



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية
تخصص: مالية المؤسسة
بعنوان:

تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة
دراسة اختبارية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة
في بورصة عمان خلال الفترة (2017 - 2024)

من إعداد الطالبتين :

روينة إيمان

رحيم رانيا

نوقشت وأجيزت علينا بتاريخ: 27 ماي 2025

أمام اللجنة المكونة من السادة

(أستاذ محاضرا أ-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا
(أستاذ التعليم العالي -جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا
(أستاذ التعليم العالي -جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

الدكتورة / لخير سارة
الدكتورة / زغود تبر
الدكتورة /صفية صديقي

الموسم الجامعي: 2024\2025



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية
تخصص: مالية مؤسسة

بعنوان:

تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة
دراسة اختبارية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في
بورصة عمان خلال الفترة (2017 – 2024).

من إعداد الطالبتين :

روينة إيمان

رحيم رانيا

نوقشت و أجيزت علينا بتاريخ: 27 ماي 2025

أمام اللجنة المكونة من السادة

(أستاذ محاضرا أ-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

(أستاذ التعليم العالي -جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

(أستاذ التعليم العالي -جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

الدكتورة / لخير سارة

الدكتورة / زغود تبر

الدكتورة /صفية صديقي

الموسم الجامعي: 2024\2025

الإهداء

إلى من كان لهم الفضل الأكبر في مسيرتي، وإلى من غرسوا في نفسي حب العلم والإصرار على النجاح...

إلى والديّ العزيزين، الذين منحوني الحب والدعم بلا حدود، وكانت دعواتهما الصادقة هي النور الذي أضاء طريقني.

إلى أسرتي الكريمة، التي كانت دائماً مصدر القوة والتشجيع، وشركاء النجاح في كل خطوة.

إلى أصدقائي الأوفياء، الذين كانوا بجانبني في كل لحظة، دعمًا وتحفيزًا، فكنتم خير عون لي.

إلى كل من آمن بقدراتي وشجعني على الاستمرار، أهدي هذا العمل المتواضع، عرفانًا وتقديرًا لحملكه الذكي، لا تنس...

الشكر و التقدير

إن أول الشكر لله الواحد جل وعلا على جميع النعم التي أنعمها علينا وعلى تيسيره لنا
كل السبل لإنجاز هذا العمل المتواضع
اللهم إني أسألك أن تلهمنا شكر نعمتك وتجعل علمنا مخلصا لوجهك فالحمد والشكر
لجلالك وعظيم سلطانتك
وما توفيقنا إلا بالله عليه توكلنا وإليه نيب
قال رسول الله صل الله عليه وسلم
من لم يشكر الناس لم يشكر الله ومن أسدى إليكم معروفا فكافئوا فإن تستطيعوا فأدع له
واقتهاء بهذا الحديث الشريف نوجه شكرنا إلى الأستاذة المحترمة زغود تبر التي لم تبخل
علينا بنصائحها وتوجيهاتها وخاصة دعمها وتفهمها الكبير لنا
إلى كل أساتذتنا الكرام في جامعة ورقلة وإلى كل زملائنا في كلية العلوم الإقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير
إلى كل من أعاننا من قريب أو من بعيد ولو بكلمة نصيحة أو دعاء كما نتقدم بجزيل
الشكر والتقدير مسبقا لأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة هذه المذكرة
والحكم عليها و إرائها بأرائهم السديدة

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة لعينة مكونة من 20 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024، ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الدراسة على بناء نموذج لبيانات بانل Panel Data Model حيث تضمن قيمة المؤسسة كمتغير تابع وآليات التحصين الإداري (ازدواجية دور المدير التنفيذي، مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، الملكية الإدارية، استقلالية مجلس الإدارة) كمتغيرات مستقلة، بالإضافة إلى بعض المتغيرات الأخرى المؤثرة على تلك العلاقة.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن، وعدم وجود علاقة بين كل من: ازدواجية دور المدير التنفيذي، مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن.

الكلمات المفتاحية: تحصين إداري، قيمة المؤسسة، مدير تنفيذي، نظرية الوكالة.

Summary:

This study aims to examine the impact of managerial entrenchment mechanisms on firm value for a sample of 20 industrial companies listed on the Amman Stock Exchange in Jordan during the period 2017–2024. To achieve this objective, the study relied on constructing a panel data model, where firm value was considered the dependent variable and managerial entrenchment mechanisms (CEO duality, CEO tenure, managerial ownership, and board independence) were the independent variables, in addition to some other variables that influence this relationship.

The study concluded that there is an inverse relationship between managerial ownership and the value of an industrial company listed on the Amman Stock Exchange. It also found no relationship between CEO duality, CEO tenure, board independence, and the value of an industrial company listed on the Amman Stock Exchange.

Keywords: Managerial entrenchment, firm value, CEO, agency theory.

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
III	الإهداء.....
IV	الشكر والعرفان.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية.....
IX	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
الفصل الأول: الأسس النظرية والتطبيقية لآليات التحصين الإداري وقيمة المؤسسة	
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: مفاهيم الأساسية لآليات التحصين الإداري وقيمة المؤسسة.....
10	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة -
14	خلاصة الفصل.....
الفصل الثاني: الدراسة القياسية لتأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن	
16	تمهيد.....
17	المبحث الأول: الطريقة والأدوات.....
20	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.....
32	خلاصة الفصل.....
34	الخاتمة.....
38	قائمة المصادر والمراجع.....
41	قائمة الملاحق.....
46	الفهرس.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
21	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	(1-2)
23	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	(2-2)
24	نتائج تقدير نموذج تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة	(3-2)
24	نتائج اختبار فيشر	(4-2)
25	نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM	(5-2)
26	نتائج اختبار Hausman	(6-2)
26	تقدير نموذج تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة بطريقة المربعات الصغرى	(7.2)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
28	القيم الفعلية والمقدرة للشركات محل الدراسة	(1-2)
28	اختبار التوزيع الطبيعي	(2-2)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
41	شركات عينة الدراسة	ملحق رقم (1)
42	نتائج تقدير نموذج تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة	ملحق رقم (2)

المقدمة

أ - توطئة :

تُعد آليات التحصين الإداري من المفاهيم المحورية في أدبيات الحوكمة المؤسسية، حيث تمثل مجموعة من السياسات والهياكل المصممة لحماية الإدارة التنفيذية من الضغوط الخارجية، وخصوصاً من تهديدات الاستحواذ أو التأثير المفرط لحملة الأسهم. وتشمل هذه الآليات ازدواجية دور المدير التنفيذي، مدة بقائه، استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، الملكية الإدارية. ورغم أن الهدف المعلن من هذه الآليات غالباً ما يكون ضمان الاستقرار الإداري وتعزيز استمرارية التوجه الاستراتيجي للشركة، إلا أن آثارها على قيمة الشركة تبقى محل جدل واسع في الأوساط الأكاديمية والمهنية.

يتجسد الجدل الرئيسي في أن هذه الآليات قد تؤدي من جهة إلى حماية الإدارة من الضغوط قصيرة الأجل، مما يتيح لها التركيز على أهداف طويلة المدى تزيد من القيمة السوقية للشركة، ومن جهة أخرى، قد تُستخدم هذه الآليات كوسائل لتعزيز مصالح الإدارة على حساب حقوق المساهمين، مما يقلل من درجة المساءلة ويزيد من حدة مشاكل الوكالة، وبالتالي يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة على المدى الطويل.

من هذا المنطلق، تكتسب دراسة تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة أهمية متزايدة، إذ تساعد في فهم العلاقة المعقدة بين قوة الإدارة من جهة، ومصالح المساهمين والقيمة السوقية من جهة أخرى..

في ضوء ما سبق، تسعى هذه الدراسة إلى تحليل طبيعة آليات التحصين الإداري وتحديد مدى تأثيرها على قيمة الشركة، مع الأخذ بعين الاعتبار لنظرياتها التي تتمثل في الإشراف والوكالة، اللذان يلعبان دوراً في الزيادة من قيمة الشركة وارتفاع القيمة السوقية.

ب - طرح الإشكالية :

إنطلاقاً مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية كالتالي :

ما مدى تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024؟

أسئلة فرعية:

1. ما طبيعة العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024؟
2. ما طبيعة العلاقة بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024؟
3. ماهي طبيعة العلاقة بين الملكية الادارية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024؟
4. ما طبيعة العلاقة بين استقلالية مجلس الادارة وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024؟

ت - فرضيات الدراسة:

من أجل الإجابة عن إشكالية الدراسة قمنا بصياغة الفرضيات الآتية:

1. يوجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024.
2. توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية العلاقة بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024.
3. توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية العلاقة بين الملكية الادارية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024.
4. توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية العلاقة بين استقلالية مجلس الادارة وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024.

ث- مبررات إختيار الموضوع:

تتمثل أسباب اختيار هذا الموضوع في:

- موضوع جديد و متعدد الأفكار، حيث يتوافق مع التخصص مالية المؤسسة.
- نقص الدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع.
- الرغبة في دراسة جوانب هذا الموضوع ودراسته قياسيا.
- الاهتمام المتزايد بموضوع الدراسة من قبل الباحثين وخلق جديلا واسعا.

ج- أهداف الدراسة:

- تحليل تأثير آليات التحصين الإداري على القيمة السوقية للشركات.
- التعرف على آليات التحصين الإداري الأكثر شيوعا في الشركات.
- دراسة العلاقة بين آليات التحصين الإداري والأداء المالي للشركات.
- تحليل التأثيرات المتباينة بحسب خصائص الشركات.
- تقديم توصيات بشأن تحسين حوكمة الشركات.

ح- أهمية الدراسة:

- تعد هذه الدراسة امتدادا للدراسات السابقة التي اهتمت بدراسة أثر آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة، وتساهم في توفير إطار نظري للدراسة.
- ندرة الدراسات السابقة التي تناولت أثر آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة بشكل عام.
- هناك حاجة إلى فهم أعمق لآليات التحصين الإداري ومدى تأثيره على قيمة المؤسسة على المستويين النظري والتطبيقي.
- هناك حاجة لاختبار طبيعة العلاقة بين آليات التحصين الإداري وقيمة المؤسسة.

خ- حدود الدراسة: تتفرع هذه الحدود إلى:

- الحدود المكانيّة: أجريت الدراسة على عينة مكونة من 20 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان الأردن.

- الحدود الزمنية: تحدد الإطار الزمني لهذه الدراسة خلال الفترة من 2017 إلى غاية 2024. وذلك بالاعتماد على البيانات المالية السنوية وتقارير مجالس الإدارة المنشورة على الموقع الإلكتروني للبورصة.

د- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة:

يهدف معالجة موضوع بحثنا والاجابة على التساؤلات ومن أجل الوصول للنتائج المسطرة اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، من خلال عرض الأدبيات النظرية التي تطرقت لموضوع التحصين الإداري ومختلف آلياته وأيضاً قيمة المؤسسة، إضافة لتحليل الأدبيات التطبيقية ذات العلاقة بموضوع دراستنا، وفي الجزء التطبيقي تم الاستعانة بالبرنامج الاحصائي Eviews9 للكشف عن مدى تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة لعينة مكونة من 20 شركة مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2017-2024 وذلك باستخدام نموذج بيانات بانل.

ذ- صعوبات الدراسة:

تمثلت الصعوبات المتعلقة بهذه الدراسة في:

- ندرة المراجع المتناولة لموضوع بحثنا في مكتبة الكلية.
- قلة الدراسات السابقة خاصة في البلدان العربية مما صعب علينا عملية المقارنة بينها.
- صعوبة تطبيق بعض الاساليب الإحصائية.
- عدم توفر بعض المعلومات لبعض الشركات الأردنية من قوائم مالية أو تقرير مجلس الإدارة.

ر- هيكل البحث:

سعياً منا لإنجاز هذا البحث والإجابة على اشكاليته، قمنا بتقسيم البحث إلى فصلين، تسبقهم مقدمة تناولت مختلف الأبعاد الأساسية للبحث وإشكاليته وتعقبهم خاتمة تضمنت نتائج الدراسة وجملة من التوصيات المستخلصة من النتائج المتوصل إليها، تليها آفاق الدراسة وذلك بالاعتماد على طريقة IMRAD حيث تمثلت فصول هذه الدراسة في:

الفصل الأول: تحت عنوان الأدبيات النظرية والتطبيقية لآليات التحصين الإداري وقيمة المؤسسة، حيث تناولنا في المبحث الأول الأسس النظرية للتحصين الإداري وقيمة المؤسسة، أما في المبحث الثاني تطرقنا لبعض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع دراستنا وتقييمها.

الفصل الثاني: تطرقنا في هذا الفصل إلى إجراء الدراسة القياسية على مجموعة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وتم تقسيمه إلى مبحثين: تناول المبحث الأول طريقة وأدوات الدراسة، أما المبحث الثاني متعلق بتحليل النتائج المتوصل إليها وتفسيرها ومناقشتها.

الفصل الأول: الأسس النظرية
والتطبيقية لآليات التحسين
الإداري وقيمة المؤسسة

تمهيد:

يعد موضوع آليات التحسين الإداري من الموضوعات المهمة في حوكمة الشركات، حيث يرتبط بشكل وثيق بكيفية تأثير أساليب الحماية التي يتبناها المديرون على أداء الشركات وقيمتها السوقية. تتعدد آليات التحسين الإداري، ومنها ازدواجية المناصب، التعيينات الإدارية طويلة الأمد، والسيطرة على قرارات الهيئات الإدارية، مما قد يؤثر على استقرار المؤسسة وقدرتها التنافسية.

وفي هذا السياق، تهدف الأدبيات النظرية والتطبيقية إلى فهم العلاقة بين هذه الآليات وقيمة المؤسسة، سواء من خلال تأثيراتها المباشرة أو غير المباشرة على الأداء المالي والإداري. يعتبر التحسين الإداري من جهة وسيلة لضمان الاستقرار الإداري، بينما قد تكون له تداعيات سلبية إذا تم استخدامه بشكل مفرط، مما يؤثر على الشفافية والرقابة داخل المؤسسة.

وعلى ضوء ماتقدم قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية لآليات التحسين الإداري وقيمة المؤسسة.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية لآليات التحسين الإداري وقيمة المؤسسة

المطلب الأول: ماهية التحسين الإداري

إن هدف هذه الدراسة هو البحث على تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة إذ سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف التحسين الإداري ومراحل في الفرع الأول، بينما يتناول الفرع الثاني نظريات تفسر التحسين الإداري، أما في الفرع الثالث نتطرق إلى آليات التحسين الإداري.

الفرع الأول: مفهوم ومراحل التحسين الإداري:

1. تعريف التحسين الإداري Managerial Entrenchment:

عرف Berger et al (1997) التحسين الإداري بأنه "إلى أي مدى لم يلتزم المديرين بقواعد العمل في إطار النطاق الكامل لحكومة الشركات وآليات الرقابة، متضمنة المراقبة بواسطة المجلس، التهديد بالعزل أو الاستيلاء، حوافز الأسهم أو المكافآت المبنية على الأداء". كما عرف Rodrigues and Antonis (2011) التحسين الإداري بأنه "موقف يتسم بامتلاك المديرين لسلطة أكبر من سلطتهم مقارنة بأصحاب المصالح الأخرى في المنشأة. بمعنى أنهم يمتلكون قوة أكبر من الأطراف الأخرى التي تعتمد على استدامة وأداء المنشأة". كما عرف أيضاً Paquerot (1997) التحسين على أنه "الاستراتيجيات التي يستخدمها المديرين لتغيير البيئة (هيكل الرقابة، والمنافسة في سوق العمل، والعلاقات مع الشركاء) لزيادة قوتهم ضد المساهمين ومختلف الشركاء في المنشأة"¹.

التحسين الإداري هو المدى الذي يُمكن معه للمديرين عدم الالتزام بإجراءات وقواعد العمل وآليات الرقابة بما يحد من فعاليتها، إضافة إلى قيام بعض المديرين بتحسين أنفسهم ضد الضغوط التي يمكن أن تمارس عليهم من خلال آليات حكومة الشركات الداخلية والخارجية²

ويمكن تعريف التحسين الإداري بأنه "مجموعة من الاستراتيجيات التي يستخدمها المديرين لتنفيذ زيادة السيطرة على المؤسسة وزيادة فرص تعظيم قيمتها، وزيادة القوة والنفوذ والسلطة ضد أصحاب المصالح واستغلال موارد المؤسسة، فضلاً عن مواجهة ضغوط آليات الحكومة الداخلية والخارجية بغرض تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب أصحاب المصالح"³.

ويتضح من تعريف التحسين الإداري أن المديرين المتحسين ربما يختاروا السياسات الاستثمارية التي تحقق مصالحهم دون النظر إلى مصالح المساهمين، وهو ما قد ينعكس على أداء المنشأة. فعندما يساهم المديرين في زيادة أداء المنشأة فإنه يمكن القول بامتلاك المديرين لقوة عن أصحاب المصالح الآخرين، وتعتبر تلك القوة شرعية، حيث أنها تنبع من اعتراف المنشأة بقدرة المديرين والإدارة على تحسين الأداء.

¹ أسماء عبد الرحيم، دراسة الأثر التفاعلي بين آليات التحسين الإداري وإستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة، مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد الثالث -المجلد الثالث-سبتمبر 2019، ص ص 344-345.

² يسرى محمد على خيري، أثر التحسين الإداري على السلوك غير المتماثل للتكلفة في إطار نظرية الوكالة، كلية التجارة جامعة المنصورة، ص 11

³ محمد صابر حمودة السيد، وآخرون، الأثر التفاعلي بين تعضية المحللين الماليين وآليات التحسين الإداري، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، المجلد الخامس-العدد الأول- الجزء الثاني، يناير 2024، ص 115،

فالتحصين الإداري ظاهرة يمكن فهمها على أنها قوة إدارية يكتسبها المديرين التنفيذيين لتقليص أو مصادرة نفوذ أصحاب الثروة، فهو شكل من أشكال صراع الوكالة بين المديرين والمساهمين في مواجهة آليات الحوكمة والرقابة غير الفعالة، فقد يتابع المديرون مصالحهم على حساب المساهمين ويسعون إلى تحقيق الأهداف الشخصية للحفاظ على وظائفهم وتجنب تدقيق أصحاب المصلحة بدلاً من تحقيق أهداف المؤسسة.

2. مراحل التحصين الإداري:

يمر التحصين الإداري بالمراحل التالية¹:

■ المرحلة الأولى: تئمين المديرين:

يمثل المديرين خلال هذه المرحلة قسارى جهدهم لإظهار كفاءتهم الإدارية من أجل كسب ثقة المساهمين، حيث يخضع المديرين خلال هذه المرحلة إلى مستوى عالٍ من الرقابة ومن ثم يسعون دائماً إلى تحسين أداء المشروع واتخاذ قرارات استثمارية مرجحة تزيد من ثروات المساهمين. وفي هذه المرحلة يقوم المديرين بتكوين رأس مالهم في شكل سمعة جيدة ما يساعدهم في البدء في تحديد آليات الرقابة المختلفة.

■ المرحلة الثانية: تخفيض الرقابة:

بعد تئمين دور المديرين من قبل باقي أصحاب المصلحة وخاصة المساهمين وبعد تأكد المديرين من قيمتهم ومدى أهميتهم عند المساهمين، يبدأ المديرين في تخفيض فعالية الآليات الرقابية المختلفة بتغيير هيكل الرقابة كهيكل مجلس الإدارة من خلال ترشيح أعضاء داخليين أو الاعتماد على وجودهم في المستويات الإدارية العليا من المؤسسة.

■ المرحلة الثالثة: استخدام القوة:

يعلم المديرين في هذه المرحلة أن تكلفة استبدالهم أصبحت باهظة جداً بالنسبة للملاك، وأن تكلفة إعادة التنظيم الناتجة عن استبدالهم ستكون مرتفعة جداً، لذلك يتمتع المديرين في هذه المرحلة بقدرة عالية على اتخاذ قرارات والدخول في استثمارات محددة قد تعظم بالضرورة ثروة الملاك وإنما تزيد من منافعهم الشخصية.

الفرع الثاني: نظريات تفسر التحصين الإداري:

مع الإهتمام المتزايد الذي إكتسبه مفهوم التحصين الإداري على مدار العقود القليلة الماضية، نتيجة لمضامينه المهمة لحوكمة الشركات، فقد طرحت نظريتان على طرفي نقيض بشأن تفسير تأثير التحصين الإداري وبيان مضامينه على أداء وقيمة المؤسسة هما: نظرية الوكالة (Agency Theory) ونظرية الإشراف (Stewardship Theory).

¹ بدر عبد الله المطيري، أثر آليات التحصين الأداري على جودة قرار اختيار مراقب حسابات، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، المجلد العاشر - العدد السابع عشر - الجزء الثالث، يناير 2024، ص 1693

أولاً: نظرية الوكالة:

تعتبر دراسة بيرل ومينز (Berle and Means) سنة 1932، التي جاءت بعنوان (The Modern Corporation and Private Property) من أولى الدراسات التي ناقشت حوكمة المؤسسات، إذ أشارت الدراسة إلى أن كبر حجم المؤسسات وتعدد عملياتها يستوجب فصل الملكية عن الإدارة وهو ما ينتج عنه مشاكل وكالة. وانطلاقاً من هذه الدراسة قام (جنسن وماكلينغ) سنة 1976 بطرح نظرية للمؤسسة، تطرقت للسلوك الإداري وتكاليف الوكالة وهيكل الملكية داخل المؤسسة بشكل أكثر تعمق مقارنة بدراسة (بيرل ومينز)، حيث عرف جنسن وماكلينغ علاقة الوكالة بأنها: "عقد يقوم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الموكل) بتكليف طرف آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنه والذي يحمل في طياته تفويضاً لسلطة اتخاذ القرارات لصالح هذا الأخير". ويشير (جنسن وماكلينغ) إلى أن مدراء المؤسسات لن يتخذوا القرارات التي تصب في مصلحة المساهمين وهذا بافتراض أنهم يتميزون بالسلوك الانتهازي ويعملون على تعزيز مصالحهم الشخصية.¹

تشير هذه النظرية إلى أن المساهمين يقومون بتعيين أفراد للقيام بمهامهم ويتوقعون منهم القيام باتخاذ قرارات تصب في مصلحتهم، إلا أنه ليس بالضرورة أن يقوم المدراء دوماً باتخاذ قرارات تصب في مصلحة المساهمين، وقد سلط (آدم سميث) الضوء على هذه المشكلة في كتابه "ثروة الأمم" من خلال مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والرقابة، وبعد ذلك استكشفتها (روس) سنة 1973.

ثانياً: نظرية الإشراف:

تفترض نظرية الإشراف أنه ليس هناك تعارض في المصالح بين المديرين والملاك، وأن الهدف من الحوكمة هو توجيه الجهود لإيجاد الآليات وهيكل الحوافز للتنسيق الأكثر فعالية بين الطرفين، كما تفترض النظرية بوجود مدراء مهنيين يعملون في إطار واقع المديرين التنفيذيين للشركات، ويؤدي ذلك إلى المديرين التنفيذيين يعملون إلى أن يكونوا محترفين معتدلين في تصرفاتهم. فالمدير التنفيذي يُنظر إليه بوصفه جزءاً من نظرية الإشراف، على أنه يكون متقاطعاً تنظيمياً، يهدف أساساً إلى أداء عمله بشكل جيد، كوكيل جيد لأصول المؤسسة.

ونظراً لعدم وجود مشكلة تحفيزية باطنية، فيما بين المديرين التنفيذيين فإن هناك تفاعلاً، وإلى أن يستطيع المديرين التنفيذيين تحقيق جيد لأدائهم في المستوى الذي يصبون أو يطمحون إليه؛ هنا نأتي إلى أن نظرية الإشراف ترى أن اختلاف الأهداف الفردية لا يمثل مشكلة كبيرة طالما أن المدير التنفيذي الأول يساهم في تحقيق الأداء المتميز للشركة. وبالتالي، فإن نظرية الإشراف ترى أنه إذا كان الهيكل التنظيمي للشركة يساعد المدير التنفيذي الأول على ممارسة عمله بالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق مستويات أداء متقدمة للشركة.²

¹ بوسنة حمزة، الحوكمة المحاسبية للمؤسسات، مطبوعة محاضرات، جامعة أم البواقي، 2019، ص 2

² سيد سالم محمد أبو سالم، محمد فؤاد محمد علوان، تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة، مجلة الفكر المحاسبي المجلد 22، العدد 3، 2018، ص 08

الفرع الثالث: آليات التحسين الإداري

1. الملكية الإدارية:

تُعد الملكية الإدارية أحد الوسائل التي يلجأ إليها المديرون لتحسين أنفسهم. وتُعرف الملكية الإدارية هي حصة الإدارة في حقوق ملكية المؤسسة، وتحتسب بنسبة عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إلى عدد الأسهم المصدر، وعادةً ما يتم استخدام الملكية الإدارية لتخفيف مشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين.

وبالتالي، فإن الملكية الإدارية لها تأثيران متعارضان على تصرفات المديرين؛ فرضية تقارب المصالح وتأثير تحسين الإدارة، فتأثير تقارب المصالح هو توقع نظري بأن المديرين ذوي الأسهم الأكبر لديهم حافز أقوى للعمل بما يتماشى مع مصالح المساهمين الخارجيين، أما تأثير تحسين الإدارة فيرتبط بملكية الوكالة المتمثلة في أن المديرين ذوي الأسهم الأكبر لديهم سيطرة أكبر على الشركات. وبالتالي، فإنهم يمتلكون مجالاً أكبر للعمل على مصالحهم الخاصة.¹

2. ازدواجية دور المدير التنفيذي:

ازدواجية دور المدير التنفيذي، يمكن أن تعزز التحسين الإداري من خلال الجمع بين أدوار الرئيس والمدير التنفيذي. حيث يسمح هيكل القيادة المزدوج هذا للرئيس التنفيذي بتعزيز الهيمنة الهيكلية والمعلوماتية على مجلس الإدارة وتحرير نفسه من إشراف المديرين، في الواقع يمنح منصب ازدواجية دور المدير التنفيذي امتيازات مهمة فيما يتعلق بمجدول الأعمال والمناقشة في اجتماعات مجلس الإدارة، كما أنه يمنح الشخص القدرة على التحدث نيابة عن مجلس الإدارة. علاوة على ذلك، من خلال العمل في لجنة الترشيح، قد يشارك المدير بشكل كبير في عملية اختيار المديرين، وبالتالي يفضل المديرين الداخليين اختيار المرشحين الخارجيين ذوي التبعية غير الرسمية أو الاجتماعية (الخلفية الوظيفية، علاقات الصداقة)، حيث يشعر هؤلاء المدراء بأنهم ملتزمون اجتماعياً تجاه المدير التنفيذي الذي فضل تعيينهم، مما يقلل من فعالية مجلس الإدارة. وفيما يتعلق بهذه العلاقات، في ضوء ما سبق من المتوقع أن التحسين الإداري قد يؤثر على قابلية المعلومات المحاسبية للمقارنة.²

3. فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه:

وفقاً لنظرية الوكالة، فإنه كلما طالت فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، كلما كان محصناً أكثر بسبب إمتلاكه الفرصة والوقت الكافيين لبناء التحالفات وتجميع القوة، ويصبح من المحتمل أن يزيد ذلك من قوته وسعيه نحو هيكل حزمة المكافآت التي يحصل عليها لتعزيز مصلحته الخاصة، مما قد يؤثر سلباً على أداء وقيمة المؤسسة.

كوجهة نظر بديلة لنظرية الوكالة، تذهب نظرية الإشراف إلى أن وجود تقارب في المصالح بين المدير التنفيذي الأول والمنظمة التي يتولى أمر إدارتها، يجعل من المفيد للشركة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه لفترات طويلة، حيث أن شغله لمنصبه لفترة طويلة يجعله قادراً على تفهم التعقيدات والصعوبات التي تواجه المؤسسة، وأكثر كفاءة في التعامل مع القضايا التقنية أو الفنية

¹ مسفر ناصر مسفر ناصر الحيان، أثر آليات التحسين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، المجلد العاشر - العدد 18 - الجزء الأول، يونيو 2024، ص 375.

² هاجر عبد الرحمن عبد الفتاح محمد، أثر العلاقة بين محددات التحسين الإداري وقابلية المعلومات المحاسبية للمقارنة على ممارسات التجنب الضريبي، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، المجلد الرابع، العدد الأول - الجزء الثاني، يناير 2023، ص 1344.

للأعمال في ظل معرفته المتميزة ببواطن الأمور الخاصة بجميع العمليات والأعمال الخاصة بالمؤسسة. وهو الأمر الذي قد يترك آثاراً إيجابية على أداء وقيمة المؤسسة.¹

4. استقلالية. مجلس الإدارة:

يعد استقلال مجلس الإدارة أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات، حيث أصبح يُنظر إلى الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين في مجالس الإدارة باعتبارهم عنصراً رئيسياً من عناصر الرقابة الداخلية، ومؤشراً مهماً من مؤشرات جودة تطبيق الحوكمة. ويعتمد المساهمين على مجلس الإدارة في الإشراف والرقابة على أنشطة وتصرفات المديرين، من أجل التحقق من أن المديرين يعملون لصالح المساهمين. لذلك فمن الضروري الاهتمام بزيادة عدد الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة لتعزيز الجانب الرقابي على المديرين التنفيذيين، وطبقاً لنظرية الوكالة، فإن وجود الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة سيترتب عليه الحد من السلوك الانتهازي للإدارة، وبالتالي انخفاض تكاليف الوكالة، كما أنه يساعد على تسوية الخلافات الداخلية وتحسين العلاقات بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، مما يحسن من أداء وقيمة المؤسسة. وبالتالي يمكن القول إن وجود عدد كافٍ من الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة، يترتب عليه غالباً الحد من ممارسات التحصين الإداري.²

المطلب الثاني: قيمة المؤسسة

في سياق الأعمال المعاصر المتسم بالديناميكية والتنافسية المتزايدة، تكتسي قيمة المؤسسة أهمية بالغة باعتبارها محمداً رئيسياً لنجاحها واستدامتها على المدى الطويل، لم يعد تقييم الشركات مقتصرًا على المقاييس المالية التقليدية، بل تعداه ليشمل مجموعة متنوعة من العوامل النوعية التي تؤثر بصورة مباشرة وغير مباشرة في قيمة المؤسسة. سنتناول في هذا المطلب مفهوم واهداف قياس قيمة المؤسسة في الفرع الأول، وفي الفرع الثاني أهمية قيمة المؤسسة لأصحاب المصالح وفي الفرع الثالث ابعاد او أنماط المؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم وأهداف قياس قيمة المؤسسة:

1. مفهوم قيمة المؤسسة

بعد تعظيم القيمة المؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وذلك لتحقيق استمراريته، إلا أن مفهوم القيمة غير واضح ومباشر وذلك لكونه يتأثر بالعديد من العوامل والمفاهيم الداخلية في تحديده.

تعرف قيمة المؤسسة بأنها ذلك " المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بما عند كل مراحل من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعدلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم"، وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط.³

¹ سيد سالم محمد أبو سالم، محمد فؤاد محمد علوان، تأثير اليات التحصين الإداري على قيمة الشركة، مجلة الفكر المحاسبي المجلد 22، العدد 3، 2018، ص 14

² يسرى محمد على خيري، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-17

³ إمام يوسف، آمال العقون، أثر قرار تمويل على قيمة المؤسسة، مجلة التنظيم والعمل، المجلد 12، العدد 4، 2023، ص 22.

تعتبر قيمة المؤسسة مفهوماً هاماً للمستثمرين لأنها تعكس كيفية استيعاب المنشأة للسوق، هي عبارة عن الثمن الذي سيدفعه المستثمر عند بيع تلك المنشأة، حيث أن تعظيم قيمة المنشأة بالتبعية يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين واستمرار إستثماراتهم في تلك المنشأة، ويتم تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك من خلال إتخاذ نوعين من القرارات هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل، حيث يشير قرار الاستثمار إلى إدارة الاستثمارات طويلة الأجل، التخطيط التعرف على الفرص الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد ممكن للمنشأة، في حين يشير قرار التمويل إلى الاختيار الأمثل بين مزيج كلاً من مصادر التمويل الداخلية والخارجية لتمويل كافة الأنشطة الخاصة بالمنشأة بما يساعد على تعظيم قيمتها¹.

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

2. أهداف قياس قيمة المؤسسة:

أ- تعظيم الأرباح:

وفقاً لهذا الهدف تهتم المؤسسة بتحقيق أكبر قدر من الأرباح والاحتفاظ بما بهدف زيادة حقوق المساهمين في المؤسسة، وعلى الرغم من أن هذا الهدف يبدو رئيسي ومناسب إلا أنه واجه العديد من الانتقادات ومنها أنه عرضة للتلاعب المحاسبي وعدم التفرقة بين الأجل القصير والأجل الطويل كما أنه لا يأخذ بعامل المخاطرة وبالتالي فهو لا يمثل الهدف الرئيسي للشركة بشكل دقيق ظهر الهدف التالي.²

ب- تعظيم قيمة المؤسسة:

فقد شهد العقد الأخير ثورة في العلاقة بين المؤسسة وملاكها ، حيث أن المساهمين هم ملاك المؤسسة الذين يقومون بشراء الأسهم بهدف تعظيم العائد على رأس المال المملوك والحصول على عائد جيد من استثماراتهم وتعظيم قيمة أسهمهم دون التعرض للمخاطر ، وفي معظم الحالات ينتخب المساهمين أعضاء مجلس إدارة يقومون بتعيين مديرين للشركة يديرونها نيابة عن المساهمين ، والذين ينبغي عليهم اتباع سياسات لتعزيز القيمة للمساهمين وتعرف هذه القيمة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية الناتجة على مدار حياة المؤسسة ، ولذلك أصبح من المسلم به عالمياً تقريباً أن الهدف العام للشركة هو خلق قيمة للمساهمين من خلال تعظيم قيمة المؤسسة ممثلة في قيمتها السوقية.³

الفرع الثاني: أهمية قيمة المؤسسة لأصحاب المصالح:

¹ ناهد سعد، وآخرون، تأثير آليات التحصين الإداري ومخاطر اختيار أسعار الأسهم على قيمة منشآت الأعمال، العدد الأول، المجلد السادس، -يناير 2024، ص ص 74-73

² إيمان عوض عبد المحسن جودة، أثر الآليات الداخلية لحكومة الشركات على قيمة الشركة، رسالة ماجستير، غير منشورة، بجامعة المنصورة، ص 229

³ نفس المرجع السابق، ص 301.

يعتبر تحديد قيمة المؤسسة له أهمية كبيرة للكثير من الأطراف كالإدارة وأصحاب المصالح الخاصة (المستثمرين والمقرضين وكذلك للمجتمع ككل). وفيما يلي بيان تلك الأهمية لكل طرف¹:

1. أهمية قيمة المؤسسة للإدارة:

تعتبر قيمة المؤسسة مؤشراً على كفاءة الإدارة في أمور المؤسسة، وفي اتخاذ العديد من القرارات الاستثمارية، بالشكل الذي ينعكس على مقدرتها في الحصول على الديون واختيار أفضل مصادر التمويل، كما أن تعظيم قيمة المؤسسة يعظم من مصحتها الذاتية، خاصة عندما يكون المديرون أنفسهم ملاكاً في هذه المؤسسة.

2. أهمية قيمة المؤسسة للمستثمرين:

خلصت إحدى الدراسات أنه كلما زادت قيمة المؤسسة، زادت ثروة ملاك تلك المؤسسة من ناحية، وكان ذلك سبباً لكسب مستثمرين محتملين من ناحية أخرى. كما أنها تساعد المستثمرين من مراقبة تصرفات الإدارة، وتحفز المديرين على تحقيق مصالح الملاك، الأمر الذي يعظم من ثروتهم.

3. أهمية قيمة المؤسسة للمقرضين:

خلصت إحدى الدراسات أن قيمة المؤسسة تؤثر على قرارات منح الائتمان، وتلعب دوراً هاماً في مراقبة قدرة الشركات المقترضة على السداد، وتقدير مخاطر تعرضه للإفلاس، الأمر الذي يؤثر على تكلفة الأموال.

4. أهمية قيمة المؤسسة للمجتمع ككل:

يؤدي تعظيم قيمة المؤسسة إلى تعظيم القيمة بالنسبة للمجتمع ككل، من خلال الكفاءة والفعالية في تشغيل الموارد وزيادة جودة السلع وتطويرها، بما يتوافق مع احتياجات المستهلك، ويصب كل ذلك في النهاية في مصلحة الاقتصاد القومي ككل.

الفرع الثالث: أبعاد قيمة المؤسسة:

عند تقييم قيمة المؤسسة، لا يمكن الاعتماد على بعد واحد فقط، بل يجب الأخذ في الاعتبار أبعاداً متعددة ومتنوعة. هذه الأبعاد تساعد في تكوين صورة شاملة ودقيقة عن قيمة المؤسسة، وتساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية صائبة. ومن أهم هذه الأبعاد (أشكال) نذكر مايلي²:

- القيمة السوقية (Market Value): تمثل قيمة المؤسسة في السوق المالي.
- القيمة الدفترية (Book Value): تمثل قيمة المؤسسة الموجودة في دفاترها المحاسبية وهي تساوي إجمالي حقوق الملكية.
- القيمة الاستثمارية (Investment Value): تعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة.

¹ طارق عبد العظيم أحمد، وآخرون، أثر عدم تماثل المعلومات على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاساتها على قيمة الشركة، مجلة بنها للعلوم الإنسانية، الجزء ثالث، سنة 2024، ص 11.

² وردة فربي، سعيدة بورديمة، تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرض نمو مختلفة، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 05، العدد 02، 2022. ص 1023

- قيمة شهرة المحل (Good Will Value): تمثل القيمة الإضافية للمؤسسة، وهي لا تظهر في ميزانيتها وإنما تعتبر أصولاً غير مادية.
- قيمة التصفية (Liquidation Value): تمثل القيمة التي تباع على أساسها أصول المؤسسة في حالة عدم قدرتها على مواصلة نشاطها لاعتبارات معينة، أو وقوعها في خسائر متكررة.
- القيمة الحقيقية (Intrinsic Value): يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص، ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة (Fair Market Value).

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المطلب الأول: دراسات باللغة العربية:

1. دراسة جواد الباججي (2024):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير التحصين الإداري في استمرارية المؤسسة، حيث تم تطبيق الدراسة على البيانات المالية لـ 98 عينة والتي تشمل 100% من عينات الشركات في القطاع المصرفي التجاري غير الإسلامي المدرجة ضمن السوق النظامي في سوق العراق للأوراق المالية. وقد تم قياس المتغيرات بشكل كمي حيث تم الاعتماد على كل من نسبة الملكية الإدارية وتركيز الملكية وفترة بقاء المدير التنفيذي وتبعية مجلس الإدارة لقياس التحصين الإداري، كذلك تم اعتماد نموذج Altman Z-Score (2005) الخاص بالأسواق المالية الناشئة لقياس استمرارية الشركات قيد الدراسة. وتم التوصل من خلال معادلة الانحدار إلى وجود تأثير عكسي لبعض آليات التحصين الإداري في استمرارية المؤسسة، وبناء على ما تم أعلاه، قدم البحث العديد من التوصيات مثل ضرورة اهتمام مستخدمي القوائم المالية للشركات المختلفة الاطلاع على آليات التحصين العديدة لما لها من أثر فعال على أداء المؤسسة ونتائجها، إضافة إلى أهمية مراجعة وتقييم مستويات التهديد لاستمرارية الشركات في الأسواق المالية المحلية استخدام نموذج Altman Z-Score (2005) في قياس استمرارية المؤسسة والخاص في الأسواق المالية الناشئة والمتوافق مع الأسواق المالية العراقية، كما يجب على مجالس الإدارة المراقبة المستمرة لمدى تعظيم سلطة الإدارة التنفيذية، لما لذلك من أثر واضح على أداء المؤسسة وقيمتها ومستوى استمراريته¹.

2. دراسة الحيان (2024):

هدف البحث إلى دراسة أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ولتحقيق هذا الهدف تم تقسيم هذه الدراسة إلى شقين، الشق النظري لتأصيل موضوع الدراسة وتقديم إطار نظري لها، والشق التطبيقي لاختبار فروض الدراسة من خلال تحليل الانحدار للبيانات التي تم تجميعها من القوائم المالية وتقارير حوكمة الشركات المنشورة في بورصة الكويت. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية إيجابية لدور الرئيس التنفيذي المزدوج، واستقلالية مجلس الإدارة، والملكية

¹ محمد صاحب محمد جواد الباججي، تأثير التحصين الإداري في استمرارية الشركة، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الكوفة، مجلد 20، العدد (3)، 2024

الأجنبية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. بينما لم تجد الدراسة أثراً معنوياً لفترة شغل الرئيس التنفيذي، والملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.¹

3. دراسة جميل والهجان (2024):

هدف هذا البحث إلى قياس أثر مؤشرات التحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي، استقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي، الرافعة المالية) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الدور المعدل لجودة الأرباح. تتمثل عينة الدراسة في 68 شركة مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2015 إلى 2022. وتم التوصل إلى نتائج الدراسة من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى OLS وطريقة التأثيرات الثابتة والعشوائية وكذلك نمذجة المعادلة الهيكلية SEM. وجدت الدراسة أنه يوجد تأثير سلبي معنوي لازدواجية في مجلس الإدارة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بينما لا يوجد تأثير معنوي إيجابي لمؤشرات التحصين الإداري على مخاطر انهيار الأسهم. ويوجد تأثير غير مباشر عكسي لفترة بقاء المدير التنفيذي وتأثير طردي للاستقلالية لمجلس الإدارة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الدور المعدل لجودة الأرباح، بينما لا يوجد تأثير غير مباشر لازدواجية دور المدير التنفيذي والرافعة المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الدور المعدل لجودة الأرباح.²

4. دراسة طيبي وبخاوة (2023):

هدفت الدراسة إلى اختبار وتحليل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة. ولكي قياس أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، تكونت عينة الدراسة من 11 شركة صناعية مدرجة بالبورصة المصرية، خلال الفترة من 2014-2019 بإجمالي 66 مشاهدة. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وكذلك وجود أثر معنوي سلبي للهيكل المالي على قيمة المؤسسة.³

5. دراسة قريبي وبورديمة (2022):

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة في ظل وجود فرص نمو مختلفة. ولتحقيق هذه الغاية، تم مراقبة عينتين من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية سنة 2016، حيث تم تصنيف المؤسسات إلى مؤسسات لديها فرص نمو منخفضة ومؤسسات لديها فرص نمو عالية. وقد توصلت الدراسة إلى نتائج مهمة، حيث أشارت النتائج إلى أن تكلفة التمويل ليس لها تأثير معنوي على قيمة المؤسسات في بورصة عمان، وأن تكلفة التمويل كانت مرتفعة في المؤسسات التي لديها انخفاضاً في فرص النمو، ومنخفضة في المؤسسات التي لديها ارتفاعاً في فرص النمو. ما انعكس على قيمة المؤسسة حيث كانت منخفضة في المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، ومرتفعة في المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة.⁴

6. دراسة أبو سالم وعلوان (2021):

¹ مسفر ناصر مسفر الحيان، أثر اليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، المجلد 10 العدد 18 الجزء الأول يونيو 2024

² رباب حمدي جميل، عبد العزيز محسن الهجان، أثر التحصين الإداري على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، العدد الأول مجلد السادس، يونيو 2024

³ طيبي حمزة، بخاوة محمد الأمين، دراسة تحليلية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 7 / العدد 1، 2023.

⁴ ورده قريبي، سعيدة بورديمة، تكلفة التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 5/العدد 2، 2022.

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من أثر آليات التحسين الإداري على قيمة الشركات المساهمة المصرية. و لاختبار فرضيات البحث، قام الباحثون باختيار عينة مكونة من 101 شركة مساهمة مدرجة في البورصة المصرية. تستخدم هذه الدراسة مؤشرين لقياس قيمة المؤسسة: نسبة توبين Q ونسبة توبين Q المعدلة لمتوسط الصناعة، استخدم الباحثون تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاستنتاج أن هناك علاقة سلبية بين الدور المزدوج للمدير التنفيذي الأول، ونسبة المديرين غير التنفيذيين في مجلس الإدارة وقيمة المؤسسة. وأيضاً علاقة إيجابية بين نسبة ملكية المديرين التنفيذيين، والرافعة المالية وقيمة المؤسسة.¹

7. دراسة عبد المنعم (2021):

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين التحسين الإداري وجودة الربح في الشركات المساهمة المصرية، ولتحقيق هذا الهدف، اختبرت الدراسة العلاقة بين التكتيف التنفيذي وخمس آليات لإدارة الأرباح، كما أنها اعتمدت على الاستحقاقات الاختيارية كمقياس لإدارة الأرباح (كمقياس يعكس جودة الأرباح)، والذي يتم تقديره باستخدام نموذج جونز الأصلي، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الدور المزدوج للرئيس التنفيذي الأول، والملكية التنفيذية، وجودة الربح، وجود علاقة إيجابية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين في مجلس الإدارة وجودة الربح، وأخيراً وجود علاقة غير خطية بين الرافعة المالية (الديون) وجودة الربح.²

8. دراسة يوسف ولعقون (2019):

هدف هذا البحث إلى دراسة أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة بالتطبيق على مؤسسة صيدال خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2019. ولذلك، تم استخدام نموذج ARDL بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10. توصلت الدراسة إلى أن قرار التمويل يفسر التغيرات الحاصلة في قيمة مؤسسة صيدال، وأن هناك تأثيراً ذو دلالة إحصائية للهيكال المالي وقيمة المؤسسة، في حين كانت المتغيرات الاقتصادية (مردودية الأصول، والناتج المحلي الإجمالي، والسيولة) ليس لها تأثيراً ذو دلالة إحصائية على قيمة هذه المؤسسة خلال فترة الدراسة.³

المطلب الثاني: دراسات باللغة الأجنبية :

1. دراسة waseem, shaukat and abbas (2023) :

هدفت هذه الدراسة إلى فحص تأثير التحسين الإداري، الذي يُقاس بدور الرئيس التنفيذي كرئيس لمجلس الإدارة، على الأداء المالي للشركات المدرجة في مؤشر بورصة كراتشي 100 في باكستان خلال الفترة من 2015 إلى 2020. باستخدام تحليل الانحدار على بيانات 53 شركة غير مالية، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ومعنوية بين تولى الرئيس التنفيذي لمنصب

¹ سيد سالم محمد أبو سالم، محمد فؤاد محمد علوان، مرجع سبق ذكره.

² ريم محمد عبد المنعم، العلاقة بين التحسين الإداري وجودة الأرباح. دراسة اختبارية على شركات المساهمة المصرية، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، العدد 02، مجلد 03، يونيو 2021

³ إمان يوسف، امال العقون، أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة، مجلة التنظيم والعمل، المجلد 12، العدد 4 / 2023

الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة وبين مقياسي الأداء المالي (العائد على الأصول و Tobin's Q). تشير النتائج إلى أن التحصين الإداري قد يؤدي إلى تدهور الأداء المالي. توصي الدراسة بأن يدرس الباحثون المستقبليون عوامل أخرى للتحصين الإداري وتقدم رؤى مهمة للمديرين والمستثمرين حول تأثير هياكل الإدارة على أداء الشركات في السوق الباكستاني.¹

2. دراسة Bousetta (2021) :

استنادًا إلى نظريات الوكالة والتحصين، تفترض هذه الدراسة أن خصائص المدير التنفيذي، وخاصة ملكية المدير التنفيذي وهيكل مجلس الإدارة، تؤثر بشكل كبير على العلاقة بين آليات الحوكمة والآليات التي يحرص المدراء من خلالها أنفسهم، مما يؤثر بدوره على أداء المؤسسة. وعليه هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في العلاقة بين التحصين الإداري وأداء الشركات في الشركات المغربية المدرجة. تستخدم الدراسة تحليل الانحدار الخطي العادي (OLS) لشرح العلاقات المفترضة بين الشركات المغربية المدرجة خلال الفترة 2010-2015.

تشير النتائج إلى أن التحصين الإداري، الذي تقاس عناصره بملكية المدير التنفيذي وتداخل مجلس الإدارة، له تأثير سلبي على أداء الشركات. تشير هذه النتائج إلى أن الآثار المفيدة للحوكمة الجيدة قد تعوضها بعض سلوكيات التحصين التي يمارسها بعض المدراء. وعلى النقيض من ذلك، يمكن أن يكون لهيكل الملكية تأثير مفيد على خلق الثروة.²

3. Debnath and others (2021) :

هدفت الدراسة إلى التحقيق في تأثير ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي على أداء الشركات. تستند الدراسة إلى بيانات تم جمعها من التقارير السنوية المنشورة وقاعدة بيانات Capitaline لعينة مكونة من 114 شركة غير مالية مدرجة في البورصة الهندية لمدة ثماني سنوات من 2012 إلى 2019. تستخدم هذه الدراسة أسلوب تحليل بيانات بانل لفحص تأثير ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي على أداء الشركات. وجدت نتائج نموذج بانل ذات التأثيرات الثابتة أن تأثير ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي على القيمة السوقية للشركة سلبي وغير معنوي؛ ومع ذلك، فإن تأثير ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي على أداء المؤسسة، كما تم قياسه بالعائد على الأصول، إيجابي ومعنوي.³

المطلب الثالث: موقع الدراسة الحالية ضمن الدراسات السابقة:

تهدف الدراسة الحالية إلى بيان تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة، وقد تم تطبيقها على الشركات الصناعية المدرجة في السوق الرئيسي بورصة عمان للفترة الممتدة ما بين (2017-2024)، هذا ما يشير إلى أن الدراسة الحالية تتفق مع الدراسات السابقة في هدفها العام وكذلك من حيث الدراسة الميدانية بأن جُلها تمت على مستوى البورصة.

لذا يمكن اعتبار الدراسة الحالية شبيهة بالدراسات السابقة إلا أن ما تتميز هذه الدراسة على أنها تختلف عن الدراسات السابقة من خلال العينة التي سوف تجرى عليها الدراسة وكذا الفترة الزمنية للدراسة، على اعتبار أن جميع الدراسات التي تناولت العلاقة بين آليات التحصين الإداري وقيمة المؤسسة كانت دراسات أجنبية، مما يتطعب ضرورة دراسة أثر آليات التحصين

¹ Waseem, F., Shaukat, N., & Abbas, S. F. Impact of Managerial Entrenchment on Firm Performance. Journal of Entrepreneurship and Business Venturing, 3(1). 2023.

² Bousetta, M.. Managerial Entrenchment and Firm Performance: Evidence from Moroccan Listed Companies. Central European Management Journal, 29(3), 2021.

³ Debnath, P., and others . CEO Duality and Firm Performance: An Empirical Study on Listed Companies from an Emerging Market. Corporate Governance and Organizational Behavior Review, 5(2), 2021.

الاداري على قيمة المؤسسة عمليا في البيئة العربية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية، ولذا قامت الدراسة الحالية بالتطبيق على الشركات المقيدة والمتداول أسهمها في بورصة عمان، كما تختلف عن تلك الدراسات في ادراج متغيرات ضابطة يفترض تأثيرها على قيمة المؤسسة.

خلاصة الفصل

تم في هذا الفصل من خلال مباحثه ومطالبه رسم صورة مختصرة عن مختلف النقاط المتعلقة بأثر آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة، حيث تم التطرق إلى مفهوم التحسين الإداري وآلياته ونظرياته، إذ خلصنا أنه قد تستخدم لتعزيز نفوذ الإدارة التنفيذية على حساب حقوق المساهمين، مما يؤدي إلى ضعف الرقابة وتفاقم مشاكل الوكالة. هذا التمرکز في السلطة ينعكس سلبا على الشفافية واتخاذ القرارات، ويؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، التي يفترض ان تعكس الكفاءة والربحية المستقبلية، لكنها تتراجع نتيجة تغليب المصالح الشخصية على مصلحة المؤسسة.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية
لتأثير آليات التحسين الإداري على
قيمة الشركات الصناعية المدرجة
في بورصة عمان

تمهيد:

محاولة منا في هذا الفصل الكشف عن تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة، إستنادا لما تم التطرق إليه سابقا في الجانب النظري وتطبيق جميع الخطوات التي جاءت فيه، حيث يتناول الفصل كل من منهج ومجتمع الدراسة والعينة التي طبقت عليها هذه الدراسة، بعد توفر جميع المعلومات اللازمة للفترة المحددة من 2017 إلى 2024، كما سيتم عرض، تحليل، تفسير ومناقشة نتائج الدراسة لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سيتم في هذا المبحث عرض منهجية الدراسة، عينة الدراسة بالإضافة إلى الأدوات المستخدمة وذلك من أجل الإستعانة بها في التحليل ومن ثم الوصول إلى اختبار الفرضيات.

المطلب الأول: الطريقة المنهجية المتبعة

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان الأردن والتي يبلغ عددها 29 شركة سنة 2024، حيث تم اختيار 20 شركة التي أفصحت عن بياناتها المالية وتقاريرها السنوية لمجالس الإدارة معاً خلال الفترة 2017-2024 كعينة لدراسة وذلك لإثبات صحة الفرضيات أو نفيها.

الفرع الثاني: خطوات الدراسة

1. من أجل الإحاطة بجوانب الموضوع، والإجابة على إشكالية الدراسة فقد قمنا باتباع الخطوات التالية:
1. تم جمع البيانات المالية من خلال القوائم المالية للشركات والمتوفرة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان الأردن للفترة الممتدة ما بين 2017-2024.
2. تم استخراج نسب آليات التحسين الإداري (المتغير المستقل) من خلال التقارير السنوية لمجالس الإدارة للشركات محل الدراسة والمصرح بها على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان الأردن للفترة الممتدة ما بين 2017-2024؛
3. تم حساب المتغير التابع للدراسة وهو قيمة المؤسسة وبعض المتغيرات الضابطة الأخرى اعتماداً على البيانات المالية للشركات بواسطة برنامج Excel لإستخدامها في عملية التحليل المالي للتعرف على مدى تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة؛
4. تم تفرغ نتائج النسب المالية المستخدمة بواسطة برنامج Excel على البرنامج الإحصائي Eviews9 واعتبار كل نسبة منها متغيراً من متغيرات الدراسة وقياس تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة؛
5. بناء نماذج إحصائية تبحث عن وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين آليات التحسين الإداري كمتغير مستقل وقيمة الشركات محل الدراسة كمتغير تابع، حيث قمنا باستخدام برنامج Eviews9 لتقدير نماذج انحدارية لبيانات بانل Panel.

المطلب الثاني: الأدوات والبرامج المستخدمة في الدراسة:

من أجل الإجابة عن إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها تم استخدام مجموعة من الأدوات والتي تتمثل في متغيرات الدراسة، ومصادر جمع البيانات، بالإضافة إلى برنامج Eviews9 لتقدير نموذج لهذه الدراسة، حيث يدرس النموذج المقترح العلاقة بين المتغير التابع المتمثل في قيمة المؤسسة والمتغير المستقل المتمثل في آليات التحسين الإداري، كما تم تعزيز النموذج بمتغيرين ضابطين بهدف ضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وإلى تقليل نسبة الخطأ العشوائي في النموذج.

الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة وطريقة قياسها:

أولاً: متغيرات الدراسة:

باعتبار أن الدراسة تبحث في العلاقة بين متغيرين، الأول هو "آليات التحصين الإداري"، والثاني هو «قيمة المؤسسة». فعليه يمثل التحصين الإداري المتغير المستقل وهو المتغير الرئيسي في الدراسة، والذي سوف يتم التعبير عليه من خلال آليات التحصين الإداري وهي: ازدواجية دور المدير التنفيذي، فترة بقائه، استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، الملكية الإدارية والرافعة المالية، أما قيمة المؤسسة يمثل المتغير التابع وهو العنصر الذي يكشف عن مدى تأثير المتغير المستقل عليه (المتغير التابع). وسوف يتم إدراج متغيرات في نموذج الدراسة كمتغيرات ضابطة (رقابية) يفترض أنها تؤثر في قيمة المؤسسة. تم تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها اعتماداً على الدراسات السابقة التي تطرقت للموضوع

ثانياً: قياس متغيرات الدراسة :

(1) قياس المتغير التابع :

قيمة المؤسسة VA_FIRM_{it}

يتم قياسها من خلال نسبة توبين كيو Tobin's Q والتي يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية لأصول المؤسسة i في نهاية الفترة t إلى قيمتها الدفترية، والتي يتم حسابها من قسمة القيمة الدفترية للأصول مطروحا منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومضافا لها القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للأصول.

(2) قياس المتغيرات المستقلة:

أ- ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول $CEODUAL_{it}$

متغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كان المدير التنفيذي للشركة i خلال الفترة t يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.

ب- فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه $CEOTENURE_{it}$

يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي للشركة i في منصبه منذ تعيينه كعضو منتدب في المؤسسة وحتى نهاية الفترة t .

ت- الملكية الادارية $MANGOWN_{it}$:

يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة للشركة i في الفترة t

ث- إستقلالية مجلس الإدارة $BIND_{it}$

يتم قياسها بنسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة لشركة i خلال الفترة t ، والتي يتم حسابها من خلال قسمة عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة.

3) المتغيرات الضابطة :

أ- ربحية المؤسسة ROA_{it} : يتم قياسها من خلال معدل العائد على الأصول والذي يتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح على إجمالي الأصول للشركة i خلال الفترة t .

ب- الرافعة المالية (المديونية) LEV_{it} : يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي التزامات (القروض الطويلة والقصيرة الأجل) المؤسسة i على إجمالي الأصول في نهاية الفترة t .

الفرع الثاني: مصادر جمع المعلومات

تم الاعتماد في جمع البيانات اللازمة لإعداد هذه الدراسة على:

- 1- المصادر الأولية: والمتمثلة بشكل أساسي في التقارير السنوية لمجالس الإدارة والقوائم المالية للشركات محل الدراسة، والموجودة في الموقع الإلكتروني الخاص ببورصة عمان الأردن للفترة ما بين 2017 إلى 2024.
- 2- المصادر الثانوية: والمتمثلة في الاستفادة من الأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة بشكل مباشر أو غير مباشر وكذلك الكتب والمجلات المنشورة بهذا الخصوص من أجل وضع إطار نظري وأسس علمية لهذه الدراسة.

الفرع الثالث: الأساليب الإحصائية المستخدمة

من أجل التوصل إلى هدف الدراسة والتحقق من الفرضيات المطروحة تم استخدام الأساليب الإحصائية المناسبة للقيام بتحليل البيانات المالية التي تم جمعها، وقد تم استخدام برنامج Eviews لتقدير نماذج بيانات بانل Panel data وذلك لتوضيح مدى تأثير المتغير التابع والمتمثل في قيمة الشركات محل الدراسة بالمتغيرات المستقلة والمتمثلة في آليات التحسين الإداري وهي: ازدواجية دور المدير التنفيذي، فترة بقائه، استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، الملكية الإدارية والرافعة المالية. ومن أجل تحليل النتائج المتحصل عليها من برنامج الإحصائي Eviews قمنا باستخدام طريقة الإنحدار الخطي المتعدد لبيان تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة خلال الفترة 2017-2024 وذلك بتطبيق ثلاث نماذج معروفة حسب منهجية بيانات بانل هي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية وذلك بإجراء الاختبارات التالية:

- ❖ اختبار LM، FISHER و HAUSMAN : من أجل المفاضلة بين النماذج؛
- ❖ اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج (Student Statistic) : لمعرفة المعنوية الإحصائية الجزئية (وجود دلالة إحصائية) بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع؛
- ❖ معامل التحديد (جودة التوفيق) (R-squared): لمعرفة القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع؛
- ❖ اختبار جودة النموذج (إحصائية فيشر) (F-statistic) : لمعرفة المعنوية الإحصائية لنموذج ككل.

أما بالنسبة لمعادلة الإنحدار الخطي ستكون من الشكل التالي:

$$VA_FIRM_{it} = B_0 + B_1 CEODUAL_{it} + B_2 CEOTENURE_{it} + B_3 MANGOWN_{it} + B_4 BIND_{it} + B_5 ROA_{it} + B_6 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

VA_FIRM_{it} : قيمة المؤسسة i في الفترة t ؛

$CEODUAL_{it}$: إزدواجية دور المدير التنفيذي للشركة i في الفترة t ؛

$CEOTENURE_{it}$: فترة بقاء المدير التنفيذي للشركة i في الفترة t في منصبه؛

$MANGOWN_{it}$: الملكية الادارية للشركة i في الفترة t ؛

$BIND_{it}$: استقلالية مجلس إدارة المؤسسة i في الفترة t ؛

LEV_{it} : الرافعة المالية (المديونية) للشركة i في الفترة t ؛

ROA_{it} : ربحية المؤسسة i في الفترة t .

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

سنحاول في هذا المبحث معرفة ما إذا كان هناك تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان الأردن من خلال مجموعة من النتائج المتوصل إليها، ومن ثم القيام بتحليلها ومناقشتها وصولاً للهدف المسطر.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

بعد توفر المعلومات الخاصة بالمتغيرات محل الدراسة التي تم تجميعها وقياسها بإتباع الخطوات السابقة الذكر ومن ثم عرضها، وعليه سنتطرق في هذا المطلب إلى عرض نتائج الدراسة.

الفرع الأول: الدراسة الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة:

سيتم من خلال الجدول الموالي عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة: المتوسط الحسابي، الإنحراف المعياري، أعلى قيمة، أدنى قيمة.

الجدول (1.2): جدول الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	VA_FIRM	CEODUAL	CEOTENURE	MANGOWN	BIND	ROA	LEV
الوسط الحسابي	1.065431	0.018750	9.612500	0.432258	0.373347	0.032104	0.129159
الحد الأقصى	2.529914	1.000000	30.000000	0.974148	1.000000	0.346140	0.641547
الحد الأدنى	0.207160	0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	-0.222166	0.000000
الانحراف المعياري	0.463751	0.136067	6.865269	0.316155	0.202866	0.075760	0.143554
عدد المشاهدات	160	160	160	160	160	160	160

المصدر: من إعداد الطالبتين اعنادا على مخرجات برنامج Eviews.9

- دراسة بيانات المتغير التابع قيمة المؤسسة (VA_FIRM):

يبين الجدول رقم (1-2) أن (0.207160) هي أدنى قيمة لمتغير قيمة المؤسسة، وأن (2.529914) هي أعلى قيمة، بمتوسط حسابي 1.065431 وانحراف معياري 0.463751، مما يدل على ارتفاع قيمة شركات عينة الدراسة.

- دراسة بيانات المتغير المستقل ازدواجية دور المدير التنفيذي CEODUAL :

يبين الجدول (1-2) أن (0.000000) هي أدنى قيمة لمتغير CEODUAL، وأن (1) هي أعلى قيمة، بمتوسط حسابي 0.018750 وانحراف معياري 0.136067، نلاحظ أن هذه القيم تشير إلى أن الغالبية العظمى من الشركات عينة الدراسة لا تطبق الازدواجية، وعدد قليل جدا يطبقها.

- دراسة بيانات المتغير المستقل مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه (CEOTENURE) :

يبين الجدول (1-2) أن (1.000000) هي أدنى قيمة لمتغير CEOTENURE، وأن (30.00000) هي أعلى قيمة، بمتوسط حسابي (9.612500) وانحراف معياري 6.865269، نلاحظ أن بعض المديرين التنفيذيين بقوا في منصبهم لفترات طويلة جدا مقارنة بالبقية.

- دراسة بيانات المتغير المستقل ملكية الإدارة (MANGOWN) :

يبين الجدول (1-2) أن 0.000000 هي أدنى قيمة للمتغير MAGNOWN، وأن (0.974148) هي أعلى قيمة، بمتوسط حسابي (0.432258) وانحراف معياري (0.316155). نلاحظ أن ملكية الإدارة تميل إلى أن تكون متوسطة إلى مرتفعة.

- دراسة بيانات المتغير المستقل نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (BIND) :

يبين الجدول (1-2) أن (0.000000) هي أدنى قيمة للمتغير BIND، وأن (1) هي أعلى قيمة، بمتوسط حسابي (0.373347) وانحراف معياري (0.202866)، نلاحظ أن معظم الشركات لديها نسبة معتدلة من الأعضاء المستقلين.

- دراسة بيانات المتغير المستقل العائد على الأصول (ROA) :

يبين الجدول (1-2) أن (-0.222166) هي أدنى قيمة للمتغير ROA، وأن (0.346140) هي أعلى قيمة، بمتوسط حسابي (0.032104) وانحراف معياري (0.075760)، نلاحظ أن معدل العائد على الأصول للشركات في المتوسط ضعيف نسبياً.

- دراسة بيانات المتغير المستقل الرافعة المالية (LEV) :

يبين الجدول (1-2) أن 0 هي أدنى قيمة للمتغير LEV. وأن (0.641547) هي أعلى قيمة، بمتوسط حسابي (0.129159) وانحراف معياري (0.143554)، نلاحظ حسب المعطيات أن الشركات لديها مستويات عالية جداً من المديونية.

الفرع الثاني: اختبار كلاين (Klein) للكشف عن التعدد الخطي:

الغرض من هذا الاختبار معرفة إن كان هناك ارتباط خطي قوي بين المتغيرات المفسرة في الدراسة لتفادي الوقوع في مشكلة التعدد الخطي، يعتمد هذا الاختبار على عرض مصفوفة الارتباط بين المتغيرات باستخدام معامل بيرسون للارتباط الخطي، حيث ارتفاع معامل الارتباط بين متغيرين إلى قيمة تفوق معامل التحديد الخاص بالنموذج ككل يشير إلى وجود تداخل خطي كبير بينهما وبالتالي وجود مشكلة التعدد الخطي.

نتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-2): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 05/11/25 Time: 19:51

Sample: 2017 2024

Included observations: 160

Correlation Probability	CEODUAL	CEOTENURE	MANGOWN	BIND	ROA	LEV
CEODUAL	1.000000 ----					
CEOTENURE	0.129017 0.1040	1.000000 ----				
MANGOWN	-0.059226 0.4569	0.237263 0.0025	1.000000 ----			
BIND	-0.027351 0.7314	-0.080399 0.3122	-0.148034 0.0617	1.000000 ----		
ROA	-0.048628 0.5414	-0.041997 0.5980	-0.168053 0.0337	-0.100923 0.2041	1.000000 ----	
LEV	-0.006710 0.9329	0.031673 0.6909	0.080164 0.3136	0.043391 0.5859	-0.508041 0.0000	1.000000 ----

المصدر : مخرجات برنامج Eviews.9

نلاحظ من خلال جدول رقم (2-2) الذي يبين مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة أن معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة ضعيفة مما يدل على عدم وجود مشكل الإزدواج الخطي وعليه نستطيع إدراج جميع المتغيرات في النموذج الذي سيتم تقديره في هذه الدراسة.

الفرع الثالث: تقدير نموذج تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة:

جدول (2-3): نتائج تقدير نموذج تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة:

نموذج التأثيرات العشوائية	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج الانحدار التجميعي		
1.075627 (0.0000)	1.178607 (0.0000)	0.758553 (0.0000)	B ₀	المعلم المقدرة
-0.103396 (0.4912)	-0.068456 (0.6530)	-0.323611 (0.1748)	B ₁	
0.003445 (0.5542)	0.005787 (0.3746)	-0.002818 (0.5599)	B ₂	
-0.465964 (0.0011)	-0.714621 (0.0000)	0.192895 (0.0727)	B ₃	
0.002011 (0.9913)	0.066517 (0.7421)	-0.048169 (0.7639)	B ₄	
2.096874 (0.0000)	1.860109 (0.0000)	3.584534 (0.0000)	B ₅	
0.712105 (0.0459)	0.439965 (0.2929)	1.235349 (0.0000)	B ₆	
0.000005	0.000000	0.000000	Prob(F)	المعنوية الكلية
0.200276	0.794263	0.281474		R ²
1.199455	1.409102	0.572009		DW

المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على مخرجات برنامج EViews.9

أولا: المفاضلة بين النماذج:

من أجل المفاضلة بين النماذج الثلاثة (التجميعي، التأثيرات الثابتة، التأثيرات العشوائية) تم استخدام ثلاثة إختبارات نتائجها موضحة كما يلي:

(1) إختبار FISHER

يسمح لنا هذا الإختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الفردية الثابتة (FEM)

H₀ : نقبل نموذج الانحدار التجميعي.

H₁ : نقبل نموذج التأثيرات الفردية الثابتة.

الجدول رقم (2-4): نتائج إختبار FISHER

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	17.578290	(19,134)	0.0000
Cross-section Chi-square	200.096289	19	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج EViews.9

يشير إختبار FISHER إلى القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشير تقدر ب (0.0000) أقل من درجة المعنوية (0.05)، مما يدل على رفض الفرضية الصفرية، وقبول الفرضية البديلة التي تقول بأن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لهذه الدراسة.

(2) اختبار مضاعف لاغرانج LM

يسمح هذا الإختبار بالمقارنة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية

H0: نقبل نموذج الانحدار التجميعي.

H1: نقبل نموذج التأثيرات الفردية العشوائية.

الجدول رقم (2-5): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	175.3773 (0.0000)	0.050886 (0.8215)	175.4281 (0.0000)
Honda	13.24301 (0.0000)	-0.225580 --	9.204711 (0.0000)

المصدر: مخرجات برنامج EViews.9

من خلال الجدول الموضح نلاحظ أن القيمة الإحتمالية لإحصائية Breusch-Pagan بلغت (0.0000) أقل من درجة المعنوية (0.05)، وعليه فإنه يتم رفض الفرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب لهذه الدراسة.

بما أن نتائج الاختبارات السابقة أشارت إلى أفضلية نموذج التأثيرات الفردية الثابتة ونموذج التأثيرات الفردية العشوائية للدراسة، لذلك سنقوم فيما يلي باختبار HAUSMAN من أجل المفاضلة بين النموذجين السابقين.

(3) اختبار HAUSMAN

يستعمل هذا الاختبار للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ويفترض هذا الاختبار أن:

H0: نقبل نموذج التأثيرات العشوائية.

H1: نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول رقم (2-6): نتائج اختبار HAUSMAN

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	13.188811	6	0.0401

المصدر: مخرجات برنامج EViews.9

يبين الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية لاختبار HAUSMAN، تقدر ب (0.0401) أقل من (0.05)، مما يدل على قبول الفرضية البديلة HI، ورفض فرضية العدم H0 التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب. يتضح من خلال اختبار المفاضلة أن النموذج الثابت هو الأفضل، وعليه سيتم تقدير النموذج المناسب.

ثانياً: تقدير النموذج المناسب:

بعد المفاضلة بين النماذج قمنا بتقدير النموذج الأفضل وهو نموذج التأثيرات الفردية الثابتة بطريقة المربعات الصغرى وباستخدام برنامج EViews9 كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (2-7): تقدير نموذج تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: VA_FIRM
Method: Panel Least Squares
Date: 05/11/25 Time: 19:20
Sample: 2017 2024
Periods included: 8
Cross-sections included: 20
Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.178607	0.132286	8.909551	0.0000
CEODUAL	-0.068456	0.151917	-0.450616	0.6530
CEOTENURE	0.005787	0.006496	0.890897	0.3746
MANGOWN	-0.714621	0.160855	-4.442656	0.0000
BIND	0.066517	0.201750	0.329698	0.7421
ROA	1.860109	0.442179	4.206692	0.0000
LEV	0.439965	0.416677	1.055890	0.2929

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.794263	Mean dependent var	1.065431
Adjusted R-squared	0.755879	S.D. dependent var	0.463751
S.E. of regression	0.229133	Akaike info criterion	0.038639
Sum squared resid	7.035267	Schwarz criterion	0.538355
Log likelihood	22.90888	Hannan-Quinn criter.	0.241556
F-statistic	20.69264	Durbin-Watson stat	1.409102
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: مخرجات برنامج EViews9

وتعطي معادلة النموذج من خلال الجدول رقم (7-2) كالتالي:

$$VA_FIRM = 1.178607 - 0.068456 CEODUAL + 0.0055787 CEOTENURE - 0.714621 MANGOWN + 0.066517 BIND + 1.860109 ROA + 0.439965 LEV + \varepsilon it$$

ثالثا : الاختبارات الإحصائية:

أ - معنوية المعالم :

من خلال الجدول (7.2) نلاحظ أن المعامل الثابت C معنوي إحصائيا لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت (Prob) والتي تساوي $(0.05 > 0.000)$ ما يدل على أنه إذا انعدمت المتغيرات المستقلة فإن قيمة المؤسسة VA_FIRM تساوي 1.178607 وحدة في الشركات محل الدراسة..

من خلال الجدول نلاحظ بالنسبة لمعالم المتغيرات المستقلة انه:

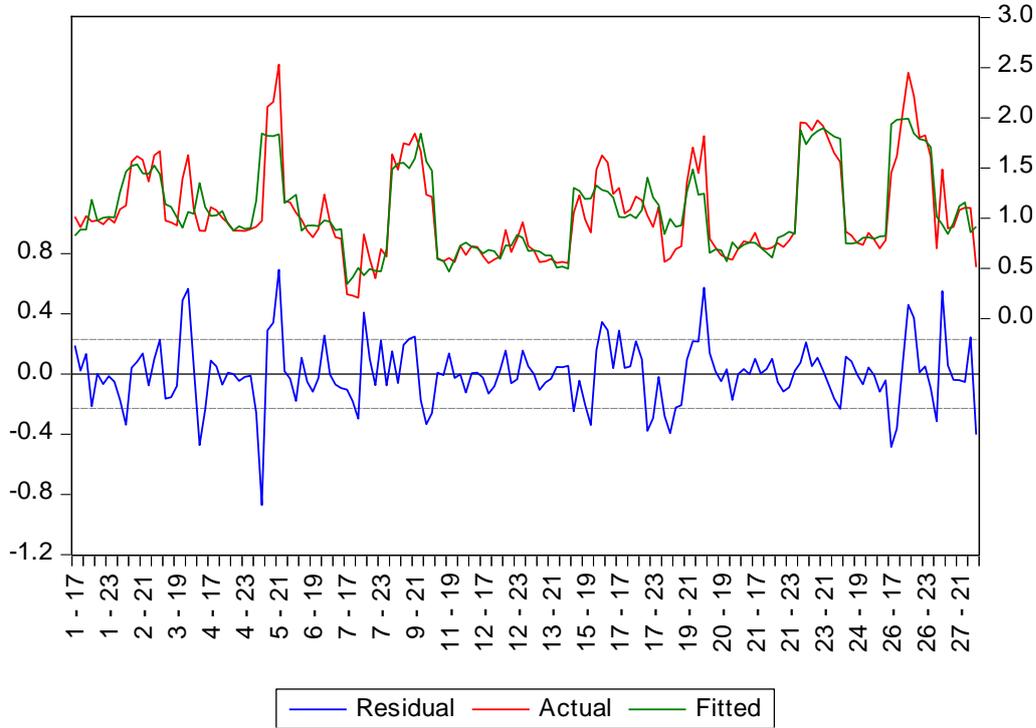
- كلما كانت هناك إزدواجية دور المدير التنفيذي CEODUAL كلما تنخفض قيمة المؤسسة Va_firm بـ 0.068456 وهذا الأثر غير معنوي إحصائيا لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت (Prob) تساوي $0.05 < 0.6530$.
- كلما تزيد مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه CEOTENURE بوحدة واحدة ترتفع قيمة المؤسسة Va_firm بـ 0.005787، وهذا الأثر غير معنوي إحصائيا لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت (Prob) تساوي $0.3746 < 0.05$.
- كلما تزيد نسبة الملكية الإدارية MANGOWN بوحدة واحدة تنخفض قيمة المؤسسة Va_firm بـ 0.714621 ، وهذا الأثر معنوي إحصائيا لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت (Prob) تساوي $0.05 > 0.000$.
- كلما تزيد نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين BIND بوحدة واحدة ترتفع قيمة المؤسسة Va_firm بـ 0.066517، وهذا الأثر غير معنوي إحصائيا لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت (Prob) تساوي $0.05 < 0.7421$.
- كلما يزيد معدل العائد على الأصول ROA بوحدة واحدة ترتفع قيمة المؤسسة Va_firm بـ 1.860109، وهذا الأثر معنوي إحصائيا لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت (Prob) تساوي $0.05 > 0.00000$.
- كلما يزيد معدل الرفع المالي LEV بوحدة واحدة ترتفع نسبة قيمة المؤسسة Va_firm بـ 0.439965، وهذا الأثر غير معنوي إحصائيا لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت (Prob) تساوي $0.05 < 0.2929$.

ب- معنوية النموذج فيشر و R^2 :

يظهر الجدول رقم (7.2) أن قيمة معامل التحديد R^2 مرتفعة نسبيا حيث أن التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر 79.43% من التغيرات الإجمالية للمتغير التابع مقاسا بقيمة المؤسسة VA_FIRM، ومعامل التحديد معنوي إحصائيا لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية FISHER تساوي 0.000 أقل من 0.05، إذن النموذج معنوي إحصائيا.

رابعاً: الاختبارات القياسية

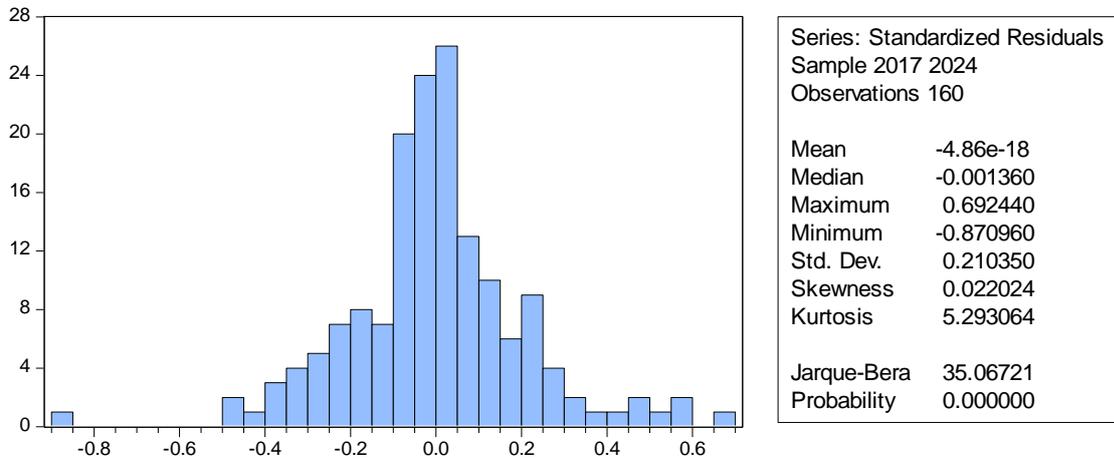
الشكل رقم (1-2) : القيم الفعلية والمقدرة للشركات محل الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الشكل (1-2) نلاحظ أن السلسلة المقدرة (Fitted) تقترب من السلسلة الفعلية (Actual) للمتغير قيمة المؤسسة Va_firm، ونلاحظ كذلك أن أخطاء التقدير تحوم حول متوسط صفري بتباين ثابت نسبياً.

الشكل (2.2): اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال الشكل يظهر أن بواقي التقدير، توزيعها حول متوسطها معتدل، ومن خلال القيمة الاحتمالية لإحصائية جاك بيرا تساوي $0.000000 < 0.05$ هذا يعني أن التوزيع غير طبيعي، لكن هذه النتيجة لا تؤثر على الاستدلال الإحصائي اعتماداً على نظرية النزعة المركزية باعتبار أن عينة الدراسة كبيرة (160 مشاهدة).

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

سنحاول في هذا المطلب تحليل نتائج الدراسة المتمثلة في أثر آليات التحسين الإداري (إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، مدة بقاء المدير التنفيذي، عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، الملكية الإدارية) على قيمة الشركات محل الدراسة وإتمام الدراسة تم افتراض أربع فرضيات تعالج هذه الفرضيات أثر آليات التحسين الإداري على قيمة المؤسسة، أين تم اعتماد على تحليل الانحدار المتعدد باستخدام نماذج بيانات بانل. وإنتلاقاً من معامل التحديد يتضح أن التغير في قيمة المؤسسة VA_FIRM الناتج عن التغير في المتغيرات المستقلة المعتمدة بنسبة 79.43% وهي نسبة مرتفعة.

ولإختبار الفرضية الأولى : "نفترض وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركات محل الدراسة".

أشارت النتائج المتحصل عليها من خلال النموذج المقدر إلى وجود علاقة عكسية بين متغير ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركة، أي أنه كلما كانت هناك ازدواجية دور المدير التنفيذي $CEODUAL$ ب تنخفض قيمة الشركات محل الدراسة ب ب 0.068456 ، وتلك العلاقة ليس لها دلالة إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت تساوي $0.6530 < 0.05$ ، هذا يعني أن الجمع بين منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة في شخص ليس له أي تأثير على قيمة الشركة. وقد جاءت نتيجة هذه الدراسة عكس نتائج الدراسات السابقة التي خلصت إلى أن تركيز السلطة في يد شخص واحد قد يؤدي إلى تقليل فعالية الرقابة والمراقبة على أداء الشركة، مما ينعكس سلباً على نتائجها المالية وقيمة الشركة. وبناءً على ذلك، تدعم تلك الدراسات فكرة أن توزيع السلطة بشكل متوازن بين الأدوار القيادية يساهم في تحسين الشفافية والرقابة، وبالتالي يؤدي إلى تعزيز قيمة الشركة. وعليه نرفض الفرضية الأولى التي تنص على: "وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركات محل الدراسة".

ولإختبار الفرضية الثانية : "نفترض وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة الشركات محل الدراسة"

أشارت النتائج المتحصل عليها من خلال النموذج المقدر إلى وجود علاقة طردية بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة الشركات محل الدراسة، أي أنه كلما تزيد مدة البقاء $CEOTENURE$ بوحدة واحدة ترتفع قيمة الشركة VA_FIRM ب 0.005787 ، وتلك العلاقة ليس لها دلالة إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت تساوي $0.3746 < 0.05$ ، هذه النتيجة تعني أن مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه لا تؤثر بشكل كبير على قيمة الشركة في العينة المدروسة. من الممكن أن تكون هناك عوامل أخرى أكثر تأثيراً على قيمة الشركة، مثل الاستراتيجيات المتبعة أو الظروف الاقتصادية، والتي قد تفسر عدم

وجود تأثير ملحوظ لمدة بقاء المدير التنفيذي، وعليه نرفض الفرضية الثانية التي تنص على: "وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة الشركات محل الدراسة".

ولإختبار الفرضية الثالثة : "نفترض وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الادارية وقيمة الشركات محل الدراسة.

أشارت النتائج المتحصل عليها من خلال النموذج المقدر إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية قيمة الشركة، أي أنه كلما تزيد نسبة الملكية الإدارية MANGOWN بوحدة واحدة تنخفض قيمة الشركة VA_FIRM بـ 0.714621 ، وتلك العلاقة لها دلالة إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت تساوي $0.05 > 0.000$ ، هذه النتيجة تدعم الفكرة القائلة بأن المديرين الذين يمتلكون حصصاً كبيرة في أسهم الشركة يزيد لديهم السلوك الانتهازي لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب باقي المساهمين، مما ينعكس سلباً على قيمة الشركة، وعليه نقبل الفرضية الثالثة التي تنص على: "وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية وقيمة الشركات محل الدراسة "

ولإختبار الفرضية الرابعة " نفترض وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الادارة وقيمة الشركات محل الدراسة "

أشارت النتائج المتحصل عليها من خلال النموذج المقدر إلى وجود علاقة طردية بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركات محل الدراسة، أي أنه كلما تزيد نسبة استقلالية مجلس الإدارة BIND بوحدة واحدة ترتفع قيمة المؤسسة VA_FIRM بـ 0.066517 ، وتلك العلاقة ليس لها دلالة إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت تساوي $0.05 < 0.7421$ هذه النتيجة تعني أن استقلالية مجلس الادارة لا تؤثر بشكل كبير على قيمة الشركة في العينة المدروسة، وهو ما يفسر بغياب الدور الرقابي لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين على السلوك الانتهازي للمديرين في تحقيق مصالحهم على حساب مصالح باقي المساهمين وعليه نرفض الفرضية الرابعة التي تنص على: "وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية العلاقة بين الاستقلالية مجلس الادارة وقيمة الشركات محل الدراسة "

كما كشف نتائج الدراسة القياسية عن عوامل أخرى مؤثرة على قيمة المؤسسة VA_FIRM في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن، والمتمثلة في المتغيرات الضابطة التي تم ادراجها في النموذج :

● بالنسبة للمتغير نسبة العائد على الأصول ROA:

كشفت الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد على الأصول ROA وقيمة الشركات محل الدراسة VA_FIRM، يفسر ذلك أن الشركات ذات العوائد المرتفعة على الأصول تكون أكثر جذباً للمستثمرين، مما يعزز من قيمتها السوقية. هذه العلاقة تبرز أهمية تحسين الكفاءة التشغيلية واستخدام الأصول بفعالية لتحقيق أهداف نمو الشركات وزيادة قيمتها.

- بالنسبة للمتغير معدل الرفع المالي LEV :

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي LEV وقيمة المؤسسة VA_FIRM ، يفسر ذلك تشير إلى أن الشركات التي تعتمد على الديون في تمويلها لا يؤدي ذلك إلى تحسين أدائها المالي، وبالتالي لا يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة في السوق.

خلاصة الفصل :

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة عن فرضيات الدراسة من خلال عرض وتوضيح لمنهجية الدراسة الميدانية، الخطوات المتبعة، المصادر المستخدمة لجمع بيانات الدراسة، الدراسة الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة، وفي الأخير تقدير النماذج القياسية لتفسير العلاقة بين آليات التحصين الإداري وقيمة المؤسسة، وقد تم استخدام كل من برنامج Excel وبرنامج Eviews لتحديد نماذج بيانات بانل Panel data من أجل دراسة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة للدراسة الحالية ويمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها كما يلي:

- ❖ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن.
- ❖ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية العلاقة بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن.
- ❖ وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن.
- ❖ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المتمثلة في معرفة مدى تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة، من خلال تقسيم الدراسة إلى فصلين بحيث تمحور الفصل الأول حول المفاهيم النظرية لمتغيرات الدراسة والأبحاث السابقة، وأما الفصل الثاني فتمحور حول الجانب التطبيقي حيث حاولنا تطبيق دراستنا على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة (2017-2024).

وسنعرض فيما يلي أهم النتائج التي تسنى لنا الوصول إليها، واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة.

أولاً: النتائج النظرية

يمكن تلخيص أهم النتائج المتعلقة بالجانب النظري كما يلي:

- التحصين الإداري "Managerial Entrenchment" ظاهرة يمكن فهمها على أنها قوة إدارية يكتسبها المديرين التنفيذيين لتقليص أو مصادرة نفوذ أصحاب الثروة.
- طرحت نظريتان على طريقتين نقض بشأن تفسير تأثير التحصين الإداري وبيان مضامينه على أداء وقيمة المؤسسة هما: نظرية الوكالة ونظرية الإشراف.
- يعد تعظيم القيمة للمؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وذلك لتحقيق استمراريته.

ثانياً: إختبار الفرضيات

لقد قامت دراستنا على أربع فرضيات:

أ-الفرضية الأولى : " نفترض وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024".

كشفت النتائج عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وقيمة الشركات عينة الدراسة. هذا يعني أن الجمع بين منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة في شخص واحد لا يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة، تدعم هذه النتيجة فكرة أن توزيع السلطة بشكل متوازن بين الأدوار القيادية يساهم في تحسين الشفافية والرقابة، وبالتالي يؤدي إلى تعزيز قيمة المؤسسة. وعليه نرفض الفرضية الأولى.

ب-الفرضية الثانية : " نفترض وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024"

كشفت النتائج عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مدة بقاء المدير التنفيذي وقيمة الشركات عينة الدراسة. هذه النتيجة تعني أن مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه لا تؤثر على قيمة الشركة في العينة المدروسة. وهو ما يشير أن خبرة وأقدمية المدير التنفيذي في الإدارة لا تؤدي إلى رفع قيمة الشركات عينة الدراسة، وعليه نرفض الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة : " نفترض وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الادارية وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024.

كشفت النتائج عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية وقيمة الشركات عينة الدراسة. هذه النتيجة تدعم الفكرة القائلة بأن المديرين الذين يمتلكون حصصاً كبيرة في أسهم الشركة يكون لديهم سلوك انتهازي أكثر لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح الملاك وهو ما يؤثر سلباً على الأداء المالي للشركات وبالتالي انخفاض قيمة الشركات، وعليه نقبل الفرضية الثالثة.

د- الفرضية الرابعة : " نفترض وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الادارة وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الأردن خلال الفترة 2017-2024"

كشفت النتائج عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركات عينة الدراسة. هذه النتيجة تعني أن استقلالية مجلس الادارة لا تؤثر على قيمة المؤسسة في العينة المدروسة، وهو ما يشير إلى غياب الدور الرقابي للأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة على سلوك المديرين، وعليه نرفض الفرضية الرابعة.

ثالثاً : التوصيات

- بعد كل ما جاء في الدراسة والنتائج المتوصل إليها في أثر آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة انتهت الدراسة بمجموعة من التوصيات أهمها:
- إجراء المزيد من البحوث بنفس المتغيرات محل الدراسة في بيئات اقتصادية أخرى وعلى قطاعات أخرى للتحقق من ثبات النتائج المتوصل إليها.
 - ضرورة اهتمام الشركات بتحديد المستوى الملائم لقيمة المؤسسة من خلال الوقوف على أهم العوامل المؤثرة على مستوى قيمة المؤسسة ومنها آليات التحصين الإداري، وكذلك من خلال الموازنة بين منافع وتكاليف قيمة المؤسسة بما يساعد على ترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية.
 - عدم تشجيع أعضاء مجلس الإدارة على امتلاك نسب كبيرة من الأسهم لما يحققه ذلك من الحد من السلوك الانتهازي للمديرين واستغلالهم للسيولة المحتفظ بها.

رابعاً: أفاق الدراسة

- إن البحث في مجال آليات التحصين الإداري على قيمة المؤسسة لا يزال واسعاً، لذا نرى أن هذا الموضوع يستحق التعمق والبحث فيه أكثر، ومن أجل فتح آفاق جديدة لبحوث أخرى تعالج نقاط لم نتطرق إليها نقترح بعض المواضيع الآتية:
- إعادة إجراء نفس الدراسة مع اختيار سوق مالي مغاير.
 - دراسة وتحليل محددات قيمة المؤسسة للشركات المدرجة في البورصة.

- إجراء المزيد من الدراسات فى القطاعات المالية مثل قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية بغرض التعرف على مدى الاختلاف بين تلك القطاعات حول أثر آليات التحصين الإداري على مستوى قيمة المؤسسة.

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

المذكرات والأطروحات:

1. إيمان عوض عبد المحسن جودة، أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة، رسالة ماجستير، غير منشورة، بجامعة المنصورة
2. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم السندات، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبوظبي، 2010
المطبوعات
3. بوسنة حمزة، الحوكمة المحاسبية للمؤسسات، مطبوعة محاضرات، جامعة أم البواقي، 2018

المجلات:

4. أسماء عبد الرحيم، دراسة الأثر التفاعلي بين آليات التحصين الإداري وإستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة، مجلة الأُسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد الثالث -المجلد الثالث-سبتمبر 2019.
5. محمد صابر حمودة السيد، وآخرون، الأثر التفاعلي بين تغطية المحللين الماليين وآليات التحصين الإداري، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، المجلد الخامس-العدد الأول- الجزء الثاني، يناير 2024
6. بدر عبد الله المطيري، أثر اليات التحصين الأداري على جودة قرار اختيار مراقب حسابات، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، المجلد العاشر - العدد السابع عشر - الجزء الثالث، يناير 2024
7. سيد سالم محمد أبوسالم، محمد فؤاد محمد علوان، تأثير اليات التحصين الإداري على قيمة الشركة، مجلة الفكر المحاسبي المجلد 22، العدد3، 2018
8. مسفر ناصر مسفر ناصر الحيان، أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الأحتفاظ بالنقدية دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، المجلد العاشر - العدد 18 - الجزء الأول، يونيو 2024
9. هاجر عبد الرحمن عبد الفتاح محمد، أثر العلاقة بين محددات التحصين الأداري وقابلية المعلومات المحاسبية للمقارنة على ممارسات التجنب الضريبي، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، المجلد الرابع، العدد الأول- الجزء الثاني، يناير 2023
10. إمام يوسف، آمال العقون، أثر قرار تمويل على قيمة المؤسسة، مجلة التنظيم والعمل، المجلد 12، العدد 4، 2023
11. ناهد سعد، وآخرون، تأثير آليات التحصين الأداري ومخاطر انخيار أسعار الأسهم على قيمة منشآت الأعمال، العدد د الأول، المجلد السادس، -يناير 2024،
12. طارق عبد العظيم أحمد، وآخرون، أثر عدم تماثل المعلومات على مستوى الأحتفاظ بالنقدية وانعكاساتها على قيمة الشركة، مجلة بنها للعلوم الإنسانية، الجزء ثالث، سنة 2024
13. وردة قريبي، سعيدة بورديمة، تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة، مجلة الأقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 05، العدد 02، 2022.

14. محمد صاحب محمد جواد الباججي، تأثير التحصين الإداري في استمرارية الشركة، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الكوفة، مجلد 20، العدد (3)، 2024
15. رباب حمدي جميل، عبد العزيز محسن الهجان، أثر التحصين الإداري على مخاطر انخيار أسعار الأسهم، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، العدد الأول مجلد السادس، يونيو 2024
16. طيبي حمزة، بجاوة محمد الأمين، دراسة تحليلية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 7 / العدد 1، 2023.
17. ريم محمد عبد المنعم، العلاقة بين التحصين الإداري وجودة الأرباح. دراسة اختبارية على شركات المساهمة المصرية، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، العدد 02، مجلد 03، يونيو 2021
18. يسرى محمد على خيرى، أثر التحصين الإداري على السلوك غير المتماثل للتكلفة في إطار نظرية الوكالة، كلية التجارة جامعة المنصورة

التظاهرات العلمية

مواقع الأنترنت :

32. خدمة google للمجلات والمذكرات

<https://asjp.cerist.dz/>

33. بورصة عمان : تاريخ التصفح 18-04 على الساعة 21:37.

<https://www.ase.com.jo/ar>

ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية:

1. Waseem, F., Shaukat, N., & Abbas, S. F. Impact of Managerial Entrenchment on Firm Performance. Journal of Entrepreneurship and Business Venturing, 3(1). 2023.
2. Bousetta, M.. Managerial Entrenchment and Firm Performance: Evidence from Moroccan Listed Companies. Central European Management Journal, 29(3), 2021.
3. Debnath, P., and others . CEO Duality and Firm Performance: An Empirical Study on Listed Companies from an Emerging Market. Corporate Governance and Organizational Behavior Review, 5(2), 2021



الملاحق

الملحق رقم (01) : شركات عينة الدراسة

الرمز	اسم الشركة	الرقم	الرمز	اسم الشركة	الرقم
JOPH	مناجم	13	DADI	دار الدواء	01
ASPMM	المواسير المعدنية	14	JVOI	الزيوت النباتية	02
RMCC	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	15	JPCC	الأردنية للتجهيز	03
NCCO	اسمنت الشمالية	16	PHIL	فيلاديفيا	04
ICAG	الصناعية التجارية الزراعية (الإنتاج)	17	NDAR	دار الغذاء	05
JOIR	الموارد الصناعية	18	HPIC	الحياة لصناعات الدوائية	06
SNRA	سنيورة للصناعات الغذائية	19	APOT	البوتاس	07
JOPI	الأردنية لصناعة الأنايب	20	ASAS	أساس الصناعات الخراسانية	08
			AQRM	القدس للصناعات الخراسانية	09
			JOWM	الاجواخ	10
			AALU	العربية لصناعة الألمنيوم	11
			UTOB	الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	12

الملاحق رقم (02) : نتائج تقدير أثر آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة .

(1) : النموذج الانحدار التجميعي :

Dependent Variable: VA_FIRM
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/11/25 Time: 19:06
 Sample: 2017 2024
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 20
 Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.758553	0.106607	7.115430	0.0000
CEODUAL	-0.323611	0.237351	-1.363424	0.1748
CEOTENURE	-0.002818	0.004823	-0.584265	0.5599
MANGOWN	0.192895	0.106747	1.807041	0.0727
BIND	-0.048169	0.160047	-0.300964	0.7639
ROA	3.584534	0.497293	7.208097	0.0000
LEV	1.235349	0.257270	4.801754	0.0000
R-squared	0.281474	Mean dependent var		1.065431
Adjusted R-squared	0.253297	S.D. dependent var		0.463751
S.E. of regression	0.400737	Akaike info criterion		1.051741
Sum squared resid	24.57028	Schwarz criterion		1.186280
Log likelihood	-77.13926	Hannan-Quinn criter.		1.106372
F-statistic	9.989322	Durbin-Watson stat		0.572009
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: VA_FIRM
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/11/25 Time: 19:14
 Sample: 2017 2024
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 20
 Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.178607	0.132286	8.909551	0.0000
CEODUAL	-0.068456	0.151917	-0.450616	0.6530
CEOTENURE	0.005787	0.006496	0.890897	0.3746
MANGOWN	-0.714621	0.160855	-4.442656	0.0000
BIND	0.066517	0.201750	0.329698	0.7421
ROA	1.860109	0.442179	4.206692	0.0000
LEV	0.439965	0.416677	1.055890	0.2929

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.794263	Mean dependent var	1.065431
Adjusted R-squared	0.755879	S.D. dependent var	0.463751
S.E. of regression	0.229133	Akaike info criterion	0.038639
Sum squared resid	7.035267	Schwarz criterion	0.538355
Log likelihood	22.90888	Hannan-Quinn criter.	0.241556
F-statistic	20.69264	Durbin-Watson stat	1.409102
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: VA_FIRM
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/11/25 Time: 19:17
 Sample: 2017 2024
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 20
 Total panel (balanced) observations: 160
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.075627	0.142822	7.531247	0.0000
CEODUAL	-0.103396	0.149820	-0.690133	0.4912
CEOTENURE	0.003445	0.005811	0.592786	0.5542
MANGOWN	-0.465964	0.140017	-3.327904	0.0011
BIND	0.002011	0.184074	0.010925	0.9913
ROA	2.096874	0.422321	4.965112	0.0000
LEV	0.712105	0.353827	2.012576	0.0459

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.357109	0.7084
Idiosyncratic random		0.229133	0.2916

Weighted Statistics			
R-squared	0.200276	Mean dependent var	0.235706
Adjusted R-squared	0.168914	S.D. dependent var	0.257179
S.E. of regression	0.234454	Sum squared resid	8.410232
F-statistic	6.385994	Durbin-Watson stat	1.199455
Prob(F-statistic)	0.000005		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.055081	Mean dependent var	1.065431
Sum squared resid	32.31186	Durbin-Watson stat	0.312198

الفهرس

الصفحة	العنوان
IV+III	الإهداء.....
V	الشكر.....
VI	الملخص.....
VII	قائمة المحتويات.....
VIII	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال.....
X	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
الفصل الأول : الأسس النظرية والتطبيقية لإدارة الأرباح وتكلفة رأس المال	
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: مفاهيم الأساسية لآليات التحصين الإداري وقيمة المؤسسة.....
03	المطلب الأول: ماهية التحصين الإداري.....
03	الفرع الأول: مفهوم ومراحل التحصين الإداري.....
03	أولاً: مفهوم التحصين الإداري.....
03	ثانياً: مراحل التحصين الإداري.....
05	الفرع الثاني: نظريات تفسر التحصين الإداري.....
06	الفرع الثالث: آليات التحصين الإداري.....
11	المطلب الثاني: ماهية قيمة المؤسسة (المنشأة).....
11	الفرع الأول: مفهوم وأهداف قياس قيمة المؤسسة.....
12	الفرع الثاني: أهمية قيمة المؤسسة لأصحاب المصالح.....
12	الفرع الثالث: ابعاد اشكال أنماط المؤسسة.....
16	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة -
16	المطلب الأول: الدراسة باللغة العربية.....
17	المطلب الثاني: الدراسة باللغة الأجنبية.....
19	المطلب الثالث: موقع الدراسة الحالية ضمن الدراسات السابقة.....
20	خلاصة الفصل.....
الفصل الثاني : الدراسة القياسية لتأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان	
22	تمهيد.....

23	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
32	المطلب الأول: الطريقة المنهجية المتبعة.....
23	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة.....
23	أولا: مجتمع الدراسة.....
24	ثانيا: عينة الدراسة.....
25	ثالثا: حدود الدراسة.....
25	الفرع الثاني: متغيرات الدراسة.....
25	الفرع الثالث: طريقة جمع البيانات.....
25	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة.....
25	الفرع الأول: الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة.....
26	أولا: تعريف بيانات بانل.....
26	ثانيا : إختبارات التحديد (أساليب اختيار النموذج الملائم للبيانات الطولية).....
27	الفرع الثاني : النماذج الإحصائية المعتمد عليها في قياس متغيرات الدراسة.....
27	أولا : النموذج الإحصائي المعتمد في قياس المتغير المستقل (إدارة الأرباح).....
29	ثانيا : النموذج الإحصائي المعتمد في قياس المتغير التابع (تكلفة رأس المال).....
30	الفرع الثالث : صياغة نموذج الدراسة.....
31	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.....
31	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة.....
31	الفرع الأول : تقدير مدى ممارسة الشركات لإدارة الأرباح.....
31	الفرع الثاني :نتائج إختبار تجانس البياناتHsiao.....
32	الفرع الثالث : نتائج إختبارات المفاضلة بين نماذج بانل.....
33	الفرع الرابع : نتائج تقدير النموذج الملائم (تصحيح النموذج).....
35	أولا: دراسة معنوية النموذج.....

الفهرس

36	ثانيا: التوزيع الطبيعي.....
37	المطلب الثاني : تحليل النتائج المتوصل إليها و مناقشتها.....
37	الفرع الأول :تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج.....
37	الفرع الثاني : تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية.....
39	خلاصة الفصل.....
40	الخاتمة.....
45	المصادر والمراجع.....
49	الملاحق.....
70	الفهرس.....