور النمو والتطور، فإن تطبيق آليات حوكمة الشركات قد تحكمتها بواعث أخرى بخلاف العوامل الاقتصادية تتصل ببيئة الممارسة المحاسبية، وهو ما يعكس أهمية دراسة أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات في مصر على قيمة المنشأة.

٥- الجوانب المحاسبية في مبادئ حوكمة الشركات:

لقد أحدثت حوكمة الشركات تغييرات جوهرية على بيئة الأعمال بشكل عام وبيئة مهنة المحاسبة والمراجعة بشكل خاص، وخصوصاً بعد صدور قانون Sarbanes-Oxley Act of 2002 من قبل الحكومة الأمريكية. ومن المقالات المهمة والملفتة للانتباه فيما يتعلق بالكيفية التي تحاول الشركات بموجبها التأقلم مع قانون Sarbanes-Oxley Act، المقالة المنشورة في مجلة Journal of Accountancy في عددها الصادر في مارس ٢٠٠٤ من قبل كل من Tina D. و M. G. Fennema و Phillip Z. و William Hillison، بعنوان "البيئة المؤسسية المستمرة التغير" A Changing Corporate Culture، حيث تطرق الباحثون إلى عدة نقاط مهمة يمكن تلخيصها بالتالي:

١- أن الفشل الكبير في حوكمة الشركات التي كان معمولاً بها سابقاً أدى إلى ظهور تساؤل مهم عن مدى كفاءة تدقيق القوائم المالية؟ وبالتالي للإجابة عن ذلك التساؤل، أو لإيجاد حل له خرج للوجود قانون Oxley الذي كان له دوراً

- كبيراً في تغيير بيئة المؤسسات وقلبها رأساً على عقب، حيث ساهم في إيجاد قوانين إضافية لحوكمة الشركات والزم بأن تكون آلية الإبلاغ للإدارات العليا.
- ٢- تشير جميع الاستقصاءات التي تمت حول موضوع حوكمة الشركات إلى أن هناك تغييراً جذرياً على بيئة المؤسسات التي بدأت بتطبيق القانون الجديد، وأهم تلك التغييرات ظهور مجالس الإدارة ولجان التدقيق المستقلة، وتوجه لجان التدقيق نحو تعيين أعضاء من أصحاب المهارات والخبرات المحاسبية، وبدأ أعضاء لجان التدقيق يثيرون العديد من التساؤلات حول طاقم الشركة المالي ومدققها الخارجي.
- ٣- لكي تستطيع الشركات التماشي مع قانون Oxley أصبح من الضروري عليها إنشاء قسم تدقيق داخلي بشكل ملح أكثر من السابق، وتوضيح هذه الضرورة لأصحاب المناصب العليا فيها كي تتمكن من إصدار ابلاغات مالية بفاعلية أكبر من السابق.
- ٤- أظهرت بعض الاستطلاعات أن التغيير تركز على إدارات الحسابات، ورغم أن هذا التغيير غير كاف ويحتاج إلى تطوير أكبر، إلا أنه تم نصح المدققين الخارجيين بالتخلي عن القيام بعمليات الاستشارات، وأن يصبحوا أكثر تشككاً، ودائمي التغيير لخطط التدقيق بشكل يجعل عملهم غير متمكن من توقع خطواتهم.
- ٥- يجب على المدققين الداخليين التركيز على المجالات المالية، وأن يقوموا بعملية تحليل المخاطر قبل موافقتهم على أي خطة تدقيق مزعج إنشاءها.
- ٦- يتركز العبء الأكبر في التغيير على لجان التدقيق، والذي يشمل مسؤوليتها بالبحث وتعيين الأعضاء المستقلين والمؤهلين، وقضاء معظم وقتها بفحص جميع التفاصيل صغيرها وكبيرها، ومقابلة وتداول الأمور بشكل منفرد مع كل من المدققين الداخليين والخارجيين ومسؤولي الإدارات العليا كل على حده.

وباستقراء الدراسات السابقة التي تناولت موضوع حوكمة الشركات يمكن تحديد الجوانب المحاسبية لحوكمة الشركات في النقاط التالية:

١- المساءلة والرقابة المحاسبية

أشار تقرير لجنة Cadbury الصادر عام ١٩٩٢م في العنصر الثاني منه، بأن يقوم المساهمون بمساءلة مجلس الإدارة، وكل منهما له دوره في تفعيل تلك المسألة، فمجلس الإدارة

يقوم بدوره في توفير البيانات الجيدة للمساهمين ، وعلى المساهمين القيام بدورهم في إبداء رغبتهم في ممارسة مسؤوليتهم كملاك. بالإضافة إلى ذلك أشار تقرير بنك كريدي ليونيه في القسم الرابع منه والذي يحمل عنوان المحاسبة عن المسؤولية ، بأن دور مجلس الإدارة إشرافي أكثر منه تنفيذي ، وإلي قدرة أعضاء مجلس الإدارة علي القيام بتدقيق فعال ، كما أشار في القسم الخامس منه والذي يحمل عنوان المسؤولية ،إلي ضرورة وضع آليات تسمح بتوقيع عقاب علي الموظفين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة إذا لزم الأمر ذلك (فوزي ، 2003) .

كما أن تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الصادر عام ١٩٩٩ م ، أشار في المبدأ الخاص بمسؤوليات مجلس الإدارة ،إلي ضرورة المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وكذلك مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين (OECD, 2000) . يضاف إلي ذلك أن المعايير التي وضعتها بورصة نيويورك للأوراق المالية عام ٢٠٠٣م (NYSE,2003) والخاصة بحوكمة الشركات ،أشارت إلي ضرورة تفعيل الدور الرقابي للمساهمين من خلال المشاركة في جميع القرارات الأساسية للشركة .

في ضوء ذلك يمكن القول بأن المساءلة والرقابة المحاسبية التي تتبناها حوكمة الشركات تأخذ اتجاهان :

الأول : المساءلة والرقابة الرأسية من المستويات الإدارية الأعلى إلي المستويات الإدارية الأدنى

الثاني : المساءلة والرقابة الأفقية وهي المتبادلة بين كل من مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح في الوحدة الاقتصادية .

٢- الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة

أشار تقرير الحوكمة الأول في مصر الصادر عام ٢٠٠١ م ،بأنه من الممارسات السلبية لحوكمة الشركات في الشركات المصرية هو ضعف ممارسة المحاسبة والمراجعة وأنها في حاجة إلي المزيد من الدعم للوصول إلي الممارسة السليمة مع إعادة النظر في معايير المحاسبة والمراجعة المطبقة (أبو العطا، ٢٠٠٣) ،ولذا فقد تم الأخذ بالكثير من الإجراءات لتيسير تطبيق الحوكمة والتي كان منها إصدار الكثير من معايير المحاسبة المصرية والتي تتسق مع مثيلاتها الدولية وذلك بصدور القرار الوزاري رقم ٣٤٥ لسنة ٢٠٠٢م الخاص بإصدار معايير المحاسبة المصرية .

كما أن تطبيق الحوكمة يحد من استخدام نظرية الوكالة التي تشجع مرونة حركة الإدارة في اختيار السياسة المحاسبية، وبالتالي فإن تطبيق آليات ومبادئ الحوكمة بالشركات تساعد في حسم مشكلة إساءة استخدام المعايير المحاسبية ومعايير المراجعة .

٣- دور المراجعة الداخلية :

تساعد المراجعة الداخلية بما تقوم به من مساعدة الوحدة الاقتصادية في تحقيق أهدافها وتأكيد فعالية الرقابة الداخلية والعمل مع مجلس الإدارة ولجنة المراجعة من أجل إدارة المخاطر والرقابة عليها في عملية حوكمة الشركات من خلال تقييم وتحسين العمليات الداخلية للوحدة الاقتصادية ، وكذلك تحقيق الضبط الداخلي نتيجة استقلالها وتبعيةها لرئيس مجلس الإدارة واتصالها برئيس لجنة المراجعة.

٤- دور المراجعة الخارجية :

نتيجة لما يقوم به المراجع الخارجي من إضفاء الثقة والمصادقية علي المعلومات المحاسبية وذلك من خلال قيامه بإبداء رأيه الفني المحايد في مدى صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدها الوحدات الاقتصادية من خلال التقرير الذي يقوم بإعداده ويرفق بالقوائم المالية، فإن دور المراجعة الخارجية أصبح جوهري وفعال في مجال حوكمة الشركات لأنه يحد من التعارض بين الملاك وإدارة الوحدة الاقتصادية ، كما أنه يحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويحد من مشكلة الانحراف الخلفي في الوحدات الاقتصادية.

٥- دور لجان المراجعة:

أكدت معظم الدراسات والتقارير الخاصة بحوكمة الشركات علي ضرورة وجود لجان للمراجعة في الوحدات الاقتصادية التي تسعى إلي تطبيق الحوكمة ،بل أشارت إلي أن وجود لجان المراجعة يمثل أحد العوامل الرئيسية لتقييم مستويات الحوكمة المطبقة بالوحدة الاقتصادية. وتقوم لجان المراجعة بدور حيوي في ضمان جودة التقارير المالية وتحقيق الثقة في المعلومات المحاسبية نتيجة لما تقوم به من إشراف على عمليات المراجعة الداخلية والخارجية ومقاومة ضغوط وتدخلات الإدارة علي عملية المراجعة ، علاوة علي ذلك يشير البعض : بأن مجرد إعلان الوحدة الاقتصادية عن تشكيل لجنة للمراجعة كان له أثر علي حركة أسهمها بسوق الأوراق المالية.(Defond, M., et al.)

بجانب ذلك فقد توصلت دراسة Memullen والتي تناولت دور لجان المراجعة في زيادة الثقة في المعلومات المنشورة بالقوائم المالية ، إلي أن الوحدات الاقتصادية التي لديها لجان مراجعة قد انخفض بها معدل حدوث التصرفات المالية غير القانونية ، بجانب زيادة درجة الثقة في معلومات القوائم المالية وخاصة الوحدات الاقتصادية المقيدة أسهمها في سوق الأوراق المالي (Memulle, 1996) .

٦- تحقيق الإفصاح والشفافية :

يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المبادئ والأركان الرئيسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات ،لذا لم يخلو أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة أو دراسة علمية من التأكيد على دور الحوكمة في تحقيق الإفصاح والشفافية خاصة وأنهما من الأساليب الفعالة لتحقيق مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة ، ويمثلان أحد المؤشرات الهامة للحكم علي تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل الوحدات الاقتصادية المختلفة. لذا فإن مبادئ حوكمة الشركات التي وضعتها OECD وتم تعديلها في ١٢ أبريل ٢٠٠٤ م ترى أن إطار الحوكمة يجب أن يتضمن الإفصاح الدقيق وفي التوقيت السليم عن كافة الأمور الهامة المتصلة بالوحدات الاقتصادية وذلك فيما يتعلق بمركزها المالي والأداء المالي والتشغيلي والنقدي لها والجوانب الأخرى المتصلة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا .

٧- إدارة الأرباح :

تمارس إدارة بعض الوحدات الاقتصادية سياسة إدارة الأرباح لتحقيق الكثير من الأهداف مثل الوصول إلى مستوى التنبؤات التي سبق الإعلان عنها أو تجنب الإعلان عن الأرباح أو الخسائر أو للحصول على بعض المزايا المرتبطة بالأرباح المرتفعة مثل المكافآت والعمولات ، وبالتالي فإن عملية إدارة الربح تعني قيام الإدارة بالتأثير على أو التلاعب في البيانات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية بصرف النظر عن الهدف من ذلك. وفي ظل تطبيق حوكمة الشركات والحد من سلطة الإدارة وإتاحة الفرصة للأطراف الأخرى لحماية حقوقها مع وجود الضوابط المختلفة ، فإن إدارة الأرباح تصبح لا وجود لها ، لذا أشارت نتائج إحدى الدراسات والتي تناولت أثر متغير الحوكمة على ممارسة إدارة الوحدات الاقتصادية لسياسة إدارة الأرباح ، بأن هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء لجنة المراجعة من خارج الوحدة

، وكذلك خبرتهم المالية ، وكذلك عدد الأعضاء التنفيذيين في مجلس الإدارة ، وبين ممارسة الشركة لإدارة الأرباح (Chtourou, & Lucie, 2001) .

٨- تقويم أداء الوحدات الاقتصادية :

أن من أهمية حوكمة الشركات دورها في زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية وتدعيم قدرتها التنافسية بالأسواق ، مما يساعدها علي التوسع والنمو ويجعلها قادرة على إيجاد فرص عمل جديدة (أبو العطا، ٢٠٠٢). كما أن من المعايير الرئيسية لحوكمة الشركات هو تحقيق فاعلية وكفاءة الأداء بالوحدات الاقتصادية وحماية أصولها (فخرا وآخرون، ٢٠٠٣).

٦- الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات:

تتفق الأدبيات المحاسبية على أن هناك مدخلين أساسيين لدراسة آليات حوكمة الشركات هما :

١- المدخل الداخلي: والذي يركز على تعظيم ثروة حملة الأسهم عن طريق المساءلة والإشراف على تحقيق أهداف المنشأة من قبل المالكين والاهتمام بمصالحهم فقط.

٢- المدخل الخارجي: ويستند هذا المدخل على آليات حوكمة الشركات وهيكلها ، ويعكس نموذجاً لرقابة الشركات يهتم بمصالح الأطراف المتعددة.

وفيما يخص علاقة الوكالة، يعد المدخل الداخلي الأكثر مناسبة، وذلك ليس بسبب تشجيع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية على اتباعه في وثيقة (مبادئ حوكمة الشركات) فحسب(حماد، ٢٠٠٥)، وإنما لكونه يمنح اعتباراً قوياً لجميع الأطراف المستفيدة من أداء المنشأة عند ممارسة آليات حوكمة الشركات، وفي هذا المجال توجد أربعة آليات يمكن استخدامها في مجال حوكمة الشركات على النحو التالي : (Young, 2003)

١- الملكية الإدارية:

ويقصد بهذه الآلية امتلاك المديرين وأعضاء مجلس الإدارة لجزء من أسهم رأس مال الشركة. وقد عبرت دراسة (Jensen & Meckling, 1976) عن فاعلية هذه الآلية في الرقابة على تكاليف الوكالة والحد من سلوك الإدارة غير المرغوب فيه بنسبة تركيز الأسهم عند الإدارة، حيث وجد الباحثان أن إنخفاض نسبة تركيز الأسهم في الإدارة إنما يعني زيادة اتجاهها

نحو تحقيق منافعها على حساب مصالح حملة الأسهم، وذلك من خلال استغلال نظام الحوافز والمكافآت أو العمل على تكوين شهرة إدارية عن طريق الاستفادة من مساحة الحرية المتاحة لها في الاختيار من بين السياسات المحاسبية والممارسات المهنية البديلة. وفي ذات السياق فقد وجد (Fama,1980) أن الإدارة التي لا تمتلك جزء من رأس مال الشركة تعي تماماً لمنافعها وتضع شهرتها الإدارية واستقرارها الوظيفي في مقدمة أهدافها، وتنظر إلي أداء المنشأة على أنه الوسيلة الفاعلة لدي حملة الأسهم لتقييم جهودها، ولأجل ذلك الهدف قد تلجأ إلي وسائل تمهيد الدخل الذي قد يؤثر سلباً علي قيمة المنشأة. كما يري (Kelly, 1983) أن امتلاك الإدارة لجزء من رأس مال المنشأة سوف يحفزها نحو اختيار الأنشطة التي تعظم من ربحية المنشأة، وبالتالي فإن مصلحة الإدارة في هذه الحالة تتمثل في العائد الذي ستحصل عليه من توزيعات الأرباح نتيجة امتلاكها حصة من أسهم المنشأة، وكذلك ما سيترتب على تلك التوزيعات من ردود فعل إيجابية عند المتعاملين في سوق الأوراق المالية التي ستعكس دورها على أسهم المنشأة مما يتيح لحاملها تحقيق عوائد سوقية ربما تكون غير عادية.

وتشير نتائج الدراسات السابقة التي استهدفت اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة إلي عدم اتفاقها حول شكل دالة العلاقة، فعلى سبيل المثال في أمريكا تتفق دراسة (Khanna Mahenthiran & Curic, 2005) وكذلك دراسة (Mc Connell, 2005) التي استهدفت فحص العلاقة بين قيمة الشركة والملكية الإدارية من خلال بيان أثر التغيير في حقوق الملكية الإدارية على التغيير في القيمة السوقية لأسهم الشركة، تتفق هاتين الدراستين على أن شكل العلاقة يأخذ دالة غير خطية، حيث تكون العلاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية موجبة هامة حتى تصل إلي نقطة معينة يصبح بعدها أثر أي زيادة في الملكية الإدارية سلبى على قيمة المنشأة.

أما في بريطانيا فقد أوضحت دراسة (Short & Keasey,1999) أن العلاقة تكون موجبة عند نسبة ملكية أقل من ١٢% أو أعلى من ٤٠% بينما تكون سالبة عندما تتراوح نسبة الملكية بين ١٢ - ٤٠%. وفي اليابان أوضحت دراسة (Chen, Guo & Mande 2006) التي بحثت العلاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية والاستثمارات، أن العلاقة تأخذ شكل حرف U. وفي ألمانيا فقد وجد (Kast,2004) أن العلاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية هي علاقة غير خطية، حيث أظهرت النتائج أن قيمة المنشأة ترتبط بعلاقة إيجابية مع المستوى المنخفض للملكية الإدارية وبالعلاقة سالبة مع المستوى المرتفع.

أما دراسة (Lemmon & Lins, 2003) التي أجريت على ثمانية أقطار من شرق آسيا، لم تجد أية علاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية، وكذلك الحال مع دراسة (Simoneti & Gregoric, 2004) التي أجريت في سلوفينيا لم تجد أيضاً أي علاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية، وإذا كان هناك تأثير فينحصر فقط في الشركات التي تزيد نسبة ملكيتها الإدارية عن ١٠% وفي الشركات غير المدرجة في سوق رأس المال فقط.

أما في الوطن العربي فقد أوضحت دراسة (Al- Shaip & Abo- Tapanjeh, 2005) وجود علاقة موجبة هامة بين القيمة السوقية والملكية الإدارية التي تقل نسبتها عن ٣٠% وسالبة هامة غير خطية في الشركات التي تزيد نسبة ملكيتها عن ٣٠%. أما علاقة قيمة الشركة معبراً عنه بمعدل العائد على الاستثمار فقد أظهرت النتائج علاقة موجبة في بعض السنوات وسالبة للبعض الآخر ولكن في كلتا الحالتين كانت العلاقة غير هامة إحصائياً.

٢- حجم مجلس الإدارة وتركيبته :

يعد مجلس الإدارة أحد الآليات الحاكمة لأداء المديرين في الشركات المساهمة من وجهة نظر حملة الأسهم، وذلك لانتخابه من قبلهم بشكل مباشر. ويتولى مجلس الإدارة مهمة الرقابة على أداء المديرين للحد من سلوكهم غير المرغوب، ووضع استراتيجيات الشركة التي تهدف إلي تعظيم الأرباح. ولكي يستطيع مجلس الإدارة أن يؤدي مهامه على الوجه الأكمل، ترى أدبيات حوكمة الشركات ضرورة توافر عنصران : الأول يخص حجم مجلس الإدارة والثاني يتعلق بدرجة استقلاليته عن فريق العمل (Raheja, 2000) .

أما العنصر الأول فقد وجدت الأدبيات أنه من الحكمة الاهتمام بعدد أعضاء مجلس الإدارة وجعله لا يتجاوز تسعة أفراد في أحسن الأحوال، وذلك إنطلاقاً من فكرة أن المجالس الكبيرة الحجم غالباً ما تتصف بصعوبة الاتصال وتدني سرعة إنجاز المهام وانخفاض فاعلية القرارات المتخذة من قبله، وقد أشار إلي ذلك (Jensen, 1993) بقوله عندما يكون مجلس الإدارة صغير سيعمل على تحسين الأداء بينما عندما يتجاوز عدد أعضاء مجلس الإدارة سبعة أو ثمانية أشخاص ستكون احتمالية عمله بكفاءة وفاعلية أقل.

أما فيما يتعلق بعنصر استقلالية مجلس الإدارة، فإن وجود أعضاء من غير المديرين التنفيذيين ضمن عضوية مجلس الإدارة يعزز من فاعلية الرقابة على المديرين ويحسن من قيمة المنشأة، وذلك من منطلق أن الأعضاء الخارجيين غالباً ما يكونون أكثر حرصاً من المديرين

التنفيذيين على حقوق حملة الأسهم (Brewer, Jackson & Jagtiani,2000). وقد أوضحت نتائج الدراسات السابقة فاعلية آلية مجلس الإدارة في تعظيم قيمة المنشأة، فعلى سبيل المثال أوضحت دراسة (Paul,2002) التي استهدفت فحص العلاقة بين تكوين مجلس الإدارة ودرجة استقلاليته والإجراءات التصحيحية المتخذة من قبله لمعالجة أخطاء دخول المديرين في صفقات فاشلة، أن مجلس الإدارة الكبير هو الأكثر احتمالاً في الاستمرار في تنفيذ الصفقات الفاشلة. وأن استقلالية المجلس ترتبط بعلاقة سالبة مع الاحتمال القوي لإنجاز تلك الصفقات والمشاريع، وبالعلاقة موجبة مع احتمال اتخاذ الإجراءات التصحيحية المتمثلة في تخفيض الموجودات وتسريح العاملين وخفض التكاليف واستبدال الإدارة. وهذا يعني أن تركيبة مجلس الإدارة وحجمه لا يرتبط مع الاحتمال القوي للأداء الضعيف للشركة فحسب وإنما يرتبط مع الاحتمال القوي لاتخاذ إجراءات تصحيحية بشأن النهوض بالأداء، وأن تعظيم قيمة المنشأة تكون مع الاحتمال القوي لصغر حجم المجلس وزيادة نطاق استقلاليته، لأنه في ظل وجود مثل هذا المجلس في المنشأة تكون احتمالية الاستمرار في إنجاز الصفقات الفاشلة أقل.

كما أوضحت دراسة (Lasfer, 2002) التي فحصت دور مجلس الإدارة في الرقابة على تكاليف الوكالة باستخدام عينتين من الشركات غير المالية البريطانية، الأولى قبل الإدراج ضمن هيئة Cadbury والثانية بعد الإدراج، أن الالتزام بعناصر قوة مجلس الإدارة وتوافرها لا يعني بالضرورة أن يكون ذلك المجلس فاعلاً في خفض تكاليف الوكالة وإضافة قيمة للمنشأة. حيث أوضحت نتائج الدراسة أن العلاقة بين مجلس الإدارة وقيمة المنشأة في العينة الأولى هي علاقة ضعيفة في جميع الشركات عالية النمو ومنخفضة النمو. أما في العينة الثانية التي التزمت بتنفيذ توصية هيئة Cadbury بخصوص صغر حجم مجلس الإدارة وعدد الأعضاء الخارجيين ضمن عضوية المجلس، فقد أظهرت النتائج العلاقة موجبة في الشركات منخفضة النمو وسالبة في الشركات عالية النمو. وبذلك فقد جاءت نتائج هذه الدراسة مدعمة لنتائج دراسة (Adms & Metran,2002). أما دراسة (Ghosh, 2003) والتي حاولت اختبار العلاقة بين مجلس الإدارة وأداء المنشأة بغرض معرفة أثر حجم مجلس الإدارة وعدد الأعضاء الخارجيين في المجلس على أداء المنشأة، وأثر اختلاف تركيبة المجلس على أداء المنشأة، فقد جاءت نتائجها مؤكدة العلاقة غير الخطية في كلتا النقطتين. كما وجد (Bonn, 2004) في دراسة على الشركات الأسترالية أن هناك علاقة إيجابية هامة إحصائياً بين أداء المنشأة وكل من نسبة الأعضاء الداخليين في مجلس الإدارة، في حين لم تظهر النتائج أي تأثير لحجم المجلس.

٣- الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة:

ينظر المساهمون الفاعلون وكذلك المعنيون بحوكمة الشركات إلى عملية الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، على أنها وسيلة فعالة لخفض تكاليف الوكالة وتحسين الأداء، وذلك لخضوع أداء المديرين لرقابة رئيس مجلس الإدارة وأعضاءه، مما يدفع المديرين إلى تحسين أدائهم والارتقاء به إلى أهداف حملة الأسهم وذلك لضمان بقائهم واستمرارهم في الوظيفة والحصول على المكافآت المتفق عليها، وهو على عكس حال دمج الدورين، إذ أن دمج دور المدير العام بدور رئيس مجلس الإدارة سيجعل المنشأة تحت إدارة شخص واحد، وسيسمح هذا الوضع لذلك الشخص بالسيطرة على المعلومات المتاحة عن أنشطة المنشأة وتقديمها إلى أعضاء المجلس بالطريقة التي يراها مناسبة ومتفقة مع أهدافه، مما يضعف من دور المجلس وفاعليته في الرقابة على أداء المديرين (Raheja,2000) . ولقد أشار (Pi & Timme, 1993) إلى أهمية الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام عندما كشفت دراستهما التي أجريت على عينة من الشركات المصرفية الأمريكية أثر ذلك الفصل على أداء الشركة حيث اوضحت نتائج الدراسة أن الشركات التي تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس المجلس تكون فيها تكلفة الوكالة أقل ما يمكن ومعدل العائد على الاستثمار أعلى ما يمكن . أما (Jensen,1993) فقد وجد أن الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام سيقوي من رقابة مجلس الإدارة على سلوك المديرين التنفيذيين ويحد من مشاكل الوكالة، وأن دمج الدورين سيضعف من قوة المجلس في رقابة أداء الإدارة ويعزز من فرضية تقوية المديرين التنفيذيين.

٤- رقابة كبار حملة الأسهم (المساهمون الفاعلون):

يعد الوجود الكثيف لكبار حملة الأسهم ضمن مجلس الإدارة وسيلة أخرى للتخفيف من آثار الفصل بين حملة الأسهم والرقابة على أداء المنشأة، وذلك لأن صغار حملة الأسهم يمتلكون حوافز أقل لمراقبة الإدارة بفعل محدودية منافعهم من هذه الرقابة مقارنة بكبار حملة الأسهم. غير أن المأخذ على هذه الآلية هو أن كبار المساهمين قد يستخدمون سطوتهم للحصول من الإدارة على منافع خاصة بهم دون المساهمين الآخرين، وفيما عدا ذلك فإن أفضل الإسهامات التي تتحقق للشركة تأتي عن طريق أولئك المساهمون الذين يمتلكون في الغالب مهارات متخصصة تستفيد منها إدارة الشركة (Belkhir,2006) .

ويخلص الباحث من الإطار النظري للدراسة إلى أن الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات يمكن أن ينعكس بشكل جيد على أداء الوحدات الاقتصادية بأبعاده التشغيلية والمالية والنقدية ، وكذلك على المقاييس المختلفة المستخدمة ، أي أن تطبيق الحوكمة يساعد على إيجاد مفهوم ومقاييس شاملة لأداء الوحدة الاقتصادية مما يدعم من قدراتها على الاستمرار والنمو ويحقق مصالح الفئات المختلفة المتعاملة معها ، خاصة وأن مفهوم حوكمة الشركات يحمل في مضمونه بعدين أساسيين هما :-

الأول:- الالتزام بالمتطلبات القانونية والإدارية وغيرها.

الثاني:- الأداء بما يحمله من استغلال للفرص المتاحة للارتقاء بالوحدة الاقتصادية ككل.

الدراسة التطبيقية

في ضوء ما تم استعراضه في الإطار النظري سوف يتناول الباحث في هذا الجزء فروض الدراسة، وتحديد مجتمع وعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة وطريقة قياسها، والأساليب الإحصائية المستخدمة، وتحليل نتائج الدراسة وذلك على النحو التالي:

١- فروض الدراسة:

تحقيقاً لأهداف البحث، وفي ضوء مشكلة الدراسة والإطار النظري والدراسات ذات العلاقة تم اشتقاق فروض البحث التالية:

H1 لا يوجد أثر هام لآليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة أياً كان مقياسها

H2 لا يختلف أثر آليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة تبعاً لاختلاف :

١- مستوى استثمارات المنشأة.

٢- حجم المنشأة.

٣- نسبة مديونية المنشأة.

H3 لا يوجد أثر هام لنوع القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة في تحديد العلاقة بين آليات حوكمة الشركة وقيمة المنشأة.

٢- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المصرية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية ابتداء من عام ٢٠٠٣م وحتى نهاية عام ٢٠٠٥ م مع مراعاة أن تتسم خصائص العينة المختارة بما يلي:

- ١- أن تكون أسهم الشركات المختارة نشطة.
 - ٢- أن تكون الشركات المختارة من قطاع متمائل.
 - ٣- أن تتوافر عن الشركة معلومات كافية لاحتساب متغيرات الدراسة الأساسية .
- وعلى ذلك فقد تم استبعاد الشركات التي تعرضت لأحد الأحداث التالية خلال فترة الدراسة :
- ١ - اندماج الشركة مع شركة أخرى .
 - ب - توزيع الشركة لأسهم مجانية .
 - ج - تجزئة القيمة السوقية لسهم الشركة .
 - د - إيقاف السهم عن التداول .
- وبمراعاة هذه الأسس تم اختيار ٢٩ شركة تمثل ٢٨ % تقريبا من شركات مجتمع الدراسة والتي استوفت الشروط السابقة - منها ١٦ شركة في قطاع الصناعة و ٧ شركات في قطاع مواد البناء والتشييد و ٦ شركات في قطاع الخدمات.

٣- متغيرات الدراسة وطريقة قياسها:

في ضوء فروض الدراسة يمكن تحديد متغيرات الدراسة وطريقة قياسها على النحو التالي:

أ- المتغير التابع: قيمة المنشأة:

- استخدمت الدراسات السابقة مقياسين للتعبير عن قيمة المنشأة وهما
- ١- معدل العائد على الاستثمار.
 - ٢- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم.
- يبرر أنصار استخدام مقياس معدل العائد على الاستثمار للتعبير عن قيمة المنشأة بكونه يعكس مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة لها في تعظيم ثروة حملة الأسهم، وأن ربحية الشركة هي نتاج الرقابة الفاعلة لحملة الأسهم على أداء إدارة الشركة، فضلاً عن كونه يعكس قدرة الإدارة على خلق التدفقات النقدية اللازمة لضمان بقاء الشركة واستمرارها في سوق المنافسة (Joh, 2003) . ولكن في المقابل لايري البعض في ذلك المقياس الكفاءة في التعبير عن قيمة المنشأة لتأثره بسلوك الإدارة خاصة في مجال المفاضلة بين البدائل والطرق المحاسبية التي

تؤثر على رقم صافي الدخل سلباً أو إيجاباً (Han,2004) . لذا فهم يفضلون عدم استخدامه في التعبير عن قيمة المنشأة واستبداله بمقياس نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، وذلك لاعتمادهم بفاعلية هذا المقياس في الحد من الآثار الجانبية للعوامل الداخلية أو الخارجية التي تؤثر على كل من القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية. وقد استخدمت دراسة (Chen,2006) وكذلك دراسة (Belkhir, 2006) هذا المقياس في فحص العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة.

وفي الوقت الذي انقسم فيه الباحثون في تفضيل أحد المقياسين على الآخر يلاحظ أن (Bolbol وزملاءه) وكذلك (Al-Shiab & Abu-Tapanjeh) قد فضلوا استخدام كلا المقياسين للتعبير عن قيمة المنشأة، وذلك رغبة منهم في معرفة أثر اختلاف نوع المقياس على طبيعة العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة. ونظراً لكون استخدام المقياسين للتعبير عن قيمة المنشأة هو المنهج الأقرب إلى واقع الحال، بفعل كونهما من الناحية النظرية على الأقل، يعكسان فاعلية آليات حوكمة الشركات في تحديد قيمة المنشأة، فقد رأى الباحث أن يتم التعبير عن قيمة المنشأة في الدراسة الحالية باستخدام كلا المقياسين ، معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية، حيث أن استخدام هذا الأسلوب سيبنيح فرصة لمقارنة أهمية آليات الحوكمة على أداء وقيمة المنشأة.

ب- المتغيرات المستقلة:

وتشمل على كل من:

١- نسبة الملكية الإدارية:

يتم قياسها عن طريق قياس نسبة مجموع الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في المنشأة إلى مجموع الأسهم المصدرة من قبل المنشأة. ويوضح الجدول التالي (جدول رقم ١) أن متوسط نسبة الملكية الإدارية في عينة الدراسة تبلغ حوالي ٣٣.٧٣ % وهي نسبة مرتفعة نسبياً مقارنة بالدراسات السابقة، وقد كانت النسبة الأكبر في قطاع مواد البناء والتشييد حيث بلغ ٣٨.٨٧% يليه القطاع الصناعي ثم قطاع الخدمات.

جدول رقم (١)

متوسط نسبة الملكية الإدارية في عينة الدراسة

| القطاع | متوسط نسبة الملكية الإدارية | متوسط نسبة ملكية كبار المساهمين |
|----------------------|-----------------------------|---------------------------------|
| الصناعي | ٣٧.٨٥ | ٥١.١٨% |
| مواد البناء والتشييد | ٣٨.٨٧ | ٥٤.٢٥% |
| الخدمات | ٢٤.٤٨ | ٥٥.٢٧% |
| المتوسط العام | ٣٣.٧٣ | ٥٣.٥٧% |

٢ - - نسبة ملكية كبار المساهمين:

لحساب هذا المتغير، تم تعريف كبار المساهمين بكل من يملك ٥% أو أكثر من رأس مال الشركة إتساقاً مع ما ورد بأدبيات الدراسة. ويظهر المسح الميداني لشركات عينة الدراسة والموضح بالجدول التالي (جدول رقم ١) أن متوسط نسبة ملكية كبار المساهمين للعينة ككل يبلغ ٥٣.٥٧ % ، وأن النسبة الأكبر تكون في قطاع الخدمات حيث تبلغ نسبة ٥٥.٢٧% ثم نسبة قطاع مواد البناء والتشييد وأخيراً قطاع الصناعة.

٣ - حجم مجلس الإدارة:

يمثل حجم مجلس الإدارة بعدد أعضائه الداخليين والخارجيين، ويبين المسح الميداني أن عدد أعضاء مجلس الإدارة في شركات القطاع الصناعي يتراوح بين ٣-١٣ عضو. ويبلغ عدد الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعة أعضاء (٤) شركات. بينما يبلغ عدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها في حدود تسعة أشخاص فأقل (١٢) شركة. أما قطاع مواد البناء والتشييد فقد تراوح عدد أعضاء مجلس الإدارة في شركاته بين ٢-١٣ عضو، وأن الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعة أعضاء يبلغ (٢) شركة، في حين كان عدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها في حدود تسعة أعضاء فأقل (٥) شركات. وفي قطاع الخدمات يتراوح حجم مجلس الإدارة بين ٥-١٣ عضو وأن عدد الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعة أعضاء يبلغ (٢) شركة، وعدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها في حدود تسعة أعضاء فأقل يبلغ (٤) شركات. أما متوسط عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة في القطاعات الثلاثة فقد كان (٨) عضو، وهذا يتسق مع ورد في أدبيات الدراسة التي تری ضرورة أن لا يزيد حجم مجلس الإدارة عن (٩) أعضاء.

٤- عدد الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة:

يبين المسح الميداني لشركات عينة الدراسة أن ٣٣.٩% من شركات العينة لا يضم مجلس إدارتها أي أعضاء خارجيين. وأن النسبة الباقية والبالغة ٦٦.١ % يضم مجلس إدارتها أعضاء خارجيين يتراوح عددهم بين ١ - ٤ أعضاء ، وكما هو موضح في الجدول التالي (جدول رقم ٢) الذي يعرض نسبة عدد الشركات التي تضم في مجلس إدارتها أعضاء خارجيين إلي الشركات في كل قطاع والتوزيع التكراري للشركات وفق الأعضاء الخارجيين فيها، والذي يشير بشكل واضح عدم إكتراث الشركات في عينة الدراسة بأهمية وجود أعضاء خارجيين ضمن عضوية مجلس الإدارة بدلالة نسبة الشركات التي لا يوجد فيها أعضاء خارجيين وعددها (١١) شركة أو يوجد فيها عضو واحد فقط وعددها (٨) شركات والبالغة ٦٥.٥ % من حجم العينة.

جدول رقم (٢)

وصف العينة وفق آلية عدد الأعضاء الخارجيين في المجلس

| التوزيع التكراري وفق عدد الأعضاء الخارجيين | | | | الشركات التي يتضمن مجلس إدارتها أعضاء خارجيين | | القطاع |
|--|-------|-------|-------|---|--------|----------------------|
| عضو ١ | عضو ٢ | عضو ٣ | عضو ٤ | عدد الشركات | النسبة | |
| ٤ | ٣ | ١ | ١ | ٩ | ٥٦.٢٥ | الصناعي |
| ٢ | ٢ | - | - | ٤ | ٥٧.١ | مواد البناء والتشييد |
| ٢ | ٢ | ١ | - | ٥ | ٨٣.٣ | الخدمات |
| ٨ | ٧ | ٢ | ١ | ١٨ | ٦٦.١ | المجموع |

٥- الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة:

تم قياس تلك الآلية بإعطاء الرقم (١) للشركات التي تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة، (صفر) للشركات التي تدمج كل من وظيفة المدير العام ووظيفة رئيس مجلس الإدارة في شخص واحد. وعلى هذا الأساس بلغ عدد الشركات من النوع الأول ٢٣ شركة بنسبة ٧٩.٣% وهي نسبة مرتفعة وتشير إلي وعي وإدراك كبيرين بضرورة هذا الفصل في أداء الشركة. وبتوزيع ذلك العدد على القطاعات يتبين أن قطاع مواد البناء والتشييد هو الأفضل في هذا المجال حيث بلغت نسبة الشركات التي تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة حوالي ٨٣.٣%، في حين تبلغ النسبة في قطاع الخدمات ٨٢.٨% وفي

قطاع الصناعة ٧٦.٢%. والجدول التالي (جدول رقم ٣) يوضح وصف العينة وفق آلية الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلي الإدارة.

جدول رقم (٣)

وصف العينة وفق آلية الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة

| العينة ككل | | الخدمات | | مواد البناء والتشييد | | الصناعي | | القطاع |
|------------|-----|---------|-----|----------------------|-----|---------|-----|---------|
| نسبة | عدد | نسبة | عدد | نسبة | عدد | نسبة | عدد | |
| ٧٩.٣% | ٢٣ | ٨٣.٣% | ٥ | ٨٥.٧% | ٦ | ٧٥% | ١٢ | تفصل |
| ٢٠.٧% | ٦ | ١٦.٧% | ١ | ١٤.٣% | ١ | ٢٥% | ٤ | لا تفصل |

ج - المتغيرات الوسيطة:

وتتمثل هذه المتغيرات في:

١- نسبة النمو في استثمارات الشركة.

٢- حجم الشركة.

٣- نسبة المديونية.

وفيما يلي عرض لطريقة قياس كل منها:

١- نسبة النمو في استثمارات الشركة:

أوضحت العديد من العديد من الدراسات التي أجريت في الكثير من البلدان ، عن وجود أثر للإنفاق الاستثماري على سعر السهم ومن ثم العوائد السوقية حتى تاريخ الإعلان عن الإنفاق الاستثماري . لذا فقد تم اختيار نسبة النمو في استثمارات الشركة لبيان مدى تأثيرها على نوع العلاقة بين آليات الحوكمة وقيمة المنشأة، وذلك نظراً لأهمية الإنفاق الرأسمالي في تحديد سلوك أسعار الأسهم في السوق المالي .

وتم قياس نسبة النمو في استثمارات الشركات على أساس التغير في صافي مجموع الموجودات الثابتة لسنة ٢٠٠٥ عما هو عليه في سنة ٢٠٠٤ مقسوم على صافي مجموع الموجودات الثابتة لسنة ٢٠٠٤. ويبلغ عدد الشركات التي حدث فيها نمو ٥ شركات من أصل ١٦ شركة في القطاع الصناعي وأن متوسط حجم هذا النمو بلغ ٢٤.٣٦% . أما قطاع مواد

البناء والتشييد فقد أوضح المسح الميداني لشركات هذا القطاع بأن جميع الشركات المختارة للدراسة وعددها ٧ شركات كانت قد شهدت نمواً خلال سنة ٢٠٠٥ بلغ كمتوسط حوالي ٢٨.٨٦%. وفي قطاع الخدمات فقد بلغ عدد الشركات التي حدث فيها نمو ٤ شركات وبلغ متوسط معدل النمو ٢١.٧٨%. وبذلك يكون عدد الشركات التي حدث فيها نمو على مستوى العينة ككل ١٦ شركة بنسبة ٥٥.٢% تقريباً.

ولغرض اختبار أهمية متغير النمو في حجم الاستثمارات على تأثير آليات الحوكمة في قيمة الشركة، فقد قام الباحث بتقسيم شركات العينة على أساس متوسط نسبة النمو في القطاعات الثلاثة والبالغة ٢٥%، حيث وصف الشركات التي كان فيها معدل النمو أكثر من ٢٥% على أنها شركات عالية النمو، وقد بلغ عددها ٦ شركات. أما الشركات التي كان فيها معدل النمو أقل من المتوسط (٢٥%) فوصفت على أنها شركات منخفضة النمو وكان عددها ١٠ شركات. أما الشركات الباقية وعددها ١٣ شركة فهي شركات عديمة النمو.

٢- حجم الشركة:

ويعتبر متغير حجم الشركة محدداً للعلاقة بين آليات الحوكمة وقيمة المنشأة، وذلك لتأثيره على كل من معدل العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم، إذ بفعل هذا التأثير من المتوقع أن يكون لمتغير الحجم دور في تحديد طبيعة العلاقة بين آليات الحوكمة وقيمة المنشأة (Chen, Guo & Mande, 2006).

ويمكن تقدير حجم الشركة بعدة طرق منها على سبيل المثال مجموع موجودات الشركة، وحجم مبيعات الشركة، وعدد المساهمين، وفي الحقيقة لا يوجد تبرير علمي يمكن أن يميز طريقة على أخرى ولكن الدراسات السابقة أظهرت كثرة استخدام نسبة القيمة الدفترية لمجموع الموجودات، وذلك لكونها الأقل تأثراً بالعوامل البيئية الخارجية (Joh, 2003). ولفحص أهمية محدد حجم الشركة، قسم الباحث شركات عينة الدراسة إلي مجموعتين بناء على متوسط القيمة الدفترية للموجودات، حيث تم وصف الشركات التي يزيد مجموع موجوداتها عن المتوسط بأنها شركات كبيرة الحجم، وقد بلغ عددها ١٣ شركة، في حين بلغ عدد الشركات التي يقل مجموع موجوداتها عن المتوسط ١٦ شركة ووصفت على أنها شركات صغيرة الحجم.

٣- نسبة المديونية:

تعتبر نسبة المديونية التي تقاس بقسمة مجموع المطلوبات على مجموع الموجودات ، عن قدرة الإدارة في اختيار مصادر تمويل الشركة بالشكل الذي يحقق لها أعلى عوائد على حقوق الملكية مما يساعد على تعظيم ثروة المالكين، بالإضافة إلى أنها تعد مؤشراً إيجابياً للمتعاملين في السوق لكونها تعكس كفاءة إدارة الشركة وقدرتها في خلق التدفقات النقدية اللازمة للوفاء بالديون وأعبائها. ولكنها أيضاً تمثل مستوى المخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة. ولقد أثبتت العديد من الدراسات العلاقة الإيجابية بين نسبة المديونية وكل من معدل العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى الاعتقاد بدورها الفعال في التأثير على طبيعة العلاقة بين آليات الحوكمة وقيمة الشركة خاصة وأن دراسات نظرية الوكالة تفيد بأن العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية، هي علاقة إيجابية قوية (Chou, Gombola & Liu, 2005)

ويظهر المسح الميداني لشركات عينة الدراسة أن متوسط نسبة المديونية في قطاع مواد البناء والتشييد تبلغ ٥٧.٨٨% بينما في القطاع الصناعي ٣٢.٣٤% وفي قطاع الخدمات ٢٨.٩٣% . ولفحص أهمية هذا المحدد في تقرير تأثير آليات الحوكمة على قيمة الشركة، فقد تم تصنيف شركات عينة الدراسة إلى شركات عالية المديونية وأخرى منخفضة المديونية، وذلك بالاعتماد على المتوسط الحسابي لنسب المديونية للعينة، وقد أفرز هذا التصنيف ١٤ شركة عالية المديونية و ١٥ شركة منخفضة المديونية.

٤- النموذج الإحصائي:

يلاحظ المتتبع للدراسات السابقة التي أجريت في موضوع الدراسة، الاستخدام الواسع لنموذج الإنحدار المتعدد، وذلك بوصفه النموذج الأفضل في بيان مدى تأثير آليات الحوكمة في قيمة الشركة. وباستخدام نفس النهج لاختبار فروض الدراسة، فقد قام الباحث باختبار علاقات الارتباط الذاتية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في آليات الحوكمة في كل القطاعات الاقتصادية الثلاثة باستخدام معامل ارتباط بيرسون. وقد أظهرت نتائج الاختبار المدرجة في الجدول رقم (٤) تدني علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة باستثناء العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وعدد الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة ، حيث بلغت قوة العلاقة بين هذين المتغيرين ٠.٦٦٢ . بمستوى معنوية ١٠% وعلى أساس هذه النتيجة استبعد الباحث آلية عدد الأعضاء الخارجيين من المتغيرات المستقلة على اعتبار أن الدور الرقابي لهذه الآلية يمكن أن يصب في

آلية مجلس الإدارة الذي في الأغلب الأعم يتكون من أعضاء داخليين وآخرين خارجيين سواء من الذين لهم علاقة تعاقدية مع الشركة ولكنهم لا يشتركون في أنشطتها اليومية ، أو من الذين ينتخبون بصفة مستشارين للمجلس ، إلى جانب فقدان أهمية هذه الآلية في الشركات المساهمة العامة المصرية كما أكده المسح الميداني الموضح في الجدول رقم (٢) :

جدول رقم (٤)

علاقات الارتباط الذاتية بين آليات حوكمة الشركات

| | X1 | X2 | X3 | X4 | X5 |
|----------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|-----------------|
| X ₁ | 1.000 | -0.176 -0.059 | -0.222* 0.16 | 0.120 0.200 | -0.147 0.116 |
| X ₂ | -0.176 0.059 | 1.000 | 0.622** 0.000 | -0.242** 0.009 | 0.147 0.115 |
| X ₃ | -0.222* -0.016 | 0.622** 0.000 | 1.000 | -0.037 0.696 | 0.087 0.355 |
| X ₄ | 0.120 0.200 | 0.242** 0.009 | -0.037 0.696 | 1.000 | 0.140 0.136 |
| X ₅ | -0.147 0.116 | 0.147 0.115 | 0.087 0.355 | 0.140 0.136 | 1.000 |

** مستوى المعنوية ١٠%٠

مستوى المعنوية ٥%٠

تأسيساً على ما تقدم سيأخذ نموذج الاختبار الإحصائي الصيغة الآتية :

$$Y_1 = a_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4$$

حيث أن :-

Y_1 = قيم المنشأة معبراً عنها تارة باستخدام معدل العائد على الاستثمار ، وتارة أخرى

باستخدام نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية

a_0 = الحد الثابت .

X_1 = نسبة الملكية الإدارية .

X_2 = حجم مجلس الإدارة .

X_3 = نسبة ملكية كبار المساهمين .

X_4 = الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام .

٥- نتائج الدراسة:

بسبب اعتماد الباحث مقياسين للتعبير عن قيمة الشركة ، فإنه سيقوم بعرض نتائج اختبار كل فرضية على ذلك الأساس ، لذا سيبدأ بعرض نتائج اختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على معدل العائد على الاستثمار ثم على نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية وذلك على النحو الآتي :

أولاً: نتائج اختبار H1

تشير نتائج تحليل التباين والمدرجة في الجدول رقم (٥) ، إلى قبول نموذج الاختبار عند مستوى معنوية 96.2 % ، وأن آليات حوكمة الشركات تفسر 18.7 % من معدل العائد على الاستثمار. أما نتائج اختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على معدل العائد على الاستثمار، فقد بينت قبول الفرضية فقط فيما يخص آلية نسبة ملكية كبار المساهمين ، مما يعني عدم تأثير هذه الآلية على معدل العائد على الاستثمار ، ويرجع الباحث سبب ذلك إلى سيطرة معظم كبار المساهمين على مجلس الإدارة أو انخراطهم ضمن عضويته. والنظرة المتفحصة لبيانات التقارير المالية لشركات عينة الدراسة تدعم ذلك السبب ، حيث وجد الباحث أن نسبة 72.8 % من الشركات يتراأس مجلس إدارتها أحد كبار حملة الأسهم

جدول رقم (5)

نتائج اختبار الفرضية الأولى

| قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية | | | | | قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار | | | | | المتغير: |
|--|------------------------------------|-----------------|----------------|--------------|---|-------------------------------------|-----------------|----------------|--------------|----------------|
| الانحراف المعياري | معامل الانحدار | قيمة t المحسوبة | مستوى المعنوية | قاعدة القرار | الانحراف المعياري | معامل الانحدار | قيمة t المحسوبة | مستوى المعنوية | قاعدة القرار | |
| 0.385 | 1.023 | 1.515 | 92.7 | ترفض H1 | 0.372 | 0.347 | 1.523 | 93.1 | ترفض H1 | X ₁ |
| 0.387 | 0.442 | 1.055 | 82.3 | ترفض H2 | 0.322 | 0.452 | 1.591 | 93.4 | ترفض H2 | X ₂ |
| 0.359 | 0.573 | 1.055 | 87.2 | تقبل H3 | 0.561 | 1.025 | 1.103 | 86.7 | ترفض H2 | X ₃ |
| 0.466 | 1.103 | 1.062 | 84.3 | ترفض H4 | 0.425 | 1.302 | 1.302 | 91.3 | تقبل H3 | X ₄ |
| 0.1419 | الانحراف المعياري | | | | 0.1325 | الانحراف المعياري | | | | |
| % 7.43 | قيمة معامل التحديد R ² | | | | % 18.7 | قيمة معامل التحديد R ² | | | | |
| 4.875 | قيمة الحد الثابت | | | | 6.225 | قيمة الحد الثابت | | | | |
| 1.4746 | الوسط الحسابي Y ₂ | | | | % 2.823 | الوسط الحسابي Y ₁ | | | | |
| % 88.73 | قيمة F المحسوبة 2.085 مستوى معنوية | | | | % ٩٦.٢ | قيمة F المحسوبة 3.751 بمستوى معنوية | | | | |

أما رفض الفرضية فيما يتعلق بآلية نسبة الملكية الإدارية ، فهو تأكيد مستمد من واقع التطبيق على أهمية دور هذه الآلية على قيمة الشركة ، حيث أن ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في الإدارة سيؤثر على التوجه الاستراتيجي لإدارة الشركة وقراراتها المرتبطة به ، ومن ثم الأداء ، والقراءة المتمعنة في التقارير المالية للشركات موضع الدراسة تعزز هذا الرأي ، إذ يلاحظ المتتبع للإيضاحات المرفقة بتلك التقارير المالية أن حوالي ٨٠.١٧% من شركات عينة الدراسة ، قد غيرت من سياساتها المحاسبية ، خاصة باتجاه السياسات المؤدية إلى زيادة الدخل ، حيث بلغت نسبة الشركات التي لجأت إلى استخدام وسائل التمهيد الإيجابي لسنة ٢٠٠٥ حوالي ٥٩.٤٨% من مجموع الشركات المختارة للدراسة .

ورفض الفرضية فيما يخص آلية الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة والمدير العام ، إنما يعني أيضاً أهمية دور هذه الآلية على قيمة الشركة . إذ أن فصل دور رئيس مجلس الإدارة عن دور المدير العام ، يقوي من دور الأول في الرقابة على تصرفات الثاني للتحقق من سلامتها وفعاليتها في تعظيم منافع حملة الأسهم ، وفي الوقت نفسه ، تحفز الثاني على بذل المزيد من المحافظة على منصبه وحوافزه ، على أقل تقدير ، ومما يدعم هذا التفسير نتائج المسح الميداني للشركات عينة الدراسة والذي يظهر أن حوالي ٧٨.٤٥% من المديرين العاملين في الشركات هم من غير حملة الأسهم أو أنهم من صغار حملة الأسهم ، مما يعني ذلك أن بقاء أولئك المديرين في مناصبهم مرتبط بأدائهم المتميز وليس بقوة ملكيتهم لأسهم الشركة ، خاصة في ظل سطوة كبار حملة الأسهم على مجالس إدارات الشركات عينة الدراسة .

أما بشأن آلية حجم مجلس الإدارة فرفض الفرضية المرتبطة بهذه الآلية دليل على أهميتها على قيمة الشركة ، ففي ظل ارتفاع نسبة الملكية الإدارية وغياب المشاركة الفاعلة من قبل الأعضاء الخارجيين ضمن عضوية مجلس الإدارة ، من المتوقع أن يكون لحجم مجلس الإدارة دور في التأثير على قيمة الشركة ، خاصة إذا كان عدد أعضاء المجلس يتراوح بين ٦ إلى ٧ أفراد ، وذلك لسهولة الاتصال والاتفاق فيما بينهم .

كما أن اختلاف مقياس قيمة الشركة له أثر في العلاقة بين قيمة الشركة وآليات حوكمة الشركات ، إذ يظهر تحليل التباين لهذه العلاقة عندما يعبر عن قيمة الشركة بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية ، والمدرجة نتائجه في الجدول رقم (٥) رفض نموذج الاختبار ، حيث بلغت قيمة F المحسوبة ٢.٠٨٥ بمستوى معنوية ٨٨.٧٣% ، إلى جانب تدني قيمة معامل التحديد R2 التي تفسر قدرة آليات حوكمة الشركات في التأثير على قيمة الشركة ، وقبول الفرضية لجميع آليات الحوكمة باستثناء آلية نسبة الملكية الإدارية حيث أظهرت النتائج تأثير هذه الآلية على قيمة الشركة عند مستوى معنوية ٩٢.٧% ، وهذا يعني أهمية هذه الآلية

حصرأ على القيمة السوقية للسهم ، وذلك لاعتقاد المستثمرين في السوق المالية المصرية بأهمية تركيز نسبة ملكية الأسهم في مجلس الإدارة في توجيه قراراته نحو تعظيم دالة منفعتهم ، إذ أن الوجود العالي لحملة الأسهم في عضوية مجلس الإدارة يمكن أن يجعل الإدارة في وضع أفضل لتبني على الأقل سياسات محاسبية مناسبة تصب في تعظيم عوائدهم .

ثانياً: - نتائج اختبار H2 :

تؤكد نتائج التحليل الاحصائي والمدرجة في الجدول رقم (٦) التأثير الواضح لمعدل النمو في حجم الاستثمارات على كل من القدرة التفسيرية لنموذج الاختبار وعلاقة آليات حوكمة الشركات بمعدل العائد على الاستثمار . ففيما يتعلق بالقدرة التفسيرية لنموذج الاختبار ، تشير قيمة معامل التحديد R2 الى تفوق القدرة التفسيرية للشركات منخفضة أو عديمة النمو على الشركات عالية النمو بمقدار ٥%.

أما فيما يخص تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة ، فقد بينت نتائج اختبار t في الشركات عالية النمو ، قبول الفرضية فيما يرتبط بآلية حجم مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين ، في مقابل رفض الفرضية فيما يتعلق بآلية نسبة الملكية الإدارية والفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام . أما في الشركات منخفضة أو عديمة النمو فقد أوضحت نتائج اختبار t رفض الفرضية لجميع آليات حوكمة الشركات ، مما يعني ذلك اختلاف أهمية آليات حوكمة الشركات في التحكم بقيمة الشركة تبعاً لاختلاف معدل النمو في حجم استثمارات الشركة.

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل أثر محدد معدل النمو في الاستثمارات

| قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية | | | | | قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار | | | | | مستوى النمو | المستقلة المتغيرتان |
|--|----------------|-----------------|----------------|-------------------|---|----------------|-----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------------|
| قاعدة القرار | مستوى المعنوية | قيمة t المحسوبة | معامل الانحدار | الانحراف المعياري | قاعدة القرار | مستوى المعنوية | قيمة t المحسوبة | معامل الانحدار | الانحراف المعياري | | |
| H ₂₁ تقبل | 74.2 | 0.542 | 0.3211 | 0.2181 | H ₂₁ ترفض | 96.4 | 1.798 | 0.2856 | 0.1854 | X ₁ | |
| H ₂₂ تقبل | 74.8 | 0.563 | 0.4561 | 0.2317 | H ₂₂ تقبل | 75.8 | 0.568 | 0.0172 | 0.2156 | X ₂ | |
| H ₂₃ تقبل | 75.2 | 0.692 | 0.2781 | 0.1017 | H ₂₃ تقبل | 73.2 | 0.538 | 0.0217 | -0.1817 | X ₃ | |
| H ₂₄ تقبل | 78.1 | 0.724 | 0.3751 | 0.1179 | H ₂₄ تقبل | 91.7 | 1.348 | 0.1811 | 0.1134 | X ₄ | |
| الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R ₂ قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y ₂ قيمة F المحسوبة 2.833 بمستوى معنوية. | | | | | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R2 قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y1 قيمة F المحسوبة 2.486 بمستوى معنوية | | | | | عالية النمو | |
| H ₂₁ ترفض | 93.4 | 1.521 | 0.2021 | 0.2731 | H ₂₁ ترفض | 90.1 | 2.303 | 0.0122 | 0.1341 | X ₁ | |
| H ₂₂ ترفض | 93.9 | 1.662 | 0.2413 | 0.2413 | | 91.4 | 1.342 | 0.3451 | 0.3211 | X ₂ | |
| H ₂₃ تقبل | 79.1 | 0.785 | 0.2834 | 0.2472 | | 94.6 | 1.632 | 1.0223 | 0.2122 | X ₃ | |
| H ₂₄ تقبل | 58.3 | -0.243 | 0.2586 | 0.2345 | | 93.5 | 1.502 | 0.2561 | 0.2331 | X ₄ | |
| الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R ₂ قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y ₂ قيمة F المحسوبة 2.879 بمستوى معنوية. | | | | | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R2 قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y1 قيمة F المحسوبة 2.901 بمستوى معنوية | | | | | منخفض النمو | |
| H ₂₁ ترفض | 96.2 | 1.698 | 0.5421 | 0.3218 | H ₂₁ ترفض | 90.2 | 2.201 | 0.1213 | 0.1812 | X ₁ | |
| H ₂₂ ترفض | 93.7 | 1.875 | 1.0281 | 0.1272 | | 90.3 | 2.201 | 0.1819 | 0.1561 | X ₂ | |
| H ₂₃ تقبل | 74.7 | 1.4381 | 0.4381 | 0.2531 | | 96.4 | 2.851 | 0.2013 | 0.1228 | X ₃ | |
| H ₂₄ تقبل | 70.3 | 0.1242 | 0.1242 | 0.2544 | | 91.2 | 2.282 | 0.0125 | 0.1237 | X ₄ | |
| الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R ₂ قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y ₂ قيمة F المحسوبة 2.008 بمستوى معنوية. | | | | | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R2 قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y1 قيمة F المحسوبة 2.311 بمستوى معنوية | | | | | عديمة النمو | |

كما لاحظ الباحث أن في اختلاف الشركات في نوع تأثير آلية نسبة الملكية الإدارية تأكيداً إضافياً لأهمية هذه الآلية على قيمة الشركة ، حتى في ظل تبويب الشركات بحسب معدل النمو في حجم استثماراتها بدلالة دورها الفاعل في مجال قيادة مجلس الإدارة في شركات عينة الدراسة باتجاه الاستخدام الواسع لمساحة الحرية المتاحة لها للاختيار من بين السياسات والطرق المحاسبية بهدف تمهيد الدخل لتحقيق بعض البواعث الاقتصادية مثل تحفيز المديرين أو تخفيض من التكاليف السياسية أو تلبية لشروط عقود المديونية . وكما هو واضح من الجدول

رقم (٧) الذي يبين قوة العلاقة بين نسبة تركيز الأسهم وظاهرة تمهيد الدخل التي يمكن اعتبارها أحد أهم استخدامات آلية نسبة الملكية الإدارية على قيمة الشركة ، فالارتفاع الكبير في نسبة الملكية الإدارية في الشركات عالية النمو مقارنة بنسبتها في الشركات منخفضة أو عديمة النمو عزز من فرضية تقوية الإدارة في مثل هذه الشركات ودفعها بقوة نحو استخدام وسائل التمهيد السلبي ، والعكس صحيح في الشركات منخفضة أو عديمة النمو، حيث انخفاض نسبة الملكية الإدارية في مجلس الإدارة أعطى قوة للمديرين وتوجهاتهم بتعظيم منافعهم الشخصية وفي مقدمتها زيادة شهرتهم الإدارية وعوائدهم النقدية من خلال زيادة استخدامهم لوسائل التقديم الإيجابي لتحسين صورة أداء الشركة عند حملة الأسهم .

جدول رقم (٧)

العلاقة بين نسبة تركيز الأسهم وظاهرة تمهيد الدخل

| مستوى النمو في حجم الاستثمارات | نسبة تركيز الأسهم في الإدارة | عدد حالات التمهيد السلبي للدخل | عدد حالات التمهيد الإيجابي للدخل | عدد الحالات التي لا تمهد للدخل | معامل الارتباط بيرسون بين تركيز الأسهم وتمهيد الدخل |
|--------------------------------|------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|---|
| عالي النمو | ٤٩.٣١% | ٤ | ٠ | ٢ | ٠.٥٧٤ - ** |
| منخفض النمو | ٢٧.٢٦ | ١ | ٧ | ٢ | ٠.٦٨٢ - ** |
| عديم النمو | ٢٤.٦٣ | ١ | ٩ | ٣ | ٠.٥٥٩ - ** |

* عند مستوى معنوية ٥%

** عند مستوى معنوية ١٠%

كما تكشف نتائج اختبار t أن الاختلاف لم يقتصر على نوع تأثير آلية نسبة الملكية الإدارية فحسب ، وإنما امتد ليشمل آلية الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة وهو ما يعد تأكيد إضافي لأهمية هذه الآلية على قيمة الشركة في ظل تبويب الشركات بحسب معدل النمو في حجم استثماراتها ، حيث وجد الباحث أن الشركات عالية النمو تكون ميالة نحو دمج الدورين بشخص واحد ، وذلك على عكس الشركات منخفضة النمو أو عديمة النمو التي تميل الى الفصل بين الدورين ، وكما هو مبين في الجدول رقم (٨) الذي يظهر أن أكبر عدد من الشركات التي لاتفصل بين الدورين يتركز في الشركات عالية النمو ، حيث بلغ ٤ شركات من أصل ٦ شركات .

جدول رقم (٨)

تحليل العلاقة بين نمو الاستثمارات وآلية الفصل بين دور المدير ورئيس مجلس الإدارة

| مستوى النمو في الاستثمارات | عالية النمو | منخفضة النمو | عديمة النمو |
|-------------------------------------|-------------|--------------|-------------|
| عدد الشركات التي لاتفصل بين الدورين | ٤ | ١ | ١ |

وباستبدال مقياس معدل العائد على الاستثمار بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية للتعبير عن قيمة الشركة أظهرت نتائج تحليل التباين المبين في الجدول رقم (٦) إن حجم النمو في الاستثمارات لم يكن مؤثراً في نموذج اختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة ، حيث تظهر قيمة F المحسوبة لكل مستوى من مستويات معدل النمو ، رفض نموذج الاختبار عند مستويات تتراوح بين ٨٢.٣% و ٨٦.٦% ناهيك عن تدني القدرة التفسيرية للنموذج التي بلغت في أحسن أحوالها ٧.٨٣% وذلك في الشركات عديمة النمو.

أما فيما يخص بتأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة في ظل هذا المحدد ، فقد وجد الباحث بأنه لاتأثير لهذه الآليات على قيمة الشركة في حالة الشركات عالية النمو مما يعني أن وجود فرض حوكمة الشركات من عدمه في هذا النوع من الشركات لا يؤثر على القيمة السوقية لأسهمها . أما في الشركات منخفضة النمو أو عديمة النمو ، فكما يظهر من الجدول رقم (٨) رفض الفرضية فيما يخص آلية نسبة الملكية الإدارية وآلية عدد أعضاء مجلس الإدارة فقط مما يشير إلى أهميتها على القيمة السوقية لأسهم هذا النوع من الشركات . فمن وجهة نظر السوق ، وفي ظل انخفاض نسبة الملكية الإدارية ، يصور Zhou إداء الشركة بمثابة المرأة التي تعكس كفاءة وفاعلية مجلس الإدارة في استخدام الموارد المتاحة لها في تعظيم قيمة الشركة ومن ثم ثروة حملة الأسهم ، وإن وجود المديرين الذين يمتلكون نسبة من أسهم الشركة ضمن عضوية هذا المجلس يعد بمثابة الرقيب على تصرفات الإدارة ، بوصفهم أحد الأطراف المهمة المتضررة من السلوك غير الرشيد للإدارة (Zhou, 2001).

- نتائج اختبار تأثير محدد حجم الشركة :

تشير نتائج التحليل الاحصائي المدرجة في الجدول رقم (٩) إنه في الشركات كبيرة الحجم يوجد أثر ذات دلالة احصائية لمحدد حجم الشركة على تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة أما في الشركات صغيرة الحجم فقد أظهرت النتائج فقط أهمية كل من آلية نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة على قيمة الشركة .

كما أن النظرة المتفحصة للنتائج تكشف إن أثر محدد حجم الشركة لم يقتصر على اختلاف تأثير عدد الآليات ، وإنما يمتد ليشمل نوع ذلك التأثير ، ففي الشركات كبيرة الحجم ، تظهر النتائج أن تأثير نسبة الملكية الإدارية كان عكسياً على قيمة الشركة ، بينما في الشركات

صغيرة الحجم كان التأثير ايجابياً . والعكس بالعكس فيما يخص آلية حجم مجلس الإدارة ، مما يقدم ذلك دليلاً اضافياً على أهمية هاتين الآليتين في التحكم بمعدل العائد على الاستثمار .

جدول رقم (٩)
نتائج تحليل أثر محدد حجم الشركة

| قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية | | | | | قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار | | | | | المستقلة المتغيرات | حجم الشركة |
|--|----------------|-----------------|----------------|-------------------|---|----------------|-----------------|----------------|-------------------|--------------------|-------------|
| قاعدة القرار | مستوى المعنوية | قيمة t المحسوبة | معامل الانحدار | الانحراف المعياري | قاعدة القرار | مستوى المعنوية | قيمة t المحسوبة | معامل الانحدار | الانحراف المعياري | | |
| H21 تقبل | 80.2 | 0.705 | 1.3521 | 0.1187 | H21 ترفض | 95.5 | 1.827 | 0.3452 | -0.2331 | X ₁ | كبيرة الحجم |
| H22 تقبل | 82.5 | 0.952 | 0.3251 | 0.1252 | | 91.3 | 1.315 | 1.1324 | 0.3422 | X ₂ | |
| H22 ترفض | 93.6 | 1.492 | 0.2462 | 0.1621 | | 91.2 | 1.314 | 0.1892 | 0.2125 | X ₃ | |
| H24 تقبل | 85.1 | 0.989 | 0.0752 | 0.1282 | | 94.6 | 1.568 | 0.1785 | 0.1121 | X ₄ | |
| الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R ₂ قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y ₂ قيمة F المحسوبة 2.833 بمستوى معنوية. | | | | | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R2 قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y1 قيمة F المحسوبة 2.315 بمستوى معنوية | | | | | | |
| H21 ترفض | 90. | 1.382 | 0.4465 | 0.3498 | H22 ترفض | 91.7 | 1.302 | 0.3471 | 0.1231 | X ₁ | صغيرة الحجم |
| H21 تقبل | 96.8 | 1.712 | 0.4623 | 0.2464 | | 92.4 | 1.462 | -0.018 | -0.1313 | X ₂ | |
| H21 تقبل | 73.2 | 0.543 | 0.3492 | 0.1082 | | 70.1 | 0.512 | 0.1215 | 0.1273 | X ₃ | |
| H21 تقبل | 80.2 | 0.792 | 0.2281 | 0.2327 | | 65.2 | 0.423 | 0.1137 | 0.1255 | X ₄ | |
| الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R ₂ قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y ₂ قيمة F المحسوبة 2.879 بمستوى معنوية. | | | | | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R2 قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y1 قيمة F المحسوبة 2.901 بمستوى معنوية | | | | | | |

كما أن التحليل المتعمق لبيانات الشركات كبيرة الحجم والصغيرة الحجم المدرجة في الجدول رقم (١٠) ، يتضح أن ٥ شركات من الشركات التي لا تفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام كانت تنتمي إلى الشركات صغيرة الحجم ، مما يعني ضعف الدور الرقابي لرئيس مجلس الإدارة وتقوية المديرين ، وهذا ما قد يفسر قبول الفرضية لآلية الفصل بين الدورين في الشركات صغيرة الحجم ورفضها في الشركات كبيرة الحجم .

جدول رقم (١٠)

تحليل مقارنة بين الشركات كبيرة وصغيرة الحجم

| متوسط حجم مجلس الإدارة | عدد الشركات التي لاتفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة | عدد الشركات الممهدة سلبياً للدخل | عدد الشركات الممهدة ايجابياً للدخل | عدد الشركات العائلية | نسبة الملكية الإدارية | حجم الشركة |
|------------------------|---|----------------------------------|------------------------------------|----------------------|-----------------------|-------------------|
| ٨ | ١ | ٤ | ٢ | ٩ | ٤٦.٨٢ | شركات كبيرة الحجم |
| ٥ | ٥ | ٢ | ١٤ | ٧ | ٢٠.٦٥ | شركات صغيرة الحجم |

وعند التعبير عن قيمة الشركة بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية ، لم تظهر نتائج التحليل الاحصائي رفض الفرضية لنموذج الاختبار ، إذ لم تبلغ قيمة F المحسوبة مستوى المعنوية المقبولة احصائياً في كلا المجموعتين (مجموعة الشركات الكبيرة ومجموعة الشركات الصغيرة) وكما مبين في الجدول رقم (٩) ، مما يعني عدم وجود أثر لمحدد الحجم ، وبالتالي لا يوجد اختلاف بين المجموعتين ، أما فيما يتعلق بآليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة المحسوبة بذلك المقياس ، فقد تباينت النتائج بين المجموعتين ، فقد اوضحت نتائج اختبار t في الشركات كبيرة الحجم قبول الفرضية لجميع آليات حوكمة الشركات باستثناء آلية نسبة ملكية كبار المساهمين ، ويعود السبب في ذلك ، في رأي الباحث ، الى كبر كمية الأسهم التي يمتلكها هؤلاء المساهمين والتي تسمح لهم في التأثير على حركة تداول أسهم شركاتهم في السوق وبالتالي على الأسعار مستغلين في ذلك كبر حجم شركاتهم الذي قد يكون أحد بواعث الاستثمار عند المتعاملين في السوق، ومما يعزز هذا الرأي هو ارتفاع متوسط نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية في هذه المجموعة مقارنة بمتوسطها في مجموعة الشركات صغيرة الحجم. أما في الشركات صغيرة الحجم ، فتشير نتائج اختبار t إلى أهمية كل من آلية نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة فقط في فرض السيطرة على القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات .

- نتائج اختبار تأثير محدد نسبة المديونية :

على خلاف محدد نسبة النمو في الاستثمارات وحجم الشركة ، جاءت نتائج اختبار تأثير محدد نسبة المديونية ، حيث تبين قيمة F المحسوبة لنموذج الاختبار لكل من الشركات عالية المديونية ومنخفضة المديونية ، والمدرجة في الجدول رقم (١١) ، قبول النموذج للمجموعة الأولى عند مستوى معنوية ٩٢.١% ورفضه للمجموعة الثانية عند مستوى معنوية

٨٦.٤% كما فاقت القدرة التفسيرية R2 لنموذج المجموعة الأولى على مثيلتها للمجموعة الثانية بمقدار ١٥.٥% . أما على مستوى تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة المقاسة بمعدل العائد على الاستثمار ، فقد أوضحت نتائج اختبار محدد نسبة المديونية في الشركات منخفضة المديونية ، عدم وجود أي تأثير لآليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة باستثناء آلية نسبة الملكية الإدارية.

جدول رقم (١١)
نتائج تحليل أثر محدد نسبة المديونية

| قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية | | | | | قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار | | | | | المستقلة المعيارت | نسبة المديونية |
|--|---|--------------------|-------------------|----------------------|---|---|--------------------|-------------------|----------------------|----------------------|--------------------------|
| قاعدة القرار | مستوى المعنوية | قيمة t المحسوبة | معامل الانحدار | الانحراف المعياري | قاعدة القرار | مستوى المعنوية | قيمة t المحسوبة | معامل الانحدار | الانحراف المعياري | | |
| H ₂₃ ترفض | 90.1 | 1.308 | 1.0021 | 0.3245 | H ₂₂ ترفض | 90.3 | 1.308 | -0.7328 | -0.3156 | X ₁ | شركات عالية المديونية |
| H ₂₃ تقبل | 80.5 | 0.851 | 0.3041 | 0.1892 | H ₂₂ تقبل | 88.4 | 1.095 | 0.1167 | 0.1102 | X ₂ | |
| H ₂₃ تقبل | 78.2 | 0.769 | 0.3153 | 0.3182 | H ₂₂ ترفض | 93.4 | 1.498 | 0.5263 | 0.3211 | X ₃ | |
| H ₂₃ تقبل | 65.5 | 0.427 | 0.1281 | 0.3178 | H ₂₂ ترفض | 90.5 | 1.309 | -0.4561 | -0.2251 | X ₄ | |
| 0.3023 % 7.9 1.0281 1.4962 % 77.3 | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R ₂ قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y ₂ قيمة F المحسوبة 1.625 بمستوى معنوية. | | | | 0.3425 %22.3 1.3756 2.705 %9.21 | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R2 قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y1 قيمة F المحسوبة 2.275 بمستوى معنوية | | | | | |
| H ₂₃ تقبل | 72.5 | 0.534 | 0.5123 | 0.3213 | H ₂₃ ترفض | 90.1 | 1.298 | 0.3758 | 0.3102 | X ₁ | شركات عالية المديونية |
| H ₂₃ تقبل | 68.7 | 0.482 | 0.2781 | 0.2437 | H ₂₃ ترفض | 83.2 | 0.892 | 0.4297 | 0.2653 | X ₂ | |
| H ₂₃ تقبل | 76.3 | 0.692 | 0.2692 | 0.2564 | H ₂₃ ترفض | 70.5 | 0.529 | 0.2658 | 0.1842 | X ₃ | |
| H ₂₃ تقبل | 78.2 | 0.754 | 0.1844 | 0.2248 | H ₂₃ ترفض | 86.1 | 0.1051 | 0.4592 | 0.3202 | X ₄ | |
| 0.4287 %8.2 0.9782 1.453 %54.2 | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R ₂ قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y ₂ قيمة F المحسوبة 0.8875 بمستوى معنوية. | | | | 0.3025 %6.7 1.0281 2.811 %86.4 | الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R2 قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y1 قيمة F المحسوبة 1.825 بمستوى معنوية | | | | | |

أما في الشركات عالية المديونية ، فالأمر مختلف حيث يوجد تأثير واضح لجميع آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة باستثناء آلية حجم مجلس الإدارة ، مما يعني ذلك اختلاف أثر نسبة المديونية على مستوى تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة بين المجموعتين ، ويرجع الباحث سبب ذلك التباين في تأثير آليات حوكمة الشركات بين الشركات عالية

المديونية ومنخفضة المديونية إلى اختلاف نسبة تركيز الأسهم وتركيبية مجلس الإدارة ، كما هو الحال في الشركات عالية النمو في حجم الاستثمارات ، ويتضح من المعلومات المتوفرة في التقارير المالية للشركات عينة الدراسة لسنة ٢٠٠٥ ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في إدارات الشركات عالية المديونية وترأس أحد كبار المساهمين معظم مجالس إدارات هذه المجموعة . ولاشك أن هاتين الخاصيتين غاية في الأهمية عند اتخاذ قرارات المفاضلة بين طرق التمويل ، فحسب رأي Deutsch ، يؤدي ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في الإدارة وسيطرة كبار حملة الأسهم على شئون الشركة ، إلى اتجاه الشركة نحو اختبار طريقة التمويل بالاقتراض أكثر من أي طريقة أخرى ، وذلك ليس بسبب آثارها الإيجابية على معدل العائد على حق الملكية فحسب وإنما لدورها في المحافظة على هيكل الملكية وعدم السماح بدخول مساهمين جدد من شأنهم التأثير على مراكز القوة في الشركة (Deutsch, 2005).

كما يرى الباحث أن الدخول في عقود مديونية عالية يتطلب التزام إدارة الشركة بشروط المقرضين والتي في مقدمتها تحسين الأداء أو إحداث نمو ملحوظ في استثمارات الشركة بالشكل الذي يساعد على زيادة إيراداتها ومن ثم أرباحها ، وبطبيعة الحال فإن تحقيق تلك الشروط ينبغي أن يصاحبها رقابة صارمة من المديرين وكبار حملة الأسهم ، وهذا مايفسر وجود أثر لآليات حوكمة الشركات في الشركات عالية المديونية من عدمه في الشركات منخفضة المديونية . ويبين الجدول رقم (١٢) مدى تطابق متطلبات الحصول على عقود المديونية مع معطيات الشركات عالية النمو ، حيث يتضح من خلاله أن ٦ شركات من أصل ١٤ شركة عالية المديونية قد حققت نمو في حجم استثماراتها خلال عام ٢٠٠٥ ، أما الجزء المتبقي والبالغ ٨ شركات فقد حقق نمو في معدل العائد على الاستثمار سواء عن طريق تحسين الأداء أو عن طريق اتباع سياسات محاسبية معينة .

جدول رقم (١٢)

تحليل مقارنة بين معطيات الشركات عالية المديونية والشركات منخفضة المديونية

| مستوى مديونية الشركة | نسبة تركيز الملكية | عدد الشركات التي يتراأس مجلس إدارتها أحد كبار المساهمين | عدد الشركات التي حققت نمو في الاستثمارات من ٢٠٠٣ لسنة ٢٠٠٥ | عدد الشركات التي تفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة | متوسط نسبة كبار حملة الأسهم |
|----------------------|--------------------|---|--|---|-----------------------------|
| عالية المديونية | ٣٩.٦% | ١٠ | ٦ | ٧ | ٦٥.٨% |
| منخفضة المديونية | ٢٧.٨٦% | ٧ | ١٠ | ١٦ | ٤١.٣٤% |

وعلى الرغم مما تبعته نسبة المديونية العالية للشركة من إشارة موجبة للمتعاملين في السوق المالي على اعتبار أن إدارة الشركة قادرة على خلق تدفقات نقدية كافية لتغطية الالتزام بالدين وابعائه (Penman, scott & Irem, 2005) من جهة ، وأن هذه الإدارة قادرة على فرض سيطرتها على الشؤون المالية والتشغيلية للشركة بالشكل ، إلا أن ذلك قد لا يكون صحيحاً بالنسبة للمستثمر المصري ، ويعتقد الباحث أن السبب وراء هذه النتيجة يرجع إلى عدم اهتمام المستثمر المصري بمثل هذه المؤشرات عند اتخاذ قرار استثماره بأسهم الشركة بقدر اهتمامه بمعدلات ربحية الشركة وتوزيعات أرباحها، ومما يعزز هذا الاعتقاد علاقة الارتباط الطردية التي وجدها الباحث بين كل من معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية والتي بلغت بمقياس بيرسون ٠.٦٤٣ في الشركات عالية المديونية و ٠.٦٧٢ في الشركات منخفضة المديونية .

ثالثاً: نتائج اختبار H3 :

تشير نتائج تحليل التباين المدرجة في الجدول رقم (١٥) بأن تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة المقاسة بمعدل العائد على الاستثمار ، لا يختلف تبعاً لاختلاف نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة ، وبالتالي لا تأثير لنوع القطاع على طبيعة العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية ومعدل العائد على الاستثمار.

ومما يجدر الإشارة إليه في هذا الخصوص ، هو اتفاق القطاعات الثلاثة على أهمية دور آلية نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة في التأثير على قيمة الشركة ، في مقابل عدم أهمية دور آلية نسبة ملكية كبار المساهمين وهو ما يؤكد ماذهب إليه الباحث في تفسيره لأهمية نسبة الملكية الإدارية وتركيبية مجلس الإدارة وحجمه ، إذ أن ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في مجلس الإدارة وتغليب الصفة العائلية لشركات عينة الدراسة ، كان له الأثر الهام في استراتيجية عمل مجلس الإدارة وتوجيهها بما يخدم مصالح الأغلبية فيه ، خاصة في ظل انعدام تأثير الأعضاء الخارجيين بفعل محدودية وجودهم ، وهذا ما أشارت إليه دراسة (Deutsch,2005) بشأن أثر تركيبية مجلس الإدارة على قرارات الشركة الحاسمة وكذلك دراسة (Klein, Shapiro & Young, 2005) والتي أظهرت تأثير الملكية العائلية على آليات حوكمة الشركات .

وعند استخدام مقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية للتعبير عن قيمة الشركة ، تظهر الأخيرة تبايناً واضحاً في تأثيرها بآليات حوكمة الشركات تبعاً لاختلاف نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة ، فكما هو واضح من الجدول رقم (١٣) إن

قطاع مواد البناء والتشييد ، هو أكبر القطاعات الثلاثة وضوحاً في تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة ، وإن أقل هذه القطاعات ، هو قطاع الصناعة ، ويعتقد الباحث أن سبب ذلك التباين يعود الى طبيعة قطاع مواد البناء والتشييد، التي تتطلب رقابة ومتابعة مستمرة من قبل حملة الأسهم وذلك لتجنب التبعات الأكثر خطورة لقرارات الإدارة على ربحية الشركة ومركزها المالي ، لذلك يلاحظ أن المستثمرين في مثل هذه القطاعات ، ينظرون بعين الاعتبار إلى سلوك المديرين ممن يمتلكون نسبة من أسهم الشركة ودور كبار المساهمين في رقابة وتقييم قرارات مجلس الإدارة ، ويصفونها بأنها أحد أهم مرتكزاتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في هذا النشاط).

جدول رقم (١٣)
نتائج اختبار الفرضية الثالثة

| قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية | | | | | قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار | | | | | المستقلة المتغيرات | القطاع |
|--|----------------|-----------------|----------------|-------------------|--|----------------|-----------------|----------------|-------------------|--------------------|---------|
| قاعدة القرار | مستوى المعنوية | قيمة t المحسوبة | معامل الانحدار | الانحراف المعياري | قاعدة القرار | مستوى المعنوية | قيمة t المحسوبة | معامل الانحدار | الانحراف المعياري | | |
| H31 ترفض | 90.7 | 1.302 | 1.028 | 0.5172 | H3 ترفض | 96.7 | 1.752 | -0.523 | -0.224 | X ₁ | الصناعة |
| H32 تقبل | 86.7 | 1.149 | 0.875 | 0.4621 | H3 ترفض | 95.7 | 1.701 | -0.442 | -0.108 | X ₂ | |
| H33 تقبل | 78.1 | 0.707 | 0.7981 | 0.6225 | H3 ترفض | 85.5 | 1.049 | 0.473 | 0.121 | X ₃ | |
| H34 تقبل | 75.3 | 0.689 | 0.489 | 0.5345 | H3 ترفض | 91.2 | 1.324 | 0.411 | 0.143 | X ₄ | |
| الانحراف المعياري 0.4878 قيمة معامل التحديد R ₂ 6.22% قيمة الحد الثابت 1.4320 الوسط الحسابي Y ₂ 87.3% قيمة F المحسوبة 2.178 بمستوى معنوية. | | | | | الانحراف المعياري 0.3425 قيمة معامل التحديد R2 15.6% قيمة الحد الثابت 2.015 الوسط الحسابي Y1 2.823% 92.3% قيمة F المحسوبة 2.235 بمستوى معنوية | | | | | | |
| H ₃ ترفض | 90.2 | 1.354 | 0.0321 | 0.2454 | H ₃ ترفض | 94.7 | 1.654 | 0.0212 | 0.3892 | X ₁ | التأمين |
| H ₃ ترفض | 93.4 | 1.501 | 0.1082 | 0.2548 | H ₃ ترفض | 91.8 | 1.368 | 0.0134 | 0.3564 | X ₂ | |
| H ₃ تقبل | 93.6 | 1.503 | 0.448 | 0.2466 | H ₃ ترفض | 80.2 | 0.862 | 0.534 | 0.4211 | X ₃ | |
| H ₃ تقبل | 81.2 | 0.863 | 0.0243 | 0.2783 | H ₃ ترفض | 92.4 | 1.365 | 0.4658 | 0.4521 | X ₄ | |
| الانحراف المعياري 0.4024 قيمة معامل التحديد R ₂ %9.4 قيمة الحد الثابت 0.4357 الوسط الحسابي Y ₂ 1.2891 %91.8 قيمة F المحسوبة 2.481 بمستوى معنوية. | | | | | الانحراف المعياري 0.5348 قيمة معامل التحديد R2 %20.7 قيمة الحد الثابت 0.5224 الوسط الحسابي Y1 5.253 96.8% قيمة F المحسوبة 2.867 بمستوى معنوية | | | | | | |
| H ₃ تقبل | 89.2 | 1.398 | - | - | H ₃ ترفض | 91.5 | -0.108 | -0.1024 | -0.222 | X ₁ | الخدمات |
| H ₃ تقبل | 97.1 | 2.895 | 0.1124 | 0.3425 | H ₃ ترفض | 91.1 | 0.113 | 0.202 | 1.785 | X ₂ | |
| H ₃ ترفض | 87.1 | 1.209 | 0.2138 | 0.2511 | H ₃ تقبل | 60.3 | 0.258 | 0.155 | 0.118 | X ₃ | |
| H ₃ ترفض | 90.4 | 1.318 | 0.2456 | 0.2671 | H ₃ تقبل | 78.3 | - 279 | 1.739 | 6.238 | X ₄ | |
| الانحراف المعياري 0.2751 قيمة معامل التحديد R ₂ %7.15 قيمة الحد الثابت 0.2876 الوسط الحسابي Y ₂ 1.7027 %88.6 قيمة F المحسوبة 2.287 بمستوى معنوية. | | | | | الانحراف المعياري 0.4895 قيمة معامل التحديد R2 %17.8 قيمة الحد الثابت 0.1898 الوسط الحسابي Y1 5.253 91.4% قيمة F المحسوبة 2.322 بمستوى معنوية | | | | | | |

٦- الخلاصة والاستنتاجات والتوصيات:

أولاً : الخلاصة :

استهدفت هذه الدراسة دراسة بعض الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات علي الشركات المساهمة المصرية، وأثرها على قيمة الشركة عند التعبير عنها باستخدام معدل العائد على الاستثمار، أو نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية للسهم . وقد اختبرت الدراسة أربعة آليات هي نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين والفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، وقد جاءت نتائج الدراسة على النحو التالي :

١. وجود أثر ذو دلالة إحصائية لآليات حوكمة الشركات علي قيمة الشركة عند التعبير عنها بمقياس معدل العائد على الإستثمار ، وانعدام ذلك الأثر علي قيمة المنشأة عند التعبير عنها بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم إلي قيمته الدفترية.

٢. تكون قدرة الشركات كبير الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم في تطبيق آليات حوكمة الشركات.

٣. تكون الشركات عالية المديونية أكثر استخداماً لآليات حوكمة الشركات من الشركات منخفضة المديونية.

ثانياً :الاستنتاجات :

وفي ضوء نتائج اختبار فرضيات الدراسة ، توصل الباحث الى الاستنتاجات والتوصيات الآتية:

١- وجود أثر لآليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة عند التعبير عنها بمقياس معدل العائد على الاستثمار ، وانعدام ذلك الأثر عند التعبير عن قيمة الشركة بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية ، إنما يعني عدم اكتراث المستثمر المصري بأهمية وجود هذه الآليات من عدمه في حماية مصالحه من جهة ، وتحفيز مجالس إدارات الشركات والمديرين فيها الى استخدام تلك الآليات بالشكل الذي يعظم منافعهم .

٢- يعد مستوى النمو في حجم الاستثمارات محدداً لتأثير آليات حوكمة الشركات على معدل العائد على الاستثمار ، وتزداد أهمية هذا المتغير على قيمة الشركة ، كلما انخفضت نسبة النمو في حجم الاستثمارات ، مما يعني ذلك تأكيد لدور الإدارة في تحديد طريقة ممارسة آليات حوكمة الشركات.

٣- تكون قدرة الشركات كبيرة الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم على قيمة الشركة .

- ٤- تكون الشركات عالية المديونية أكثر من الشركات منخفضة المديونية في مجال استخدام آليات حوكمة الشركات.
- ٥- إن قطاع مواد البناء والتشييد هو أكثر القطاعات الاقتصادية اهتماماً بتطبيق آليات الحاكمة المؤسسية وإن قطاع الصناعة الأقل في هذا المجال.
- ٦- تحتل آلية نسبة الملكية الإدارية ، في جميع الأحوال ، مرتبة الصدارة في آليات حوكمة الشركات في الشركات المساهمة العامة المصرية وانعدام آلية الأعضاء الخارجين من عضوية مجلس الإدارة .

ثالثاً : التوصيات :

- ١- زيادة نطاق مشاركة أعضاء من خارج الشركة ضمن عضوية مجلس إدارة الشركة ومنحهم حق التصويت والنقض ، ومحاسبة الشركات التي يقل عدد الأعضاء الخارجين في عضوية مجلس إدارتها عن عضوين ، وذلك من خلال تشريع تصدره هيئة سوق المال .
- ٢- تشجيع الشركات على ضرورة الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة .
- ٣- الحد من ظاهرة الملكية الإدارية وتعليق دور الملكية العائلية في التأثير على قرارات مجلس الإدارة وذلك بإصدار تشريعات تحد من قيام الشركات العائلية ومشاركة حملة الأسهم في إدارة شؤون الشركة .
- ٤- توعية المتعاملين في سوق المال بأهمية التزام الشركات بتوفير آليات تطبيق حوكمة الشركات وذلك عن طريق عقد الندوات وإقامة المؤتمرات العلمية في هذا المجال.

مراجع البحث:

أولاً : المراجع العربية :

- أحمد، عادل عبد الرحمن، "دراسة تحليلية وتطبيقية لمفهوم حوكمة الشركات وإمكانية تطبيقه في الشركات المساهمة العاملة في البيئة المصرية"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، جامعة الزقازيق، بنها، السنة الثالثة والعشرون، العدد الأول، ٢٠٠٣.
- أحمد، عاطف محمد ، "دراسة اختباريه لأثار آليات حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية وفعالية عملية تدقيق الحسابات في الأردن" ، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة فرع بني سويف جامعة القاهرة ، العدد الثاني ، يوليو ، ٢٠٠٣ م .
- أبو العطا، نرمين ، "حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية" ، مركز المشروعات الدولية الخاصة، يناير ٢٠٠٣ م.
- أبو العطا، نرمين ، "حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية" ، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ٢٠٠٢.
- البنك الأهلي المصري، "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات : حوكمة الشركات Corporate Governance" ، النشرة الاقتصادية ، المجلد السادس والخمسون، العدد الثاني ، ٢٠٠٣ م .
- حماد، طارق عبد العال ، " حوكمة الشركات، المفاهيم، المبادئ ، التجارب ، تطبيقات الحوكمة في المصارف" ، القاهرة، الدار الجامعية ، ٢٠٠٥ .
- درويش، عبد الناصر محمد سيد ، "دور الإفصاح المحاسبي في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات " دراسة تحليلية ميدانية " ، مجلة الدراسات المالية والتجارية ، كلية التجارة فرع بني سويف جامعة القاهرة ، العدد الثاني ، يوليو ٢٠٠٣ م .
- سليمان، محمد مصطفى، " حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري" ، الأسكندرية ، الدار الجامعية ، ٢٠٠٦ .
- فخرا، محمود عبد الملك وآخرون ، "أثر حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الأردن المالية على درجة الإفصاح عن البيانات المالية والإدارية -

- دراسة تحليلية"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة فرع بني سويف
جامعة القاهرة، العدد الثاني، يوليو، ٢٠٠٣ م.
- فوزي، سميحة، "تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية"،
المركز المصري للدراسات الاقتصادية، إبريل، ٢٠٠٣ م.

ثانياً : المراجع الأجنبية :

- A dams, R. & H. Mehran, (2002). , "Board Structure and Banking Firm Performance" , Working Paper , **Federal Reserve Bank of New York** .
- Al- Shiab , Mohammad & Abdussalam Abu- Tapanjeh , (2005), Ownership Structure and Firm Performance : The Case of Jordan" **Jordan Journal of Business Administration** , 1, 2, .
- Belkhir , Mohammad , (2006) , " Boardd Structure , Ownership Structure , and Firm Performance : Evidence form Banking" . Working Paper , <http://www.univ-orleans.fr/DEG/LEO>. E-mail:Leo@univ-orleans.fr.
- Balbol , Ali A., Aytan Fatheldin , & Mohammad M. Omran , (2004) " Ownership Structure , Firm Performance and Corporate Governance : Evidence from Selected Arab Countries " Working Paper . E-mail : aabolbol@hotmail.com.
- Bonn , Ingrid , (2004) , " Board Structure and Firm Performance : Evidence from Australia " **Journal of Management and Organization** , 10, 1 .
- Chen , Carl . , Weiyu Guo and Vivek mande (2006) " Corporate Value , Managerial Stockholding and Investments of Japanese Firms " , **Journal of International Financial Management and Accounting** , 17 .

- Chtourou , Jean S. And C. Lucie , Corporate Governance and Earnings Management ,2001.
- Deutsch , Yuval , (2005) “ The Impact of Board Composition of Firms Critical Decisions : A Meta-Analysis Review “ , **Journal of Management** , Vol. 31, No. 3 .
- Fama , Eugene F. (1980) “ Agency Problems and the Theory of the Firm “, **Journal of Political Economy** , 88 .
- Francis , Jere R.,& et al., (2003), "The Role of Accounting and Auditing in Corporate Governance and The Development of Financial Markets Around The World" , **Asia- Pacific Journal of Accounting and Economics** , Vol.7 , June ,.
- Hopkins M., (2000), "Corporate Social responsibility : The Big Picture” , **Journal of Political Economy** , Vol. 88 .
- Jensen , M . C. & W. H. Meckling , (1976) , “ Theory of The Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure “ , **Journal of Financial Economics** , 3 .
- Jensen , M. G. , (1993) “ The Modern Industrial Revolution, Exit , and the Failure of Internal Control Systems “ , **The Journal of Finance** , 48 .
- Joh , S. W., (2003), “ Corporate Governance and Firm Profitability : Evidence from Korean before the Economic Crisis “ , **Journal of Financial Economics** , 68 .
- Kelly , Lauren , (1983) , "Positive Theory Research" , Journal of Accounting , Spring .
- Klein, Peter , Daniel Shapiro & Jeffrey Young , (2005), " Corporate Governance , Family Ownership and Firm Value : The Canadian Evidence " , Corporate Governance An International Review , November , No. 6 , Vol. 13 .

- Lau , James , Philip Sinnadurai & Sue Wright , (2006) , " Corporate Governance and CEO Dismissal in Australia " , Working Paper , E-mail : Psinnad@efs.Mq.Edu.Au .
- Lemmon , Michael L. & Karl V. Lins , (2003) , "Ownership Structure , Corporate Governance, and Firm Value : Evidence from the east Asian Financial Crisis " , The Journal of Finance , 58 .
- Memullen , D .N. , (1996),"Audit Committee Performance : An Investigation of The Consequences Associated with Audit Committees" , **A Journal of Practice and Theory** , Vol . 15, Spring , .
- OECD , Corporate Governance Principles , 2000 .
- Pi , L. & Timme , (1993) Corporate control and Bank Efficiency " Journal of Banking and Finance, 17.
- Sanda , Ahmadu , Aminu S Mikailu & Tukur Garba , (2005) "Corporate Governance Mechanisms and Firm financial Performance In Nigeria" ' **AERC Research Paper 149, African Economic Research Consortium, Nairobi** .
- Shleifer , Anderi & Rebert W. Vishny , (1997) , " A Survey of Corporate Governance" **Journal of Finance**, Vol. 52 No. 2 .
-
- Winkler , Ad Albert (1998) , Financial Development , Economic Growth and Corporate Governance .
-