



التأثيرات المباشرة والوسيطّة بين قوة المدير التنفيذي الأول،
كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة
"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

إعداد

د. سعد السيد حسن الشتري

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

sdsetry@gmail.com

د. أحمد محمد زاهر محمد إبراهيم

مدرس المحاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

dramzacc@gmail.com

مريم حسن ربيع حسن

المعيدة بقسم المحاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

mh2022611@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الخامس والأربعين - العدد الثاني أبريل 2023

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>

التأثيرات المباشرة والوسيطه بين قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، و قيمة الشركة

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

ملخص (Abstract)

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت قوة المدير التنفيذي الأول تؤثر على قيمة الشركة بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية، وما إذا كانت العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة تتأثر بكفاءة الاستثمار. لذلك، تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة عن الأسئلة الآتية: (1) ما هو التأثير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة؟ (2) ما هو التأثير غير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول (عن طريق: كفاءة الاستثمار) على قيمة الشركة في الشركات المساهمة المصرية؟ (3) هل تتأثر العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة بمستوى كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة المصرية؟ ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة، قد اعتمدت الدراسة على نسبة توبين كيو (Tobin's Q)، والقيمة السوقية لحقوق الملكية (Market Capitalization) لقياس قيمة الشركة. كما اعتمدت الدراسة في قياس كفاءة الاستثمار على استخدام نموذج (Biddle et al., 2009). تختبر الدراسة الفرضيات لعينة مكونة من 117 شركة مساهمة مقيدة بالبورصة المصرية خلال الأعوام من عام 2017 حتى عام 2021. وباستخدام طريقة (Path Analysis) لتحليل المسار، توصلت الدراسة إلى: (1) وجود علاقة سالبة ودالة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة. (2) عدم وجود علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار. (3) وجود علاقة دالة وموجبة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة. وتتمثل نتيجة الدراسة المهمة في عدم وجود تأثيرات وسيطة، حيث إن كفاءة الاستثمار لا تنطوي على تأثير ذي دلالة على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة.

المصطلحات الأساسية: قيمة الشركة Firm Value، القيمة السوقية Market Capitalization، قوة المدير التنفيذي الأول CEO Power، كفاءة الاستثمار Investment Efficiency.

مشكلة البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي من الشركة في تعظيم ثروة المساهمين والتي يتحقق من خلال تعظيم قيمتها، والتي تنعكس في أسعار الأسهم، فالشركات ذات أسعار أسهم مرتفعة تكون قيمتها مرتفعة (Martini, 2014)، وأن أى أهداف أخرى للشركة لا تختلف عن هدف تعظيم قيمتها. وقيمة الشركة لها أهمية لكافة أصحاب المصالح، حيث تعتبر مهمة للإدارة كونها مؤشر على كفاءتها في إدارة شؤون الشركة (Andreou et al., 2013)، وتعتبر مهمة للمستثمرين فكلما ارتفعت قيمة الشركة زادت ثروة ملاكها (عوض، 2015)، وتعتبر ضرورية للمقرضين حيث تؤثر قيمة الشركة على قرارات منح الائتمان ومراقبة قدرة المقترض على السداد وتقدير مخاطر تعرضه للإفلاس (Balakrishnan et al., 2015).

ونتيجة لانفصال الملكية عن الإدارة فإن الشركات يتم تحديد استراتيجياتها السوقية والتنافسية من قبل مدراءها (المدير التنفيذي الأول)، ويعرف دليل الحوكمة المصرى الصادر فى يوليه 2016 (الإصدار الثالث) المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذى ينتدبه المجلس ليقوم بالإدارة الفعلية ويحتل أعلى الهرم التنفيذي بالشركة، ويحدد المجلس اختصاصاته ومكافآته" (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2016) (فقرة 8/1).

يختلف سلوك المديرين التنفيذيين في عملية إتخاذ القرار بإختلاف مهاراتهم وخبراتهم وقدراتهم وسمعتهم والتي تمكنهم كمتخذى قرار من توقع معظم الأحداث المستقبلية، والمفاضلة بين البدائل المتاحة (Gang, 2019; Park et al., 2016). علاوة على ذلك، قد تناولت العديد من الأدبيات المحاسبية تأثير الجوانب السلوكية على فعالية العديد من القرارات، وأوضحت تأثير التحيزات الإدراكية والنفسية على صياغة المديرين التنفيذيين لإستراتيجيات الشركات وسياساتها المختلفة، وتعتبر قوة المدير التنفيذي الأول واحدة من التحيزات السلوكية الأكثر انتشاراً فى مجال إتخاذ القرارات. حيث تختلف قوة المدير التنفيذي الأول عن مفاهيم، مثل: (كاريزما المدير التنفيذي الأول، نرجسية المدير التنفيذي الأول، غطرسة المدير التنفيذي الأول) فهذه المفاهيم تميز المدير التنفيذي الأول كفرد، أما قوة المدير التنفيذي الأول فتصف علاقة القوة بينه وبين باقي المديرين التنفيذيين الآخرين في الشركة (Tang et al., 2011).

و عرف (Rahim, 1989: P. 545) قوة المدير التنفيذي الأول بأنها: "قدرة أحد الأطراف على تغيير أو التحكم في سلوك واتجاهات وآراء وأهداف واحتياجات وقيم طرف آخر". ومن ثم، فإن المدير التنفيذي الأول (CEO) يعكس قدرته للحصول على إمتثال باقي المديرين التنفيذيين الآخرين في الشركة لقراراته وأوامره أو توجيهاته.

ووفقاً للعديد من الدراسات (Finkelstein, 1992; Al Mamun et al., 2020; Shahab et al., 2019; Harper et al., 2020; Haynes et al., 2019) يستمد المدير التنفيذي الأول قوته من أربعة مصادر، أولاً القوة المستمدة من المركز الوظيفي بالشركة تنشأ هذه القوة من امتلاك المدير التنفيذي منصباً رسمياً يكون له الحق في إدارة ورقابة الأنشطة التنظيمية، وبالتالي يعتبر هذا النوع هو الأكثر انتشاراً من القوة، والذي يعتمد على الهيكل التنظيمي الرسمي والسلطة الهرمية، ثانياً القوة المستمدة من الملكية تنشأ القوة من تركيز الملكية في يد المدير التنفيذي الأول، وهو ما يؤدي لزيادة تأثيره على أصحاب المصالح وتعطي له سلطة رقابية أعلى، وبالتالي تتحقق القوة للمديرين التنفيذيين بصفتهم وكلاء يتصرفون نيابة عن ولمصلحة المساهمين وبالتالي فإن قوة منصب المدير في علاقة الوكالة تحدد قوة الملكية. إذا فإن المديرين التنفيذيين الذين يمتلكون قوة الملكية سيكون لهم الحق في السيطرة على مجالس الإدارة، ثالثاً: القوة المستمدة من الخبرة حيث يتمكن المدير التنفيذي الأول ذو الخبرة من التعامل مع الحالات الطارئة وغير المتوقعة في بيئة العمل بشكل أكثر فعالية، رابعاً: القوة المستمدة من المكانة الشخصية تعد المكانة الشخصية مصدراً مهماً للقوة حيث تعزز من سمعة المديرين داخل البيئة المؤسسية و بين أصحاب المصالح على تصورات الآخرين لتأثيرهم.

ونظراً للاهتمام المتزايد الذي إكتسبه مفهوم قوة المدير التنفيذي الأول على مدار السنوات السابقة، نتيجة لمضامينه المهمة لحوكمة الشركات، وتناولت أدبيات المحاسبة نظريتان على طرفي نقيض بشأن تفسير تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة، وهما: نظرية الوكالة، ونظرية الإشراف.

وفقاً لنظرية الوكالة، إن المديرين التنفيذيين يتوافر لديهم الرغبة والاستعداد للتحرك، ولو جزئياً، من رقابة الأصيل من أجل تعظيم منفعتهم الذاتية على حساب المساهمين الخارجيين (Pigé, 1998).

ومن ثم، فإن قوة المدير التنفيذي الأول قد تكون ضد مصالح المساهمين وفعالية المنظمات وبالتالي تؤثر بالسلب على قيمة الشركة في الأجل الطويل (Jensen, 1993).

وعلى النقيض من ذلك، تفترض نظرية الإشراف أنه ليس هناك تعارض في مصالح بين الوكيل والأصيل (Donaldson, 1990)، كما تفترض هذه النظرية عدم وجود مشكلة متأصلة في حوافز أو دوافع المديرين التنفيذيين للشركات (Donaldson, 2008)، ففي ظل هذه النظرية فإن المدير التنفيذي الأول يؤدي عمله بشكل جيد، ليصبح وكيلاً جيداً لقيمة الشركة وذلك بعيداً عن أن يكون المدير التنفيذي الأول مهملاً وانتهازياً (Donaldson and Davis, 1991).

كما تركز نظرية الإشراف على دور ومهام المدير التنفيذي الأول وليس على دوافعه، والهيكل التي تمنحه سلطات ضخمة. لذا، تنظر نظرية الإشراف إلى أن دمج مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول تقوي من الفعالية والإنتاجية، ولذلك ستتحقق عوائد مجزية للمساهمين عنه في حالة الفصل بين المنصبيين (Donaldson and Davis, 1991).

وتشير نظرية الإشراف إلى أن منح المديرين التنفيذيين الحكم الذاتي المبني على الثقة يسهم في تخفيض تكاليف مراقبة سلوك هذا المديرين، الأمر الذي سيساعد مباشرة في ربط مصالح هؤلاء المديرين حيث أن تحقيق النجاح التنظيمي سيلبي أيضاً احتياجات المديرين التنفيذيين للشركة، الأمر الذي سيساعد تلقائياً في ربط مصالح المديرين كوكلاء على أصول الشركة مع مصالح موكلهم والتي تسهم في تحسين قيمة الشركة في الأجل الطويل (Bathula, 2008).

من هذا المنطق، يرى (Charreaux and Desbrieres, 1998) أنه ليس من الضروري أن ينظر إلى قوة المدير التنفيذي الأول على أنه ضد مصالح المساهمين، حيث يمكن لقوة المدير التنفيذي أن تكون مفيدة إذا كانت قادرة على خلق قيمة للشركة، مما ينعكس بالإيجاب على مساهميتها (Donaldson, 1990).

وقد أكدت بعض الدراسات وجود علاقة موجبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة (Rahimi and Forughi, 2019; Chiu et al., 2019; Sheikh, 2018; koo, 2015Hamidlal) (and Harymawan, 2021)، والبعض الآخر وجود علاقة سالبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة (Han et al., 2016). لذلك يمكن القول بأن قوة المدير التنفيذي الأول سلاح ذو حدين، بحيث

يساهم في تحسين قيمة الشركة من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن زيادة قوته قد تؤدي إلى اتخاذ قرارات في غير صالح الشركة (Wu et al., 2011; Johnson and Yi, 2014; Petrou and Procopiou, 2016; Tuwey and Tarus, 2016). وتسعى هذه الدراسة إلى تفسير العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة وذلك من خلال المتغير الوسيط وهو كفاءة الاستثمار.

تمثل عملية الاستثمار التي تقوم بها الشركات موضع اهتمام المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين، وتعد مصدراً أساسياً في نمو الشركات وبقائها وتطورها وفي خلق القيمة، وتسهم في اكتساب فرص أكبر في السوق، مما تؤدي إلى زيادة القدرة التنافسية لتلك الشركات. ولكن من الضروري أيضاً توفير رأس مال بتكلفة منخفضة للاستثمار عند ظهور فرصة جيدة (Nor et al., 2017).

تعني كفاءة الإستثمار أن يكون هناك تخصيص أمثل لموارد الشركة، حيث يجب أن تستثمر الشركة في المشروعات الإستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة في حين يتم رفض المشروعات الإستثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة (Chen et al., 2011)، وبالتالي تتحقق كفاءة الاستثمار عند تساوي حجم الإستثمار الفعلي مع حجم الإستثمار المتوقع وذلك في ضوء فرص النمو المتاحة للشركة، وعادة ما يكون هناك عجز إستثمار (Under investment) أو فرط إستثمار (Over investment) وهو ما يشير إلي عدم كفاءة القرارات الإستثمارية مما يؤثر علي قيمة الشركة (بلال، 2020).

وقد اهتمت مجموعة من الدراسات والأدبيات المحاسبية بدراسة المحددات التي تتوقف عليها كفاءة الاستثمار، وقد أشارت هذه الدراسات (بلال، 2020، فودة، 2019؛ Biddle et al., 2009; Verdi, 2006; Abd Elhamed, 2018) إلى أن من أهم هذه المحددات: توفير رأس المال ومصادر التمويل اللازمة لتنفيذ المشروعات الاستثمارية، جودة التقارير المالية وما تحتويه من معلومات، وخصائص ومهارات الإدارة في إختيار المشروعات الاستثمارية التي تحقق المستوى الأمثل للاستثمار، التحفظ المحاسبي، والدور الرقابي من خلال تفعيل حوكمة الشركات لتخفيض الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات ومشكلات الوكالة.

ونظراً لوجود أدلة اختبارية بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة وكفاءة الإستثمار، فإنه يمكن دراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة واختبارها من ناحية، ودراسة أثر كفاءة الإستثمار علي تلك العلاقة واختبارها من ناحية أخرى. لذلك تعتمد هذه الدراسة علي ثلاث مسارات

لتفسير التأثيرات المباشرة والوسيطه بين قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة. المسار الأول: يستند إلي دراسات تختبر العلاقة المباشرة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، حيث يتم: اختبار نظرية الوكالة ونظرية الإشراف في البيئة المصرية. المسار الثاني: يعتمد على دراسات توفر دليل عن العلاقات بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الإستثمار. المسار الثالث: يعتمد على دراسات توفر دليل عن العلاقة بين كفاءة الإستثمار وقيمة الشركة.

ومما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال طرح التساؤلات التالية:

- ما هو التأثير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة في الشركات المساهمة المصرية؟
- ما هو التأثير غير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول (عن طريق: كفاءة الاستثمار) على قيمة الشركة في الشركات المساهمة المصرية؟

وينبثق عن هذا التساؤل التساولين الفرعيين التاليين:

- ما هو التأثير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار؟
- ما هو التأثير المباشر لكفاءة الاستثمار على قيمة الشركة؟
- هل تتأثر العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة بكفاءة الإستثمار في الشركات المساهمة المصرية؟

هدف البحث:

- في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الرئيسي في دراسة واختبار التأثير المباشر وغير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة، وينبثق عن ذلك عدة أهداف فرعية هي:
- 1- دراسة التأثيرات المباشرة لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة واختبارها في الشركات المساهمة المصرية.
 - 2- دراسة التأثيرات غير المباشرة لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة واختبارها في الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال دراسة واختبار التأثير الوسيط لكفاءة الاستثمار على تلك العلاقة، ويتطلب ذلك:

- أ- دراسة واختبار التأثير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار.
- ب- دراسة واختبار التأثير المباشر لكفاءة الاستثمار على قيمة الشركة.
- 3- اختبار التأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة في الشركات المساهمة المصرية.

أهمية البحث:

ترجع أهمية البحث إلى عدة اعتبارات، من أهمها ما يلي:

1. تسهم الدراسة الحالية في اختبار القوة التفسيرية لكل من نظرية الوكالة ونظرية الإشراف بشأن ما قدمته من تحليلات متناقضة لدوافع وسلوك المديرين التنفيذيين، وذلك من خلال ما تمثله نتائج الدراسة الحالية من أدلة إمبريقية تدعم توقعات أى من هاتين النظريتين بشأن التأثيرات المحتملة لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة.
2. تسهم الدراسة الحالية في معالجة القصور الذي توصلت إليها الدراسات السابقة التي اختبرت العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة نتيجة تجاهل احتمال تأثير تلك العلاقة بمتغير ثالث وهو كفاءة الاستثمار، وذلك من خلال إجراء دراسة منهجية تراعى تأثير هذا المتغير عند اختبار تلك العلاقة.
3. ندرة الدراسات العربية والأجنبية التي اهتمت بدراسة التأثير الذي يمكن أن تمارسه كفاءة الاستثمار على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة خاصة في البيئة المصرية، ولعل هذا الأمر هو ما يميز الدراسة الحالية عن بقية الدراسات السابقة.
4. تمثل الدراسة الحالية مساهمة في الأدبيات المتعلقة بمفهوم قوة المدير التنفيذي الأول، حيث أنه على الرغم من أن مفهوم قوة المدير التنفيذي الأول ينتمي إلى حوكمة الشركات، إلا أن هذا المفهوم تم التعرض إليه بشكل محدود من قبل الأدبيات السابقة.

حدود البحث:

يقتصر هذا البحث على دراسة التأثيرات المباشرة والوسيطية بين قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة للشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية

والتي تنتمي لقطاعات إقتصادية مختلفة، وذلك بعد إستبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية نظراً لإختلاف طبيعة عملها وتقاريرها المالية عن الشركات غير المالية، وذلك خلال الفترة من عام 2017م إلى عام 2021م.

خطة البحث:

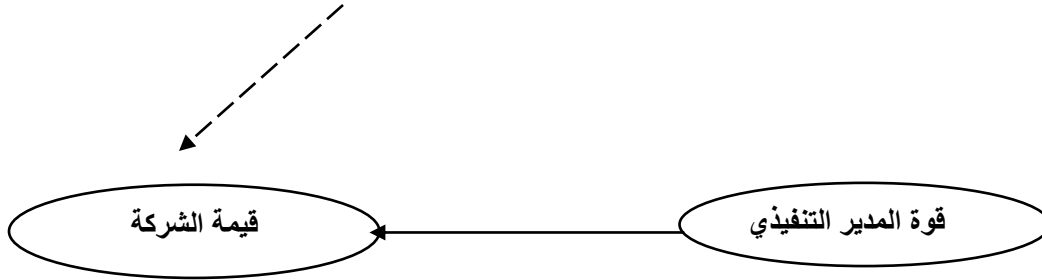
في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه، تسير خطة البحث على النحو الآتى:

- القسم الأول: المسار المباشر للعلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة.
- القسم الثاني: المسار غير المباشر بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار.
- أ- المسار العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار.
- ب- المسار العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.
- القسم الثالث: الدراسات السابقة
- القسم الرابع: تصميم البحث
- القسم الخامس: تحليل النتائج
- القسم السادس: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

القسم الأول: المسار المباشر للعلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة

هناك ثلاثة مسارات للبحث تأخذ في الاعتبار العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار، والعلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة، وذلك على التوالي في القسمين الأول والثاني من البحث. ويمكن توضيح الهيكل الأساسي من خلال خريطة المسار، حيث يتم تمثيل العلاقات من خلال أسهم للمسارات (انظر شكل رقم 1).

كفاءة الإستثمار



شكل رقم (1): مسار العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة

- العلاقة المباشرة بين قوة المدير التنفيذي وقيمة الشركة ←
- العلاقة غير المباشرة بين قوة المدير التنفيذي (عن طريق: كفاءة الإستثمار) وقيمة الشركة ←---

تناولت الدراسة أهم النظريات المفسرة لقوة المدير التنفيذي الأول، فقد طرحت نظريتين على طرفي النقيض بشأن تفسير قوة المدير التنفيذي الأول، هما: نظرية الوكالة (Agency Theory)، ونظرية الإشراف (Stewardship Theory). وتستعرض الباحثة أهم ملامح النظريتين وتفسيرهما لقوة المدير التنفيذي الأول فيما يلي:

أولاً: نظرية الوكالة:

مع التوسع في حجم الوحدات الاقتصادية، وظهور الشركات المساهمة، وتنوع وتعقيد أنشطتها، لم يعد بإمكان الملاك إدارة أنشطة هذه الوحدات بشكل فردي، وقد مهد ذلك لإنفصال الملاك عن الإدارة، وبالتالي ضرورة استعان الملاك بفريق من المديرين كوكلاء عنهم لتسهيل الأعمال وذلك مقابل عائد يدفعه الملاك لهم (أبو سالم، 2017).

وتهتم هذه النظرية بدراسة علاقة الوكالة بين طرفين هما: (الأصيل – الوكيل)، ووفقاً لها فإنه يتم النظر إلى المساهم على أنه (الأصيل) والمدير التنفيذي الأول على أنه (الوكيل)، ويعرف (Jensen and Meckling, 1976: P.308) علاقة الوكالة بأنها: " عقد يتفق بموجبه شخصين أو أكثر أحدهما يسمى الأصيل (المساهمين) والآخر يسمى الوكيل (المدير التنفيذي الأول) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، والتي تتضمن تفويض سلطة اتخاذ بعض القرارات لصالح الوكيل، ووفقاً لتلك العلاقة يوفر الأصيل الموارد التي يعهد بها للوكيل ليقوم بإدارتها نيابة عن الأصيل".

تقوم نظرية الوكالة على افتراضين وهما، **الافتراض الأول**: هو فرض تعارض المصالح بين الطرفين، وهو ما يعني إذا تعارضت مصلحة الأصيل مع مصلحة الوكيل في أي موقف قراري، فسوف يقدم الوكيل مصالحته الذاتية على مصلحة الأصيل مالم يقيد بعقد يمنعه عن ذلك (Jensen and Meckling, 1976; Donaldson and Davis, 1991; Serfling, 2014).

الافتراض الثاني: هو عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل مما يُصب في مصلحة الوكيل نظراً لتمتع الوكيل بمعلومات خاصة لا يملكها الأصيل عن الأحداث المتوقعة في المستقبل واحتمالاتها، مما يخلق صعوبة بشأن الرقابة على أداء الوكيل، حيث أن بعض المعلومات المتعلقة بالرقابة على أداء الوكيل متاحة للوكيل وليس للأصيل، ويتمتع الوكيل غالباً بمعلومات خاصة عن مستوى الجهد الذي يبذله في مهاراته الإدارية، وإداره أموال الموكل، وعن ظروف السوق (أي عن البيئة التسويقية، البيئة الإنتاجية، حالة المنافسة،.....الخ)، وهي معلومات لا تتوافر لدي الأصيل نتيجة عدم قدرته على ملاحظة أداء الوكيل بشكل مباشر (حجازي، 1988؛ أبو العز، 1995).

وتشير دراسة (Eisenhardt, 1989) إلى أن نظرية الوكالة تهتم بحل مشكلتين يمكن أن تحدثا في علاقات الوكالة:

فالمشكلة الأولى: هي مشكلة تعارض المصالح بين الأصيل والوكيل ويكون من الصعب للأصيل التحقق مما يقوم به الوكيل بالفعل، والمشكلة هنا هي أن الأصيل لا يمكنه التحقق من ان الوكيل قد تصرف بشكل مناسب.

أما المشكلة الثانية: هي مشكلة تقاسم المخاطرة (Risk Sharing) التي تنشأ عندما يكون للأصيل والوكيل مواقف مختلفة تجاه المخاطرة، والمشكلة هنا هي ان الأصيل والوكيل قد يفضلان تصرفات مختلفة بسبب تفضيلات المخاطرة المختلفة.

ثانياً: نظرية الإشراف:

على النقيض من نظرية الوكالة ظهرت نظرية الإشراف في أوائل التسعينات من القرن الماضي حيث تقدم نظرية الإشراف (Stewardship Theory) وجهة نظر بديلة لنظرية الوكالة (Agency

(Theory) بشأن الحافز أو الدافع في سلوك المدير التنفيذي الأول، حيث تتعامل نظرية الإشراف مع العلوم الإجتماعية والنفسية التي تدعم السلوك البشري (Davis et al., 1997).

وتقوم نظرية الإشراف على مجموعة من الإفتراضات من أهمها عدم وجود تعارض أو صراع في المصالح بين المساهمين والمدير التنفيذي الأول، وعدم وجود مشكلة في حوافز أو دوافع المدير التنفيذي الأول، حيث يتسم سلوك المدير التنفيذي الأول بالاعتدال في تصرفاته ومن ثم لن يكون هناك مجال لظهور دوافعه الأنتهازية، وبالتالي فإن تطبيق آليات حوكمة الشركات وسيلة لمساعدة الإدارة التنفيذية وليست قيداً عليها كما في نظرية الوكالة (أبو سالم، علوان، 2018؛ Donaldson, 1990; Donaldson and Davis, 1991).

تري نظرية الإشراف أن هناك مجموعه من القيود التي تحد من انتشار هذه النظرية، وهي (علوان، 2020):

- 1- تفضيل وجود أغلبية من الأعضاء التنفيذيين عن الأعضاء غير التنفيذيين، مما يؤدي إلى فقدان الشركة النصائح المستقلة والهامة التي يمكن للأعضاء غير التنفيذيين تقديمها للشركة.
 - 2- أن المديرين التنفيذيين لا يتصرفون دائماً وفقاً لمصلحة المساهمين حيث يمكنهم من استغلال الثقة الممنوحة لهم في اتخاذ القرارات التي تصب في مصلحتهم الذاتية بدلاً من مصلحة المساهمين.
- تركز حوكمة الشركات على تحديد دور قوة المدير التنفيذي الأول (CEO Power) في ظل كلاً من نظرية الوكالة ونظرية الإشراف، فهناك من ينظر إلى قوة المدير التنفيذي الأول باعتبارها أحد مشاكل الوكالة، مما يؤدي إلى مزيد من الاختلافات بين مصالح المساهمين والوكيل حيث وجدت دراسة (Sheikh, 2018) ان قوة المدير التنفيذي الأول سوف تقوي (تعزز) من قدرته للحصول على منافع ذاتية على حساب المساهمين وزياده تأثيره على القرارات الاستراتيجية التي تؤثر على قيمة الشركة. ووفقاً لنظرية الوكالة، فإن تزايد قوة المدير التنفيذي الأول تؤدي إلى انخفاض في قيمة الشركة، حيث سيترتب عليه قيام المدير التنفيذي الأول باستغلال قوته (سلطته) لتحقيق مصالحه الذاتية، واتخاذ قرارات تضر بمصالح المساهمين (Mcknight, 2009; Florackis and Ozkan, 2009; and Weir, 2009).

وبخلاف ذلك، تقترح نظرية الإشراف أن قوة المدير التنفيذي الأول ليست عملية ضارة فغالباً ما تكون قوة المدير التنفيذي الأول مفيدة في مواقف معينة، حيث من المحتمل أن قوة المدير التنفيذي الأول تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة. وبالتالي يتم منح المدير التنفيذي الأول الحكم الجدير بالثقة بدلاً من الرقابة عليهم، وهو الأمر الذي سيترتب عليه ربط مصالح المديرين كوكلاء عن أصول الشركة مع مصالح موكلهم والتي تسهم في تحسين قيمة الشركة (Bathula, 2008).

بعد التعرض في هذا القسم للمسار المباشر للعلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، تقوم الدراسة في القسم القادم (الثاني) بدراسة مسار العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة في حالة وجود كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط.

القسم الثاني: المسار غير المباشر للعلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار

يهدف هذا القسم إلى التأسيس النظري للعلاقة غير المباشرة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، وذلك من خلال كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط بينهما على النحو الآتي:

أ- مسار العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار:

يعد الاستثمار أحد الركائز الأساسية لبناء اقتصاد الدولة بشكل عام، بما يدفع الدول النامية إلى أن تسعى جاهداً نحو دعم الشركات، من أجل تشجيع الاستثمارات لضمان استمرارها وبقائها في بيئة الأعمال، فيعتبر نجاح الاستثمار عاملاً هاماً في استمرار ونمو تلك الشركات، إذ تقوم الشركات بدراسة وتقييم الفرص الاستثمارية البديلة المتاحة من أجل الوصول إلى أفضل الاستثمارات بما يؤدي إلى تحقيق كفاءة الاستثمار (فودة، 2019؛ Chen et al., 2011).

ولا تقتصر أهمية الاستثمار على حجم الاستثمار بل على كفاءة الاستثمار، حيث يجب أن تكون الشركات حريصة على الإستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، إلا أن العديد من الدراسات السابقة أشارت إلى أن إدارة الشركة قد تتخذ قرارات استثمارية تنحرف عن المستوى الأمثل للاستثمار، وقد يأخذ ذلك صورتين أحدهما: مبالغة في الاستثمار (الإفراط في الاستثمار) ويحدث عندما يرتفع حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار المتوقع، أو وجود استثمار أكثر من اللازم على الرغم

من ضعف الفرص الاستثمارية، إلا أنه قد يحقق مصالح ذاتية للمدراء على حساب مصالح المساهمين، والأخرى تخفيض الاستثمار (العجز في الاستثمار) عما هو متوقع ويحدث عندما ينخفض حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار المتوقع، أو وجود استثمار أقل من اللازم والذي يعنى قيام إدارة الشركة بالتخلي عن بعض الفرص الاستثمارية المربحة، مما يؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار (Knetsch, 2020; Cherkasova and Kuzmin, 2018; Benlemlih and Bitar, 2018;) (Andre et al., 2014).

يعرف الاستثمار على أنه اقتناء أصل معين كسواء أصول ثابتة أو الاستثمارات المالية في الأسهم والسندات بغرض الاستفادة منه في توليد الدخل في المستقبل أو إعادته ببيعه بسعر أعلى (الصايغ، عبدالمجيد، 2014؛ Nurcholisah, 2016)، وينظر للكفاءة على أنها العلاقة المثلى بين المخرجات والمدخلات بحيث يتم الوصول لمستوى معين من النتائج باستخدام أقل قدر من الموارد (علي، 2017).

ويمكن تعريف كفاءة الاستثمار على أنها تحديد وتنفيذ جميع المشروعات الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، في حين يتم رفض جميع المشروعات الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة (Chen et al., 2017).

وترتبط كفاءة الاستثمار بمفهوم آخر وهو المستوى الأمثل للاستثمار (Optimal Level of Investment) حيث أن هذا المستوى قد لا يتحقق دائماً وغالباً ما يكون هناك ابتعاد عن هذا المستوى وهو ما يترتب عليه عدم كفاءة الاستثمار (الصايغ، عبدالمجيد، 2014؛ Biddle et al., 2009; Gomariz and Ballesta, 2014; Abed and Abdalla, 2019; Chen et al., 2017; (Naeem and Li, 2019).

وعلى الرغم من الاهتمام الذي حظيت به كفاءة الاستثمار من قبل العديد من الباحثين، إلا أن أدبيات المحاسبة والتمويل قدمت مفاهيم متعددة لكفاءة الاستثمار، حيث أشارت دراسة (Biddle et al., 2009) لكفاءة الاستثمار على أنها قيام الشركة بتنفيذ المشاريع التي تحقق أكبر صافي قيمة حالية موجبة، وذلك بإفترض عدم وجود قيود سوقية مثل: الخطر الأخلاقي، والاختيار العكسي (السلبي)، وأضاف (Billett et al., 2011) أن الاستثمار الكفاء يتحدد في ضوء مجموعة الفرص الاستثمارية

فقط، ومن ثم لا توجد عوامل أخرى إضافية، مثل: الرفع المالي، التدفقات النقدية، الفوائد والعجز النقدي، وكفاءة سوق المال قد تؤثر على السياسات الاستثمارية للشركة. إن العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار في الأوساط الأكاديمية تأخذ وجهتي نظر (Yang and Liu, 2017):

الأولى: طبقاً لدراسة (Power Beyond): فإن المدير التنفيذي الأول تتعارض مصالحه مع مصالح المساهمين أي يسعى لتحقيق مصالحه الشخصية أولاً باعتباره شخص اقتصادي، وبالتالي يؤدي ذلك إلى عدم كفاءة الإستثمار.

الثانية: طبقاً لدراسة (Power Protection): يستطيع المدير التنفيذي الأول في ظل وجود الثقة والتعاون أن يتخذ أفضل قرار بما في ذلك إتخاذ قرار أكثر حكمة في مجال الاستثمار، وبالتالي يؤدي ذلك إلى استثمار غير كفاء.

ب- مسار العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة:

يتمثل الهدف الأساسي الذي يجب أن تسعى إدارة منشأة الأعمال إلى تحقيقه في تعظيم قيمة الشركة، ويعني تعظيم قيمة الشركة تعظيم ثروة المستثمرين فيها خصوصاً حملة الأسهم من خلال تعظيم القيمة السوقية للسهم، وعلى ذلك فإن قيمة الشركة ثروة هامة للمستثمرين، فهو مؤشر لتقييم الشركة في سوق الأوراق المالية بصفة عامة، حيث تنعكس قيمة الشركة في سعر السهم الذي يعكس القيمة السوقية للشركة التي تم تكوينها من المعاملة بين البائع والمشتري للورقة المالية في ظل الفرص الاستثمارية المتاحة في سوق الأوراق المالية حول نمو الشركة في المستقبل وفرص زيادة ثروة المستثمرين، وكلما ارتفعت قيمة الشركة من خلال زيادة القيمة السوقية لها بالإضافة إلى وجود توزيعات مناسبة لحملة الأسهم، كان ذلك سبباً لكسب مستثمرين محتملين بالإضافة إلى المحافظة على المستثمرين الحاليين (Ardillah, 2018; Kurniasari and Warastuti, 2015).

وبشأن مفهوم قيمة الشركة، فقد أشارت بعض الدراسات (رميلي، 2016، ص344) إلى أن قيمة الشركة: "هي إدراك وتصور المستثمر لمدى نجاح الشركة، والذي يرتبط وينعكس دائماً بأسعار الأسهم، فالهدف الأساسي للشركة هو تعظيم ثروة وقيمة الشركة".

كما وصف (طلخان، 2017؛ جودة وآخرون، 2021) قيمة الشركة بأنها نتائج القرارات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية الجيدة، حيث ترتفع قيمة الشركة في حالة كفاءة نتائج هذه القرارات وبالتالي تسعى إدارتها لاتخاذ الاجراءات التي تؤدي إلى تعظيم قيمتها، أما في حالة ضعف نتائجها يؤدي ذلك لإنخفاض قيمتها.

و عرف (نويجي، 2017، ص 146) قيمة الشركة بأنها: "نسبة إجمالي القيمة السوقية للشركة إلى إجمالي القيمة الدفترية لأصولها، حيث القيمة السوقية للشركة هي حاصل جمع القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها القيمة الدفترية لديونها".

تُعد قيمة الشركة مقياساً كلياً وشاملاً لمدى كفاءة وفاعلية الإدارة، ومن هنا كان اهتمام الباحثين بتقدير قيمة الشركة، ولتقدير هذه القيمة فإنه يوجد أكثر من مدخل، ولقد ميزت الدراسات السابقة (نويجي، 2017؛ بدوي، 2017؛ Brown et al., 2012؛ Utami and Wahyuni, 2018) وهناك أربعة مداخل أساسية لتقدير قيمة الشركة، ويمكن توضيحها كما يلي:

1- المدخل الدفترى (المحاسبى) (Accounting (Book Value) Approach):

يعتبر هذا المدخل من أبسط المداخل لتقدير قيمة الشركة، ويطلق عليه مدخل التكلفة التاريخية، حيث تقدر قيمة الشركة وفقاً لهذا المدخل بإجمالي الأصول أو إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية المدرجة في قائمة المركز المالي، ويعتمد هذا المدخل على أحد الفروض المحاسبية الهامة وهو فرض ثبات القوة الشرائية لوحدة النقد، وهو يتميز بالثبات والاستقرار وإمكانية التحقق منه وتوفير الوقت والجهد (Brealey et al., 2013).

2- مدخل القيمة السوقية:

يعتبر هذا المدخل من أشهر المداخل المستخدمة في تقييم الوحدة الاقتصادية، ويركز في تقديره لقيمة الشركة على مصادر التمويل حيث تقدر قيمة الشركة وفقاً لهذا المدخل بالأسعار السوقية السائدة للأوراق المالية في جانب الالتزامات وحقوق الملكية (الأسهم والسندات والديون قصيرة الأجل) وقت التقييم، وتقاس قيمة الشركة وفقاً لهذا المدخل من خلال المعادلة التالية (محمد، 2017؛ سعد الدين، 2014؛ Rikket, 2014؛ Rahgozar, 2008):

قيمة الشركة وفقاً للمدخل السوقي = الأسهم السوقية + السندات السوقية + الديون قصيرة الأجل

3- مدخل الدخل (التدفقات النقدية المخصومة) (Discounted Cash Flows Approach):

يعتبر هذا المدخل من أكثر المداخل استخداماً في الفترة الأخيرة، وتقدر قيمة الشركة وفقاً لهذا المدخل بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة طوال عمر الشركة أي صافي التدفقات النقدية المتوقعة مخصومة بمعدل خصم يعكس ظروف الشركة ومعدلات التضخم والنمو في البيئة التي تعمل فيها، وهو طريقة سهلة لتقدير صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية، لكن في الممارسة العملية فإنه من الصعب الحصول على تقديرات للتدفقات النقدية بسبب حالة عدم اليقين، وكذلك لصعوبة قياس معدل الخصم عملياً (Edu and Otonkue, 2009)، وعلى الرغم من ذلك فإن هذا المدخل يعتبر من أكثر المداخل قبولاً على مستوى البحوث الأكاديمية والممارسات الإدارية، وغالباً ما يتم تطبيقه في المنشآت الصناعية (Brandenburg and Seuring, 2010).

4- مدخل التكلفة الاستبدالية (Replacement Approach):

يُطلق على هذا المدخل بالتكلفة الاستبدالية الجارية حيث يعتمد على القيمة التي يتحملها المشتري لإستبدال أو بناء أصل يقدم نفس المنافع والخدمات، وذلك بعد تعديلها نتيجة تقادم هذا الأصل، ويضم هذا المدخل نموذج التكلفة الجارية المعدل بالتغيرات في المستوى العام للأسعار حيث يتم تعديل القيم الاستبدالية للأصول غير النقدية بالتغيرات الزمنية الناتجة عن تغير قيمة وحدة النقد (صقر، 2013)، ووفقاً لهذا المدخل يتم تقدير قيمة الشركة من خلال تقييم ممتلكات الشركة وفقاً لتكلفتها الاستبدالية، وحساب القيمة الاستبدالية يتطلب إعادة تقدير الأصول بواسطة خبراء فنيين وذلك في مواجهة التضخم الناتج عن الزيادة المستمرة في مستوى الأسعار (شوقي، 2014؛ Farooq and Rikkert, 2014; Thyagarajan, 2014; Bancel and Mittoo, 2014).

ويلعب النشاط الاستثماري للشركة دوراً رئيسياً في عملياتها، حيث أنه محدد مهم لنمو أعمالها وتدفقاتها النقدية المستقبلية وبالتالي، يكون لكفاءة الاستثمار تأثير مباشر على قيمة الشركة (Sun, 2014). حيث أن الاستثمار الناجح من قبل الشركات يعظم قيمة الشركة ويدفع نمو الشركة لأعلى، ومع ذلك قد تفشل الشركات في الاستثمار بسبب تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة حيث تم تحديد العديد من مشاكل الوكالة على أنها تؤدي إلى زيادة (نقص) الاستثمار (Ward et al., 2020).

وتوجد العديد من الأسباب التي تؤدي إلى عدم تحقيق الشركات للمستوى الأمثل للاستثمار أهمها ما يلي: (الصايغ، عبدالمجيد، 2014؛ Tan et al., 2015؛ Biddle et al., 2009):

أ- **المخاطر الأخلاقية (Moral Hazard):** تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين المستثمرين والإدارة، ويميل المدراء إلى اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية التي قد تضر بمصالح المساهمين وذلك من خلال عدم تنفيذ بعض المشاريع التي تحقق صافي قيمة عالية موجبة، ومن ثم زيادة الاستثمارات عن المستوى الأمثل وذلك في حالة توافر الموارد المالية بالشركة، ولكن قد يقبل المستثمرون نحو تخفيض رأس المال الموجه للاستثمار في حالة معرفتهم بالتأثير السلبي للمخاطر الأخلاقية للمدراء، بالشكل الذي يؤدي إلى نقص الاستثمارات عن المستوى الأمثل.

ب- **الاختيار العكسي (Adverse Selection):** يشير على أنها عدم قدرة الأصيل على التقييم الدقيق لقدرات الوكيل، وقد يترتب عليها حيازة المدراء على معلومات أكثر مما يتوفر لدى المستثمرين حول الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة بالشكل الذي يتيح لهم فرصة التحكم في إصدار أسهم الشركة بسعر أعلى من قيمتها الإسمية، ومن ثم زيادة الاستثمارات بقيمة العوائد المحققة، ولكن إذا أدرك المستثمرون لتلك الحقيقة قد يترتب عليه تخفيض رأس المال الموجه للشركة، ومن ثم نقص الاستثمارات التي تقوم بها الشركة.

بعد التعرض في هذا القسم للمسار غير المباشر للعلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، تقوم الدراسة في القسم القادم (الثالث) بعرض الدراسات السابقة عن العلاقات بين متغيرات البحث.

القسم الثالث: الدراسات السابقة

يهدف هذا القسم إلى دعم الإطار النظري في القسم السابق بدراسات اختبارية تناولت العلاقات بين متغيرات البحث بما يسهم في دعم أهمية الدراسة وبيان الأهمية النسبية للمسارات المباشرة وغير المباشرة عن العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، وكذلك فبايراز فجوة الدراسة ويسهم في اختيار المتغيرات الضابطة.

أولاً: مسار العلاقة المباشرة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة:

1- دراسة (Harjoto and Jo, 2009)	
CEO Power and Firm Performance: A Test of The Life-Cycle Theory.	عنوان الدراسة

قوة المدير التنفيذي الأول وأداء الشركات: من خلال دورة حياة الشركة.	
يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في تحديد العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وأداء الشركات من خلال دورة حياة الشركة.	هدف الدراسة
<p>اعتمدت هذه الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وأداء الشركة لعينة مكونة من 2681 شركة (14759 مشاهدة) في سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) خلال الفترة الزمنية من 1995م إلى 2005م.</p> <p>المتغير التابع:</p> <p>قيمة الشركة يتم قياسها من خلال الاعتماد على نموذج (Tobin's Q) ومعدل العائد على الأصول.</p> <p>المتغير المستقل (مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول): تم قياس هذا المؤشر من خلال أربع آليات تتمثل في الآتي:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك. 2. فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه: يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي الأول للشركة في منصبه منذ تعيينه كعضو منتدب في الشركة وحتى نهاية الفترة. 3. ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة: يتم قياسها من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة للمدير التنفيذي الأول في رأس مال الشركة التي يتولى أمر إدارتها على المتوسط المرجح لعدد أسهمها المتداولة. 4. استقلالية مجلس الإدارة: يتم قياسه من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة. <p>المتغيرات الضابطة:</p> <p>الملكية المؤسسية: يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين والمؤسسين في الشركة.</p> <p>الرفع المالي: إجمالي التزامات الشركة على إجمالي أصولها في نهاية العام.</p> <p>حجم الشركة: يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.</p>	المنهجية
الولايات المتحدة الأمريكية	بيئة التطبيق
توصلت الدراسة إلي وجود علاقة موجبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وأداء الشركة في مرحلة النمو ومن ثم وجود علاقة سالبة في مرحلة التجديد والابتكار من دورة حياة الشركة.	نتائج الدراسة
2- دراسة (Ntim, 2009)	
Internal Corporate Governance Structures and Firm Financial Performance: Evidence From South African Listed Firms. الآليات الداخلية لهيكل حوكمة الشركات والأداء المالي للشركات.	عنوان الدراسة
يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في اختبار العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات.	هدف الدراسة

<p>اعتمدت هذه الدراسة على نموذج الإنحدار الخطى المتعدد لدراسة العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء المالي لعينة مكونة من 100 شركة (500 مشاهدة) خلال الفترة الزمنية من 2002م إلى 2006م.</p> <p>المتغير التابع: الأداء المالي: يتم قياسه من خلال الاعتماد على نموذج (Tobin's Q) ومعدل العائد على الأصول.</p> <p>المتغير المستقل (استقلالية مجلس الإدارة): يتم قياسه من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة.</p>	<p>المنهجية</p>
<p>جنوب إفريقيا.</p>	<p>بيئة التطبيق</p>
<p>توصلت الدراسة إلي عدم وجود علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات.</p>	<p>نتائج الدراسة</p>
<p>3- دراسة (Moussa et al., 2013)</p>	
<p>Governance, Managers' Entrenchment and Performance: Evidence in French Firms Listed in SBF 120.</p> <p>الحوكمة، التحصين الإداري، والأداء المالي: أدلة في الشركات الفرنسية المدرجة في SBF 120.</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين التحصين الإداري والأداء المالي.</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>إعتمدت هذه الدراسة على نموذج الإنحدار الخطى لدراسة العلاقة بين المتغيرات، وذلك لعينة مكونة من 40 شركة خلال الفترة الزمنية من 2002م إلى 2009م.</p> <p>المتغير التابع (الأداء المالي): تم قياسه بمعدل العائد على الأصول (ROA) - معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) - مؤشر Tobin's Q.</p> <p>المتغير المستقل (مؤشر التحصين الإداري): تم قياس هذا المؤشر من خلال خمس آليات تتمثل في الآتي:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك. 2. فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه: يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي الأول للشركة في منصبه منذ تعيينه كعضو منتدب في الشركة وحتى نهاية الفترة. 3. عمر المدير التنفيذي الأول: تم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لعمر المدير التنفيذي الأول. 4. استقلالية مجلس الإدارة: يتم قياسه من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة. 5. حجم مجلس الإدارة: يتم قياسه بعدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة. 	<p>منهجية الدراسة</p>
<p>فرنسا.</p>	<p>بيئة التطبيق</p>
<p>توصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين مؤشر التحصين الإداري وأداء الشركة معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA) - معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) - مؤشر Tobin's Q.</p>	<p>نتائج الدراسة</p>

4- دراسة (Tien et al., 2013)	
A Study of CEO Power, Pay Structure, and Firm Performance.	عنوان الدراسة
دراسة لقوة المدير التنفيذي الأول، هيكل الأجور، والأداء المالي.	
هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول، هيكل الأجور، والأداء المالي.	هدف الدراسة
اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 112 شركة (606 مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى خمسة عشر قطاعا اقتصاديا غير مالي خلال الفترة الزمنية من 2001م إلى 2005م، واستعانت هذه الدراسة بثلاث مؤشرات لقياس قيمة الشركة هما: 1- نسبة توبين كيو (Tobin's Q). 2- العائد على الأصول (ROA). 3- العائد على حقوق الملكية (ROE) المتغير المستقل (قوة المدير التنفيذي الأول): ويتضمن هذا المؤشر:- ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول: تم قياسها بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك. فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه: يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي الأول للشركة في منصبه. استقلالية مجلس الإدارة: يتم قياسه من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة. الملكية الإدارية: نسبة الأسهم المملوكة من قبل افراد الإدارة العليا للشركة.	منهجية الدراسة
الولايات المتحدة الأمريكية.	بيئة التطبيق
من بين النتائج تبينت هذه الدراسة وجود علاقة سالبة بين قوة المدير التنفيذي الأول ومؤشر ()، بينما وجود علاقة موجبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.	نتائج الدراسة
5- دراسة (أبوسالم، علوان، 2018)	
تأثير آليات التحصين الادارى على قيمة الشركة: نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية.	عنوان الدراسة
هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة، وتختبر الدراسة التأثير المحتمل لخمس آليات للتحصين الإداري على قيمة الشركة وتضمن تلك الآليات: 1- ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول. 2- فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه. 3- استقلالية مجلس الإدارة. 4- الملكية الإدارية. 5- الرافعة المالية.	هدف الدراسة
اعتمد الباحثان على عينة مكونة من 101 شركة (606 مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى	منهجية الدراسة

<p>خمسة عشر قطاعا اقتصاديا غير مالي خلال الفترة الزمنية من 2010م إلى 2015م، واستعانت هذه الدراسة بمؤشرين لقياس قيمة الشركة هما:</p> <p>1- نسبة توبين كيو (Q-Ratio).</p> <p>2- نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry AdJQ) وبعد ضبط التأثيرات كل من حجم الشركة وربحية وحجم مجلس الإدارة والملكية المؤسسة على قيمة الشركة.</p> <p>المتغير المستقل (آليات التحصين الإداري):</p> <p>1- إزدواجية المدير التنفيذي الأول: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.</p> <p>2- فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه: يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي الأول للشركة في منصبه منذ تعيينه كعضو منتدب في الشركة وحتى نهاية الفترة.</p> <p>3- استقلالية مجلس الإدارة: يتم قياسه من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة.</p> <p>4- الملكية الإدارية: نسبة الأسهم المملوكة من قبل أفراد الإدارة العليا للشركة.</p> <p>5- الرافعة المالية: نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة.</p>	
<p>جمهورية مصر العربية.</p>	<p>بيئة التطبيق</p>
<p>1- توصل الباحثان باستخدام نموذج الإنحدار الخطى المتعدد إلى وجود علاقة سالبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry. AdJQ).</p> <p>2- كما توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry. AdJQ).</p> <p>3- توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry. AdJQ).</p> <p>4- توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry. AdJQ).</p> <p>5- توصل الباحثان في التوصل إلى أي تأثير معنوي لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry AdJQ).</p> <p>6- توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة بنسبة توبين كيو أو نسبة توبين كيو المعدلة بمتوسط الصناعة (Industry. AdJQ).</p>	<p>نتائج الدراسة</p>
<p>6- دراسة (Hamidlal and Harymawan., 2021)</p>	
<p>Relationship Between CEO Power and Firm Value: Evidence From Indonesian Non-Financial Companies.</p> <p>العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة: أدلة من الشركات الإندونيسية غير المالية.</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة.</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>إعتمدت هذه الدراسة على نموذج الإنحدار لاختبار العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة</p>	<p>منهجية الدراسة</p>

الشركة، وذلك لعينة مكونة من 322 مشاهدة خلال الفترة الزمنية من 2014م إلى 2018م. المتغير التابع (قيمة الشركة): تم قياسها بمؤشر Tobin's Q. المتغير المستقل (قوة المدير التنفيذي الأول): تم قياسها من خلال ثلاث آليات، وذلك على النحو التالي: قوة الملكية (Ownership): النسبة المئوية لأسهم المدير التنفيذي الأول في الشركة. قوة الخبرة (Tenure): يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي الأول في الشركة. قوة المكانة الشخصية (Prestige): متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا حصل المدير التنفيذي الأول على مكافأه خلال فترة عمله، و (صفر) بخلاف ذلك.	
إندونيسيا.	بيئة التطبيق
كشفت نتائج هذه الدراسة إلى أن قوة الملكية قوة الخبرة، وقوة المكانة لها تأثير إيجابي على قيمة الشركة.	نتائج الدراسة

ثانياً: أثر كفاءة الاستثمار على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة:

1- مسار العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار:

1- دراسة (Yang and Liu, 2017)	
The Empirical Study on CEO Power and Investment Efficiency.	عنوان الدراسة
استهدفت هذه الدراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار.	هدف الدراسة
استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 7437 شركة خلال الفترة الزمنية من 2010م إلى 2014م. المتغير التابع (كفاءة الاستثمار): تم قياسها طبقاً لمقياس (Richardson's, 2006) المتغير المستقل (قوة المدير التنفيذي الأول): تم قياس هذا المؤشر من خلال أربع آليات تتمثل في الآتي: 1- إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك. 2- ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة: يتم قياسها من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة للمدير التنفيذي الأول في رأس مال الشركة التي يتولى أمر إدارتها على المتوسط المرجح لعدد أسهمها المتداولة. 3- إستقلالية مجلس الإدارة: يتم قياسه من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة. 4- فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه: يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي الأول للشركة في منصبه منذ تعيينه كعضو منتدب في الشركة وحتى نهاية الفترة.	منهجية الدراسة
الصين.	بيئة التطبيق
توصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار.	نتائج الدراسة
2- دراسة (Majeed and Ullah, 2022)	

Impact of CEO Power and Investment Efficiency: Evidence From China أثر قوة المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار: دليل من الصين.	عنوان الدراسة
استهدفت هذه الدراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الإستثمار.	هدف الدراسة
اعتمدت هذه الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 24070 مشاهدة خلال الفترة الزمنية من 2005م إلى 2020م. المتغير التابع (كفاءة الاستثمار): تم قياسها باستخدام نموذج (Richardson's, 2006)، ونموذج (Biddle et al., 2009). المتغير المستقل: (مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول): يتم قياس هذا المؤشر من خلال ثلاث أبعاد: 1- الأبعاد الهيكلية: وتشتمل على: • رواتب المدير التنفيذي الأول: ويتم قياسها بقسمة إجمالي مكافآت المدير التنفيذي الأول على إجمالي المكافآت للمديرين التنفيذيين الخمسة الأوائل. • ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك. • استقلالية مجلس الإدارة: يتم قياسه من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة. 2- الأبعاد الملكية: (ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة): يتم قياسها من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة للمدير التنفيذي الأول في رأس مال الشركة التي يتولى أمر إدارتها على المتوسط المرجح لعدد أسهمها المتداولة. 3- الأبعاد الخبرة: (فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه): يتم قياسها بعدد السنوات التي قضاها المدير التنفيذي الأول للشركة في منصبه منذ تعيينه كعضو منتدب في الشركة وحتى نهاية الفترة.	منهجية الدراسة
الصين.	بيئة التطبيق
توصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار.	نتائج الدراسة

2- مسار العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة:

1- دراسة (Huang and Yan, 2012)	
Shareholding Structure, Investment Efficiency and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market.	عنوان الدراسة
استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر هيكل المساهمين، وكفاءة الاستثمار على قيمة الشركة	هدف الدراسة
أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 1704 مشاهدة خلال الفترة الزمنية 2007م إلى 2009م، وقد استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار بطريقة المربعات الصغرى لدراسة العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة. وقد اعتمدت هذه الدراسة على نموذج (Biddle et al., 2009) لقياس كفاءة الاستثمار.	منهجية الدراسة
الصين.	بيئة التطبيق

نتائج الدراسة	من بين نتائج الدراسة توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.
2- دراسة (Chen and lin, 2013)	
عنوان الدراسة	Managerial Optimism, Investment Efficiency and Firm Valuation.
هدف الدراسة	استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التفاؤل الاداري وكفاءة الاستثمار وقيمة الشركة. ولتحقيق ذلك، فقد تم اختبار العلاقة بين كفاءة الاستثمار على قيمة الشركة.
منهجية الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من 7890 مشاهدة خلال الفترة الزمنية 1992م إلى 2009م، وقد استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة، وقد اعتمدت هذه الدراسة على نموذج (Biddle et al., 2009) لقياس كفاءة الاستثمار.
بيئة التطبيق	تايبان.
نتائج الدراسة	من بين نتائج الدراسة توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.
3- دراسة (Feng, 2016)	
عنوان الدراسة	Research on the Relationship among M&A Behavior, Investment Efficiency and Firm Value—Empirical Evidence from A Shares of Listed Corporations.
هدف الدراسة	بحث عن العلاقة بين سلوك الإندماج والاستحواذ وكفاءة الاستثمار وقيمة الشركة- دليل تجريبي من أسهم الشركات المدرجة.
هدف الدراسة	استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين سلوك الإندماج والاستحواذ وكفاءة الاستثمار وقيمة الشركة- دليل تجريبي من أسهم الشركات المدرجة. ولتحقيق ذلك، فقد تم اختبار العلاقة بين كفاءة الاستثمار على قيمة الشركة.
منهجية الدراسة	أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 38458 مشاهدة خلال الفترة الزمنية 2010م إلى 2014م، وقد استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار لدراسة العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة، واعتمدت هذه الدراسة على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) لقياس كفاءة الاستثمار.
بيئة التطبيق	الصين.
نتائج الدراسة	من بين نتائج الدراسة توصل الباحث إلى وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.
4- دراسة (Rees and Cao, 2018)	
عنوان الدراسة	Employee Treatment, Labor Investment Efficiency and Firm Performance.
هدف الدراسة	استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين معاملة الموظفين، وكفاءة الاستثمار وقيمة الشركة. ولتحقيق ذلك، فقد تم اختبار العلاقة بين كفاءة الاستثمار على قيمة الشركة.
منهجية الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من 2680 شركة (20583 مشاهدة) خلال الفترة الزمنية 1995م إلى 2015م، وقد استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار لدراسة العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة، وقد اعتمدت هذه الدراسة على نموذج (Biddle et al., 2009) لقياس كفاءة الاستثمار.

بيئة التطبيق	الولايات المتحدة الأمريكية.
نتائج الدراسة	من بين النتائج الدراسة توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.
5- دراسة (Salehi et al., 2022)	
عنوان الدراسة	The Impact of Investment Efficiency on Firm Value and Moderating Role of Institutional Ownership and Board Independence. تأثير كفاءة الاستثمار على قيمة الشركة والدور المنظم للملكية المؤسسية واستقلالية مجلس الإدارة.
هدف الدراسة	استهدفت هذه الدراسة تأثير كفاءة الاستثمار على قيمة الشركة والدور المنظم للملكية المؤسسية واستقلالية مجلس الإدارة. ولتحقيق ذلك، فقد تم اختبار العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.
منهجية الدراسة	أجريت الدراسة على عينة مكونة من 177 شركة (1416 مشاهدة) خلال الفترة الزمنية 2014م إلى 2021م، وقد استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار لدراسة العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة، وقد اعتمدت هذه الدراسة على نموذج (Biddle et al., 2009) لقياس كفاءة الاستثمار.
بيئة التطبيق	إيران.
نتائج الدراسة	من بين نتائج الدراسة تبين وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.

في ضوء ما تم استعراضه من دراسات سابقة، يمكن للباحثة الإشارة إلى ما يلي:

- 1- أن هذه الدراسات تمت في بيئات مختلفة، مثل: (الولايات المتحدة الأمريكية، جنوب أفريقيا، جمهورية مصر العربية، تايوان، فرنسا، إندونيسيا، الصين، إيران)، وأوضحت وجود تضارب في النتائج.
- 2- على الرغم من تعدد الدراسات السابقة التي تناولت أثر قوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة إلا أن كافة هذه الدراسات قد تمت في إطار حوكمة الشركات دون أن تتناول مفهوم قوة المدير التنفيذي الأول بشكل صريح.
- 3- في أكثر الأسواق المالية كفاءة على مستوى العالم – الولايات المتحدة الأمريكية – تم إجراء أحد عشر دراسة تهتم بقوة المدير التنفيذي الأول كان أولها عام 2009م (Harjoto and Jo, 2009) واستمرت حتى الآن. مما يبرز أهمية الموضوع وأهمية إعادة اختباره في نفس البيئة بالإضافة إلى بيئات مختلفة.
- 4- لا توجد دراسات تتعلق بالتأثيرات المباشرة والوسيلة بين قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة بشكل واضح وصريح.

5- اعتمدت الدراسات السابقة من حيث المنهجية المتبعة في كل منهما على الدراسات الإختبارية، وترى الدراسة أن الدراسة الإختبارية هي الأفضل لتحقيق هدف البحث وتوفير أساس مناسب لتعميم النتائج.

6- اعتمدت الدراسات السابقة في تجميع البيانات على بيانات القوائم المالية المنشورة، وترى الدراسة أن استخدام البيانات الفعلية يوفر انعكاساً كمياً لسلوك الإدارة. لذا تستمر هذه الدراسة في إتباع نفس الأسلوب.

7- اعتمدت بعض الدراسات السابقة على أسلوب تحليل الإنحدار لإختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، ولإجراء هذه الدراسة يتم تبني أسلوب تحليل الإنحدار وأسلوب تحليل المسار حيث يوجد تأثير مباشر بين المتغير المستقل (قوة المدير التنفيذي الأول) والمتغير التابع (قيمة الشركة)، ووجود تأثير غير مباشر لقوة المدير التنفيذي الأول (عن طريق: كفاءة الاستثمار) على قيمة الشركة.

8- تنوعت الدراسات السابقة من حيث تعريف المتغير التابع " قيمة الشركة"، فقد عبرت بعض الدراسات عن قيمة الشركة بمؤشر Tobin's Q، في حين استخدمت دراسات أخرى مقاييس أخرى مثل: (معدل العائد على الأصول ROA، ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE). وترى الدراسة ان مقياس (Tobin's Q) هو الأكثر شيوعاً من وجهة نظر المستثمرين وأصحاب المصالح، حيث سيتم الاعتماد على الأرباح الحالية والمستقبلية، كما أنه يعتمد على الأسعار السوقية للأسهم لأنه مقياس طويل الأجل، وهو ما سيتم أخذه في الاعتبار عند الجزء الإختباري من الدراسة الحالية.

9- اعتمدت معظم الدراسات على نموذج (Biddle et al., 2009) لقياس كفاءة الإستثمار، وترى الدراسة أن هذا النموذج يعد أفضل مقياس لتوافر البيانات الخاصة به، وسهولة احتسابه وهو ما سيتم أخذه في الاعتبار عند الجزء الإختباري من الدراسة الحالية.

القسم الرابع: تصميم البحث

أولاً: مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية في الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2017م إلى عام 2021م، وقد قامت الدراسة باختيار عينة ميسرة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، والمتاح الاستعانة بها في إتمام الدراسة الحالية، يبلغ حجمها

117 شركة (585 مشاهدة) موزعة على أحد عشر قطاعاً إقتصادياً ، وبما يعادل 67% تقريباً من إجمالي عدد الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة، وقد استبعدت الدراسة بعض الشركات من المجتمع وفقاً لعدة معايير، حيث تم استبعاد:

- 1- قطاع البنوك والمؤسسات المالية.
 - 2- الشركات غير المستمرة في القيدة خلال فترة الدراسة.
 - 3- الشركات التي لا تتوفر تقارير مجالس إدارتها.
- ويوضح الجدول رقم (6) نسبة تمثيل العينة، والجدول رقم (7) يوضح العينة النهائية للدراسة مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي للبورصة المصرية.

جدول رقم (6): نسبة تمثيل العينة

السنوات وعدد الشركات					بيان
2021	2020	2019	2018	2017	
عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	
117	117	117	117	117	إجمالي عدد شركات العينة
218	215	218	220	222	عدد الشركات المقيدة بالبورصة
49	45	51	49	47	عدد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية
169	170	167	171	175	عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة (القابلة للتمثيل في العينة)
%69	%69	%70	%68	%67	نسبة شركات العينة إلى إجمالي الشركات غير المالية المقيدة

جدول رقم (7): التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

النسبة المئوية / إجمالي العينة	النسبة المئوية / إجمالي القطاع	عدد مفردات العينة	القطاع	مسلسل
%3	%50	4	اتصالات واطلام تكنولوجيا المعلومات	1
%17	%71	20	الأغذية والمشروبات	2
%12	%74	13	الرعاية الصحية والأدوية	3
%22	%75	26	العقارات	4
%12	%82	14	الموارد الأساسية	5
%3	%100	4	خدمات النقل والشحن	6
%8	%77	10	سياحة وترفيهية	7

8	مقاولات وانشاءات هندسية	7	%70	%6
9	منسوجات وسلع معمره	7	%87.5	%6
10	مواد البناء	9	%82	%7
11	ورق ومواد تعبئة وتغليف	3	%60	%2
إجمالي		117		1

ثانياً: نماذج البحث:

سوف يعتمد البحث بشأن اختبار الفرضيات على أسلوب تحليل المسار (Path Analysis)، وهو أسلوب إحصائي إرتباطي يعتمد على تحليل الارتباط المتعدد والانحدار، ويستخدم لوضع احتمال العلاقة السببية بين المتغيرات، ويتطلب التفكير في اتصال المسارات ببعضها ونظام السببية في ضوء الأدلة النظرية، ويعتمد تحليل المسار على طريقة الاحتمال الأقصى (Maximum Likelihood) (مراد، 2000؛ حسن، 2008).

ينتمي أسلوب تحليل المسار إلى مدخل نمذجة المعادلات الهيكلية (البنائية) الخاصة بفرضيات البحث، حيث يساعد أسلوب تحليل المسار في تحليل العلاقة بين متغير السبب (قوة المدير التنفيذي الأول) ومتغير النتيجة (قيمة الشركة) إلى مسارات مباشرة وغير مباشرة. ويقصد بالمسار الخط الواصل بين متغير ومتغير آخر، ويتحدد المسار من خلال ما يسمى بمعامل المسار والذي يعبر عن اتجاه معين وقيمه محددة.

تتمثل النتائج الرئيسية التي سيتم الحصول عليها من إجراء تحليل المسار في معاملات المسار (Path Coefficients) التي تربط متغيرين في المسار، حيث ينطوي المسار المباشر على معامل واحد للمسار، في حين أن المسار (الوسيط) يتضمن معاملين للمسار يربط أحدهما متغير السبب (قوة المدير التنفيذي الأول) بالمتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار)، في حين يربط المعامل الآخر المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار) بمتغير النتيجة (قيمة الشركة)، بمعنى أن معامل المسار غير المباشر (الوسيط) بين متغيرات قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة يمثل ناتج معامل المسار بين متغيرات قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار، ومعامل المسار بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة. ويوضح الجدول رقم (4) النماذج المستخدمة في تفسير العلاقات السببية بشكل متكامل.

جدول (4): النماذج المستخدمة لاختبار فرضيات الدراسة

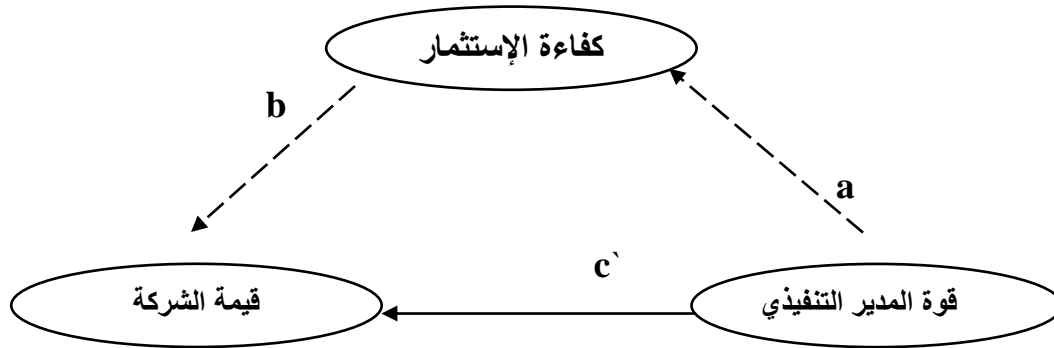
المعادلات الهيكلية	فروض البحث
$FV_{i,t} = \beta_0 + c' CEO POWER_{it} + \sum \beta_K COV_{it} + \xi_{it}$	نموذج (1)
$IE_{i,t} = \alpha_0 + a CEO POWER_{it} + \sum \alpha_n COV_{it} + \xi_{it}$	نموذج (2)
$FV_{i,t} = \gamma_0 + b IE_{it} + \sum \gamma_m COV_{it} + \xi_{it}$	نموذج (3)
$(FV)_{i,t} = \delta_0 + c' CEO POWER_{it} + (a \times b) (IE)_{it} + \sum \delta_1 COV_{it} + \xi_{it}$	نموذج (4)

حيث أن:

قيمة الشركة للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	FV_{it}
قوة المدير التنفيذي الأول للشركة (i) في نهاية الفترة (t). ويتم دمجها في مؤشر يكون الحد الأعلى له (4) والحد الأدنى (صفر)، ويتكون مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول من الآتي: 1. إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول. 2. فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه. 3. ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة. 4. إستقلالية مجلس الإدارة.	$CEO POWER_{it}$
كفاءة الإستثمار للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	IE_{it}
المتغيرات الضابطة للشركة (i) في نهاية الفترة (t)، وتتضمن: حجم الشركة، الرافعة المالية، حجم مجلس الإدارة، الملكية المؤسسية، التدفقات النقدية التشغيلية، العائد على الأصول، كثافة رأس المال.	$\sum COV_{it}$
ثوابت الانحدار.	$\beta_0, \alpha_0, \gamma_0, \delta_0$
معاملات التأثير المباشر التي تعكس المسارات المباشرة بين متغيرات الدراسة.	a, b, c'
معامل التأثير غير المباشر بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة بتوسيط كفاءة الإستثمار.	$a \times b$
معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات الضابطة.	$B_k, \alpha_n, \gamma_m, \delta_0$
الخطأ العشوائي.	ξ

ويمكن توضيح الإطار العام لفرضيات الدراسة والتي تتعلق بالعلاقة بين قوة المدير التنفيذي

الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة وذلك على النحو المعروض بالشكل رقم (3):



العلاقة المباشرة بين قوة المدير التنفيذي وقيمة الشركة ←

← - - العلاقة غير المباشرة بين قوة المدير التنفيذي (عن طريق: كفاءة الإستثمار) وقيمة الشركة

ثالثاً: التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث:

ويوفر الجدول رقم (5) وصفاً لمتغيرات الدراسة الحالية والتعريف الإجرائي لها

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الاجرائي للمتغير
المتغير التابع: قيمة الشركة		
نسبة توبين كيو	Tobin's Q_{it}	يتم قياسها بالقيمة السوقية لأصول الشركة إلي إجمالي قيمتها الدفترية للشركة (i) خلال الفترة (t) ، والتي يتم حسابها من خلال: <u>القيمة الدفترية للالتزامات + القيمة السوقية لحقوق الملكية</u> القيمة الدفترية لإجمالي الأصول
القيمة السوقية لحقوق الملكية	Market capitalization $_{it}$	يتم قياسها باللوغار يتم الطبيعي لعدد الأسهم في سعر السهم للشركة (i) في نهاية الفترة (t) .
المتغير المستقل: قوة المدير التنفيذي الأول		

<p>يتم قياسها من خلال مؤشر مركب من أربعة بنود وهي:</p> <p>(1) ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEO DUAL_{it}): متغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة <i>i</i> في نهاية الفترة <i>t</i> يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.</p> <p>(2) فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه (CEO TENURE_{it}): متغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كانت فترة شغل منصب العضو المنتدب من قبل المدير التنفيذي الأول للشركة أكبر من ثلاث سنوات، و (صفر) بخلاف ذلك.</p> <p>(3) ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة (CEO OWN_{it}): يتم قياسها من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة للمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) في رأس مال الشركة <i>i</i> التي يتولى أمر إدارتها على إجمالي عدد أسهمها المتداولة في نهاية الفترة <i>t</i>. ويتم تحويله لأغراض بناء المؤشر عن طريق حساب الوسيط والقيمة الأعلى من الوسيط تأخذ الرقم (1) والقيمة الأدنى تأخذ الرقم (صفر).</p> <p>(4) إستقلالية مجلس الإدارة (BORIND_{it}): يتم قياسها من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة للشركة <i>i</i> في نهاية الفترة <i>t</i>، إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة. ويتم تحويله لأغراض بناء المؤشر عن طريق حساب الوسيط والقيمة الأعلى من الوسيط تأخذ الرقم (صفر) والقيمة الأدنى تأخذ الرقم (1).</p> <p>وتأخذ جميع البنود السابقة في المؤشر إما (واحد) أو (صفر)، ويشير الواحد إلى تمتع المدير التنفيذي الأول بقوة أكبر، ولذلك تتراوح قيمة المؤشر بين (صفر، 4).</p>	<p>CEO Power_{it}</p>	<p>قوة المدير التنفيذي الأول</p>
<p>المتغير الوسيط: كفاءة الاستثمار</p>		
<p>تم قياس كفاءة الاستثمار وفقاً لنموذج التنبؤ بالاستثمار كدالة في النمو المتوقع، ومن ثم فإن الانحراف عن مستوي الاستثمار المتوقع يمثل عدم كفاءة الاستثمار، وذلك قياساً على دراسات (Biddle et al., 2009; Ratny et al., 2019)</p>		
$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{it-1} + \beta_2 Sales\ Growth_{it-1} + \beta_3 NEG * Sales\ Growth_{it-1} + \varepsilon_{it}$	<p>Investment Efficiency</p>	<p>كفاءة الاستثمار</p>
<p>حيث أن:</p> <p>Investment_{it}: إجمالي الإستثمارات في نهاية العام، وتمثل نسبة صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار المتحصل عليها من قائمة التدفقات النقدية مقسوماً على إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).</p> <p>NEG_{it}: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان معدل نمو المبيعات</p>		

قيمة سالبة، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك، ويتم حساب معدل نمو المبيعات عن طريق المعادلة التالية: صافي مبيعات الفترة الحالية – صافي مبيعات الفترة السابقة صافي مبيعات الفترة السابقة sales Growth _{it} : النسبة المئوية للتغير في المبيعات للشركة (i) في نهاية الفترة (t). x _{it} : الخطأ المتبقي (تم قياس كفاءة الاستثمار من خلال القيمة المطلقة للباقي).		
المتغيرات الضابطة		
يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	Firm Size_{it}	حجم الشركة
يتم قياسها بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).	Leverage_{it}	الرافعة المالية
يتم قياسه بعدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	Board Size_{it}	حجم مجلس الإدارة
يتم قياسه بنسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات المستثمرة إلى إجمالي عدد الأسهم المتداولة للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	Institutional Ownership_{it}	الملكية المؤسسية
تقاس بنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول في نهاية العام للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	CFO_{it}	التدفقات النقدية التشغيلية
تقاس بنسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).	ROA_{it}	العائد على الأصول
تقاس بنسبة صافي الأصول الثابتة مقسوماً على إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).	Capital_{it}	كثافة رأس المال

القسم الخامس: مناقشة وتفسير النتائج أولاً: إحصاءات وصفية

تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي (STATA)، ويعرض الجدول رقم (1) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج الدراسة الحالية مصنفة إلى أربع مجموعات، وهي: (متغير قيمة الشركة، قوة المدير التنفيذي الأول، متغير كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة)، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة الدراسة. ومعرفة طبيعة هذه المتغيرات، وذلك من خلال الإحصاءات الوصفية الملائمة مثل: الحد الأدنى والحد الأقصى، المتوسط الذي يعد أحد

مقاييس النزعة المركزية، وبالإضافة إلى الإنحراف المعياري الذي يمثل أحد مقاييس التشتت. وقد تم عمل (Winsorzing) عند مستوى 1% لمعالجة القيم المتطرفة.

جدول رقم (1): إحصاءات وصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الإنحراف المعياري
المتغير التابع (قيمة الشركة):					
نسبة توبين كيو (Tobin's Q)	585	0.2000	7.2477	1.3389	1.1088
القيمة السوقية لحقوق الملكية (Market capitalization)	585	6.6416	10.4180	8.6552	0.7600
المتغيرات المستقلة:					
قوة المدير التنفيذي الأول (CEO Power)	585	0	4	2.0103	1.1287
المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار):					
كفاءة الاستثمار	585	0	0.388	0.0399	0.0601
المتغيرات الضابطة:					
حجم الشركة	585	17.5048	25.1189	20.6657	1.6926
الرافعة المالية	585	0.0041	4.6869	0.5212	0.5407
حجم مجلس الإدارة	585	3	16	8	2.6223
الملكية المؤسسية	585	0	0.9688	0.5003	0.3138
العائد على الأصول	585	-0.6915	0.3317	0.0350	0.1249
التدفقات النقدية التشغيلية	585	-0.4655	0.3666	0.0280	0.1261
كثافة رأس المال	585	0.000048	0.9261	0.1951	0.2197

فيما يتعلق بمقاييس قيمة الشركة، تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (1) أن نسبة توبين كيو على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (0.2000، 7.2477 تقريباً)، وذلك بمدى واسع 7.0477 تقريباً، وأن متوسط تلك النسبة على مستوى شركات العينة يبلغ 1.3389 تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة القيمة السوقية للشركات في العينة إلى قيمتها الدفترية أكبر من الواحد الصحيح، وانحراف معياري قدره 1.1088. كما تبين الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (1) أن القيمة السوقية لحقوق الملكية (Market capitalization) على مستوى شركات العينة تتراوح ما بين (6.6416، 10.4180)، وذلك بمدى واسع 3.7764 تقريباً، وذلك بمتوسط 8.6552 تقريباً، وانحراف معياري قدره 0.7600 تقريباً.

وفيما يتعلق بقوة المدير التنفيذي الأول ، تبين الإحصاءات الوصفية المتوفرة بالجدول رقم (1) أن قيمة المؤشر المستخدم في الدراسة الحالية لقياس قوة المدير التنفيذي الأول تراوحت قيمته على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة ما بين (4،0) حيث أن أقل قيمة لمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول (0) بما يدل على ضعف قوة المدير التنفيذي الأول في العينة محل الدراسة، وأعلى قيمة (4) بما يعني توافر المقاييس الأربعة معاً لقوة المدير التنفيذي الأول ودليل على قوته في العينة محل الدراسة، بمتوسط يبلغ 2.0102 تقريباً، وبانحراف معياري قدره 1,1286 تقريباً.

وبالنظر إلى الإحصاءات الوصفية بمتغير كفاءة الاستثمار، والمتضمنة بجدول رقم (1)، يلاحظ أن متوسط كفاءة الاستثمار خلال فترة الدراسة قد بلغ (0.0399) تقريباً، كما بلغ الحد الأدنى لها (0.0000)، والحد الأعلى (0.3880) تقريباً، وذلك بانحراف معياري قدره 0.0601 تقريباً.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية أن حجم الشركة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) يتراوح من 17.5048 إلى 25.1189، ومتوسط 20.6657 تقريباً، وبانحراف معياري 1.6926 تقريباً، كما تبين الإحصاءات الوصفية أن حجم مجلس الإدارة يتراوح من ثلاثة أعضاء إلى ستة عشر عضواً، ومتوسط 8 تقريباً، وبانحراف معياري 2.6222 تقريباً. كذلك، تبين الإحصاءات الوصفية أن الرافعة المالية للشركات يتراوح ما بين (0.0041، 4.6869 تقريباً)، ومتوسط 0.5211 تقريباً، وبانحراف معياري 0.5407 تقريباً. كما تشير الإحصاءات الوصفية أن العائد على الأصول يتراوح ما بين (-0.6915، 0.3317 تقريباً)، ومتوسط 0.0350 تقريباً، وبانحراف معياري 0.1248 تقريباً. كذلك، تبين الإحصاءات الوصفية أن كثافة رأس المال يتراوح ما بين (0,0000، 0.9261 تقريباً)، ومتوسط 0.1950 تقريباً، وبانحراف معياري 0.2197 تقريباً. كما تشير الإحصاءات الوصفية أن الملكية المؤسسية يتراوح ما بين (0.0000، 0.9688 تقريباً)، ومتوسط 0.5003 تقريباً، وبانحراف معياري 0.3138 تقريباً. كذلك، تبين الإحصاءات الوصفية أن التدفقات النقدية التشغيلية يتراوح ما بين (-0.4655، 0.3666 تقريباً)، ومتوسط 0.0280 تقريباً، وبانحراف معياري 0.1260 تقريباً.

ثانياً: تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة:

تهتم مصفوفة الارتباطات (Correlation Matrix) بتحليل الارتباطات ثنائية المتغير (Bivariate Correlations) بين جميع متغيرات الدراسة وذلك من أجل التحقق من قوة واتجاه العلاقات المفترضة بين المتغيرات، وكذلك من عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي. ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن درجة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية (قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة) تُعد مقبولة إذا بلغ معامل الارتباط بين أي منها (0.80) كحد أقصى.

وتظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة الدراسة كما هو موضح بالجدول رقم (2)، أن الازدواج الخطي لا يمثل مشكلة في الدراسة الحالية حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة الحالية أقل من (0.80)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (0.66) وذلك بين متغير الرافعة المالية للشركات والعائد على الأصول.

وتظهر مصفوفة الارتباط على مستوى عينة الدراسة وجود ارتباط طردي ومعنوي عند مستوى 1% بين مقياسي قيمة الشركة المستخدمة في الدراسة الحالية، حيث بلغ معامل الارتباط بين توبين كيو و القيمة السوقية لحقوق الملكية (0.23).

فيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين قوة المدير التنفيذي الأول ومقياسي قيمة الشركة، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (2) وجود ارتباط سالب ومعنوي عند مستوى 5% بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو، ووجود ارتباط سالب ومعنوي عند مستوى 1% بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية لحقوق الملكية.

يلاحظ كذلك وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى 1%) بين كفاءة الاستثمار ومقياسي قيمة الشركة، حيث بلغ معامل الارتباط بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة معبراً عنها بتوبين كيو (0.13)، في حين بلغ معامل الارتباط بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية لحقوق الملكية (0.14).

أما فيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار، يتضح من نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (2) عدم وجود ارتباط معنوي بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (2) وجود ارتباط معنوي عند مستوى 1% بين حجم الشركة ومقياسي قيمة الشركة. أيضاً، تظهر مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (2) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى 1%) بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار. أما فيما يتعلق بالرافعة المالية، تظهر مصفوفة الارتباط وجود ارتباط موجب ومعنوي عند مستوى 1% بين الرافعة المالية وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو، كذلك تشير مصفوفة الارتباط الى وجود ارتباط موجب ومعنوي عند مستوى 1% بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار. فيما يتعلق بحجم مجلس الإدارة، تظهر مصفوفة الارتباط وجود ارتباط موجب (سالبي) ومعنوي (عند مستوى 1%، 5%) بين حجم مجلس الإدارة ومقياسي قيمة الشركة. فيما يتعلق بالعائد على الأصول، تظهر مصفوفة الارتباط وجود ارتباط موجب (سالبي) ومعنوي (عند مستوى 1%) بين العائد على الأصول ومقياسي قيمة الشركة. كذلك تشير مصفوفة الارتباط الى وجود ارتباط موجب ومعنوي بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية لحقوق الملكية (عند مستوى 1%). فيما يتعلق بالتدفقات النقدية التشغيلية، تظهر مصفوفة الارتباط عدم وجود ارتباط بين التدفقات النقدية التشغيلية وكفاءة الاستثمار. فيما يتعلق بكثافة رأس المال، تظهر مصفوفة الارتباط عدم وجود ارتباط بين كثافة رأس المال وكفاءة الاستثمار.

جدول رقم (2): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

(11)	(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	المتغيرات
										1	توبين كيو (1)
									1	**0.23	القيمة السوقية لحقوق الملكية (Market capitalization) (2)
								1	** -0.31	* -0.08	قوة المدير التنفيذي الأول (3)
							1	-0.04	**0.14	**0.13	القيمة المطلقة للبواقي "الإنحراف عن الإستثمار المتوقع" (4)
						1	**0.12	** -0.25	**0.76	** -0.13	حجم الشركة (5)
					1	**0.12	**0.16	-0.02	0.01	**0.51	الرافعة المالية للشركة (6)
				1	-0.07	**0.40	**0.10	** -0.18	**0.39	* -0.10	حجم مجلس الإدارة (7)
			1	**0.24	*0.09	**0.39	0.04	** -0.31	**0.33	-0.04	الملكية المؤسسية (8)
		1	0.05	0.06	** -0.43	**0.13	--0.03	0.03	**0.17	** -0.20	التدفقات النقدية التشغيلية (9)
	1	**0.61	0.07	**0.17	** -0.66	**0.17	-0.07	0.06	**0.21	** -0.37	العائد على الأصول (10)
1	** -0.13	0.05	** -0.19	** -0.12	-0.04	** -0.23	-0.03	0.07	** -0.14	0.0	كثافة رأس المال (11)

** الارتباط دال عند مستوى معنوية > 1% ، (> 0,01 Sig.)
* الارتباط دال عند مستوى معنوية > 5% ، (> 0,05 Sig.)

ثالثاً: نتائج اختبار فرضيات البحث:

يتم في هذا القسم تناول نتائج التحليل الإحصائي لاختبار فرضيات البحث، وبما يُمكن من الوصول إلى نتائج يمكن من خلالها تحديد مدى قبول أو رفض تلك الفرضيات، وقد استخدم البرنامج الإحصائي (STATA V.14) واستخدام نماذج المعادلات الهيكلية، نظراً لأهميتها في بيان اتجاه العلاقات السببية وتحليل الوساطة بين متغيرات الدراسة (Hall, 2007). ولذلك سوف يتم عرض النتائج الإحصائية ذات الصلة باختبار معنوية النموذج، يلي ذلك اختبار فرضيات البحث.

أ- معنوية النموذج:

تعتمد نماذج تحليل المسار على بناء نموذج مبدئي يمثل العلاقات بين متغيرات الدراسة بشرط أن يكون مبنياً على أساس نظري، وذلك كما سبق توضيحه في الخلفية النظرية للدراسة. وقبل البدء في تطبيق هذه المنهجية يجب التأكيد على مدى توافق البيانات التي تم جمعها لنموذج الدراسة، وللحكم على مدى توافق النموذج للبيانات التي تم جمعها يتم استخدام مؤشرات جودة حسن المطابقة (Goodness of Fit Measurement)، وتعتبر مؤشرات حسن المطابقة من القضايا الهامة في نمذجة المعادلات الهيكلية وتتعلق بالمدى الذي يطابق فيه النموذج النظري البيانات الميدانية، ويكون النموذج الهيكلية المصمم دقيقاً جداً ومناسباً لبيانات العينة المستخدمة عندما تقع مؤشرات حسن المطابقة في المدى المناسب لهذه المؤشرات (Browne and Cudeck, 1993).

واقترح (Kline, 2016) نسب محددة لمؤشرات قياس جودة حسن المطابقة، وفي ضوءها تتحدد صلاحية النموذج. ويمكن توضيح أهم مؤشرات حسن المطابقة والمدى المناسب لكل منها على حدة وذلك في الجدول التالي رقم (3):

جدول رقم (3): مؤشرات حسن المطابقة والمدى الملائم لها

المدى المثالي للمؤشر	قيمة المؤشر		مؤشرات حسن المطابقة	م
	بالنموذج الثاني (Market Capitalization)	بالنموذج الأول (Tobin's Q _{it})		
أن تكون قيمة كا ² غير دالة إحصائياً	15.068 0.010	13.928 0.016	الاختبار الإحصائي كا ² (Chi ²) مستوى دلالة كا ² (P > chi2)	1
(0) إلى (1)	0.015	0.015	جذر متوسط مربعات البواقي (SRMR)	2
(0) إلى (1)	0.059	0.055	جذر متوسط خطأ الاقتراب (RMSEA)	3
تكون قريبة من 1	0.982	0.963	مؤشر المطابقة المقارن (CFI)	4
تكون قريبة من 1	0.940	0.876	مؤشر توكر لويس (TLI) - Tucker-Lewis Index	5

وكما يتضح من الجدول رقم (3) مايلي:

1- مؤشر مربع كاي (Chi-Square): يعتبر هذا المؤشر من أهم مؤشرات حسن المطابقة، وهو المؤشر الوحيد في اختبار النمذجة بالمعادلات الهيكلية الذي يعتمد على الدلالة الإحصائية، فإذا كانت قيمة Chi-Square غير دالة إحصائياً فإن قيم معظم مؤشرات جودة المطابقة الأخرى ستقع في المدى المثالي لهذه المؤشرات، ويعد مقياساً شديداً حساسية لحجم العينة، فكلما زاد حجم العينة زادت قيمة هذا المؤشر وزادت احتمالية رفض النموذج.

2- مؤشر جذر متوسط خطأ الاقتراب (Root Mean Square of Approximation Index) (RMSEA): يعتبر من أفضل المؤشرات، فتأخذ في حسابها خطأ الاقتراب في المجتمع وتتمثل في كيفية مطابقة بيانات العينة لمصفوفة تغاير المجتمع الأصلي، ويتراوح قيمته ما بين (0,1)، والقيمة المثالية لهذا المؤشر تكون أقل من 0.05 أما القيمة المقبولة تتراوح بين 0.05 إلى 0.08.

3- جذر متوسط مربعات البواقي (Standardized Root Mean Square Residuals) (SRMR): يعد مؤشراً لمتوسط البواقي المعيارية، بمعنى الفرق بين مصفوفة التباين المتنبأ به ومصفوفة التباين المنظور، وتشير القيم الأقل من 0.08 أو 0.09 إلى مطابقة جيدة (Hu and Bentler, 1999; Hooper et al., 2008; Eom, 2011).

- 4- مؤشر المطابقة المقارن (CFI) (Comparative Fit Index): يعتبر من أفضل المؤشرات القائمة على المقارنة، وتتراوح قيمته ما بين (0،1)، وتشير القيم الكبيرة إلى حسن مطابقة.
- 5- مؤشر توكر لويس (TLI) (Tucker- Lewis Index): هذا المؤشر لا يتأثر بحجم العينة كما أنه لا يقع ضمن مدى معين كغالبية المؤشرات، تعتبر القيمة (0.97) قيمة مثالية والقيمة المقبولة له (0.90) فأعلى.

وبمقارنة مؤشرات حسن المطابقة للنماذج الهيكلية، يتضح أن النماذج الهيكلية المقترحة تامة الملاءمة للبيانات وذلك على مستوى كافة المؤشرات باستثناء مؤشر نسبة الاحتمالية (Likelihood Ratio- Chi Square) أو قيمة (كا²) وبالتالي يمكن الأطمئنان لجودة النماذج الهيكلية.

وبعد التأكد من حسن توافق النماذج الهيكلية يمكن الأطمئنان لنتائج تحليل المسارات والاعتماد على ما أشارت إليه دراسة (Baron and Kenny's, 1986) بشأن تحليل الوساطة والتأكد مما إذا كانت كفاءة الاستثمار تمثل متغيراً وسيطاً في العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة أم لا- وفي ضوء ما قدمته الدراسة مسبقاً من أدلة بحثية عند استعراض الدراسات السابقة وإشتماق فرضيات الدراسة، لذا سيتم التحقق من وساطة كفاءة الاستثمار للعلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة باستخدام نماذج المعادلات الهيكلية الآتية:

- تأثير المتغير المستقل (قوة المدير التنفيذي الأول) على المتغير التابع (قيمة الشركة).
- تأثير المتغير المستقل (قوة المدير التنفيذي الأول) على المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار).
- تأثير المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار) على المتغير التابع (قيمة الشركة).

ب- اختبار فرضيات الدراسة:

- 1- نتائج تحليل المسار على مستوى عينة الشركات وفقاً لمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، قيمة الشركة، والمتغيرات الضابطة:

استخدمت الدراسة أسلوب تحليل المسار الموجود ببرنامج (Stata) في اختبار نموذجين سببيين على مستوى عينة الشركات، وهما:

النموذج الأول: يتضمن التأثير المباشر وغير المباشر (عن طريق المتغير الوسيط: كفاءة الاستثمار) لمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو. والتأثير الكلي لكفاءة الاستثمار على قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو.

النموذج الثاني: يتضمن التأثير المباشر وغير المباشر (عن طريق المتغير الوسيط: كفاءة الاستثمار) لمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية لحقوق الملكية. والتأثير الكلي لكفاءة الاستثمار على قيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية لحقوق الملكية.

يعرض الجدول رقم (4) نتائج تحليل المسار التي تم التوصل إليها على مستوى عينة الدراسة بشأن تحليل المسار لقوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة على قيمة الشركة. وتظهر نتائج تحليل المسار الموضحة بالجدول رقم (4) معنوية النموذج بين (مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (Chi^2)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) بمستوي معنوية (5%)، يتبين أن (P-Value = 0.00 < 5% Sig.).

وقد أظهرت نتائج تحليل المسار للنموذج الأول الموضحة بالجدول رقم (4) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاص بتحليل المسار لقوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة على قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو تعادل (0.32)، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في تحليل المسار تفسر 32% من التباين في نسبة توبين كيو لشركات عينة الدراسة. كذلك تظهر نتائج تحليل المسار للنموذج الثاني الموضحة بالجدول رقم (4) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاص بتحليل المسار لقوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة على قيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية لحقوق الملكية تعادل (0.61)، مما يدل على أن المتغيرات التفسيرية (قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، والمتغيرات الضابطة) تفسر 61% من التباين في القيمة السوقية لحقوق الملكية لشركات عينة الدراسة.

وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، يتضح من نتائج تحليل المسار للنموذج الأول والثاني في الجدول رقم (4) وجود علاقة سالبة ودالة إحصائياً عند مستوى 1% بين مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول وكل من المؤشرين المستخدمين في الدراسة الحالية لقياس قيمة الشركة. بمعنى آخر وجود علاقة سالبة بين مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة. وتتفق تلك النتيجة مع

نظرية الوكالة التي ترى أن تزايد قوة المدير التنفيذي الأول تؤدي إلى إنخفاض في قيمة الشركة، حيث سيترتب عليه قيام المدير التنفيذي الأول بإستغلال نفوذه لتحقيق مصالحه الذاتية، وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Moussa et al., 2013) ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الرئيسية الأولى للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة.

وأتساقاً مع نتائج الدراسات السابقة التي تدعم العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة، تظهر نتائج تحليل المسار الموضحة في الجدول رقم (4) وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً عند مستوى 5% بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو، بينما وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً عند مستوى 10% بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية لحقوق الملكية، وهو ما يعني أن قيمة الشركة تزايد كلما تزايدت كفاءة الاستثمار. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة (مثل: Huang and Yan, 2012; Chen et al., 2013; Feng, 2016; Rees and Cao, 2018; Salehi et al., 2022). ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم الفرضية الرئيسية الثالثة للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.

وتظهر النتائج المعروضة بالجدول رقم (4) تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة. وتشير تلك النتيجة إلى أن كفاءة الاستثمار لا تنطوي على تأثير وسيط على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الرئيسية الرابعة للدراسة الحالية بعدم وجود تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول ومقاييس قيمة الشركة.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل المسار في الجدول رقم (4) وجود علاقة سالبة (موجبه) ودالة عند مستوى 1% بين حجم الشركة ($FSIZE_{it}$) وقيمة الشركة معبراً عنها بإي من نسبة توبين كيو (Tobin's Q)، والقيمة السوقية (Market Capitalization). أيضاً، تظهر نتائج تحليل المسار وجود علاقة موجبة ومعنوية بين الرافعة المالية (LEV_{it}) وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو. بينما، تظهر نتائج تحليل المسار عدم وجود علاقة بين العائد على الأصول وبين مقاييس قيمة الشركة، وعدم وجود علاقة دالة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، وأيضاً وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى 5% بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية لحقوق الملكية.

جدول رقم (4): نتائج تحليل المسار لقوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار على قيمة الشركة

القيمة السوقية (Market Capitalization _{it})				نسبة توبين كيو (Tobin's Q _{it})				المتغيرات المستقلة				
حدود الثقة		معنوية معاملات المسار		الخطأ المعياري ي (S.E)	معاملات المسار	حدود الثقة		معنوية معاملات المسار		الخطأ المعياري (S.E)	معاملات المسار	
الحد الأدنى	الحد الأعلى	p> z	قيمة (Z)			الحد الأدنى	الحد الأعلى	p> z	قيمة (Z)			
2.7925	1.7202	0.000	8.25	0.2735	***2.2564	5.2341	3.1616	0.000	7.94	0.5287	***4.1979	ثابت الانحدار (Constant)
-0.0515	-0.1250	0.000	-4.71	0.0187	***-0.0883	-0.0748	-0.2169	0.000	-4.02	0.0362	***-0.1458	قوة المدير التنفيذي الأول (CEO) (Power _{it})
1.2725	-0.0377	0.065	1.85	0.3342	*0.6174	2.5720	0.0398	0.043	2.02	0.6459	**1.3059	كفاءة الاستثمار (Investment) (Efficiency _{it})
0.3379	0.2822	0.000	21.82	0.0142	***0.3101	-0.0978	-0.2054	0.000	-5.52	0.0275	***-0.1516	حجم الشركة (FSIZE _{it})
0.0572	-0.1469	0.389	-0.86	0.0520	-0.0449	1.3462	0.9515	0.000	11.41	0.1007	***1.1488	الرفع المالي للشركة (LEV _{it})
0.8469	-0.0376	0.073	1.79	0.2256	*0.4046	1.3341	-0.3753	0.272	1.10	0.4361	0.4794	معدل العائد على الأصول (ROA _{it})
0.1288	-0.1475	0.895	-0.13	0.0705	-0.0093	0.1148	-0.4193	0.264	-1.12	0.1362	- 0.1522	الملكية المؤسسية (INSTOWN _{it})
0.0363	0.0037	0.016	2.41	0.0083	**0.2001	0.0284	-0.0344	0.852	-0.19	0.0160	-0.0029	حجم مجلس الإدارة (BSIZE _{it})
*** المسار دال عند مستوى معنوية > 1% ، (0,01 >Sig.)						*** المسار دال عند مستوى معنوية > 1% ، (0,01 >Sig.)						
** المسار دال عند مستوى معنوية > 5% ، (0,05 >Sig.)						* المسار دال عند مستوى معنوية > 5% ، (0,05 >Sig.)						
* المسار دال عند مستوى معنوية > 5% ، (0,10 >Sig.)						* المسار دال عند مستوى معنوية > 5% ، (0,10 >Sig.)						
0.61				معامل التحديد (R ²)		0.32				معامل التحديد (R ²)		
585				عدد المشاهدات (N)		585				عدد المشاهدات (N)		
0.000				دلالة اختبار (Chi ²)		0.000				دلالة اختبار (Chi ²)		

2- نتائج تحليل المسار لمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار:

يعرض الجدول رقم (5) نتائج تحليل المسار التي تم التوصل إليها على مستوى عينة الدراسة ككل ، والمتعلقة بمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة على كفاءة الاستثمار. وتظهر نتائج تحليل المسار الموضحة بالجدول رقم (5) معنوية نموذج المسار بين مجموعة المتغيرات المفسرة (قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة) على كفاءة الاستثمار، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (Chi^2).

كذلك، تظهر نتائج تحليل المسار أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة (بمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، والمتغيرات الضابطة) على كفاءة الاستثمار تعادل (0.0365)، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في تحليل المسار تفسر 3.6% من التباين في كفاءة الاستثمار لشركات عينة الدراسة.

وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل المسار الموضحة في الجدول رقم (5) عدم وجود تأثير معنوي بين مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار. ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل المسار الموضحة في الجدول رقم (11) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (5%) بين حجم الشركة ($FSIZE_{it}$) وكفاءة الاستثمار. أيضاً، تظهر نتائج تحليل المسار وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (1%) بين الرفع المالي للشركة (LEV_{it}) وكفاءة الاستثمار. بينما، تظهر نتائج تحليل المسار عدم وجود تأثير معنوي بين التدفقات النقدية التشغيلية وكفاءة الاستثمار، وأخيراً عدم وجود تأثير معنوي بين كثافة رأس المال وكفاءة الاستثمار.

جدول رقم (5): نتائج تحليل مسار مؤشر قوة المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار

كفاءة الاستثمار ($Investment\ Efficiency_{it}$)						المتغيرات المستقلة
حدود الثقة		معنوية معاملات المسار		الخطأ المعياري (S.E)	معاملات المسار	
الحد الأدنى	الحد الأعلى	$p> z $	قيمة (Z)			
0.0266	- 0.1065	0.240	- 1.18	0.0339	- 0.0399	ثابت الانحدار (Constant)
0.0039	- 0.0049	0.829	- 0.22	0.0022	- 0.0005	قوة المدير التنفيذي الأول (CEO) ($Power_{it}$)
0.0065	0.0004	0.027	2.21	0.0016	**0.0035	حجم الشركة ($FSIZE_{it}$)
0.0274	0.0074	0.001	3.41	0.0051	***0.0174	الرفع المالي للشركة (LEV_{it})
0.0554	- 0.0307	0.575	0.56	0.0220	0.0123	التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it})
0.0209	- 0.0239	0.894	- 0.13	0.0114	- 0.0015	كثافة رأس المال (CD_{it})
*** المسار دال عند مستوى معنوية 1% ، (0,01 >Sig.)						
** المسار دال عند مستوى معنوية 5% ، (0,05 >Sig.)						
0.0365						معامل التحديد (R^2)
***0.000						دلالة اختبار (Chi^2)
585						عدد المشاهدات (N)

3-التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية لمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة وذلك على النحو التالي:

ويوفر الجدول رقم (6): التأثيرات المباشرة وغير مباشرة والكلية لمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار

كفاءة الاستثمار			نوع التأثير	المتغيرات المستقلة
$p> z $	Z	Coef		
0.829	-0.22	- 0.0005	مباشر	قوة المدير التنفيذي الأول
-	-	-	غير مباشر	
0.829	-0.22	- 0.0005	كلية	

ويتضح من الجدول السابق:

عدم وجود تأثيرات مباشرة وكلية لقوة المدير التنفيذي الأول على المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار). ويتبين أن تلك النتيجة تدعم توقع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة الحالية عدم وجود علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار.

ويوفر الجدول رقم (7): التأثيرات المباشرة والغير مباشرة والكلية لمؤشر قوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة

قيمة الشركة						نوع التأثير	المتغيرات المستقلة
القيمة السوقية (Market Capitalization _{it})			نسبة توبين كيو (Tobin's Q _{it})				
p> z	Z	Coef	p> z	Z	Coef		
0.000	-4.71	***-0.0883	0.000	-4.02	***-0.1458	مباشر	قوة المدير التنفيذي الأول
0.830	-0.21	-0.0003	0.830	-0.22	-0.0006	غير مباشر	
0.000	-4.71	***-0.0886	0.000	-4.03	***-0.1464	كلى	

ويتضح من الجدول السابق:

وجود تأثير مباشر وكلية سالب ودال إحصائياً عند مستوى 1% لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة (معبراً عنها بنسبة توبين كيو والقيمة السوقية لحقوق الملكية)، أي أنه كلما ارتفعت قوة المدير التنفيذي الأول انخفضت قيمة الشركة، أما التأثير غير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة فهو سالب إلى أنه غير دال إحصائياً، ويرجع ذلك أيضاً إلى أن تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على المتغير الوسيط (كفاءة الاستثمار) غير دال إحصائياً، ويتبين أن تلك النتيجة لا تدعم توقع الفرضية الرئيسية الأولى للدراسة.

ويوفر الجدول رقم (8): التأثيرات المباشرة والغير مباشرة والكلية لكفاءة الاستثمار على قيمة الشركة

قيمة الشركة						نوع التأثير	المتغيرات المستقلة
القيمة السوقية (Market Capitalization _{it})			نسبة توبين كيو (Tobin's Q _{it})				
p> z	Z	Coef	p> z	Z	Coef		
0.065	1.85	0.6174	0.043	2.02	**1.3059	مباشر	كفاءة الاستثمار
-	-	-	-	-	-	غير مباشر	
0.065	1.85	0.6174	0.043	2.02	**1.3059	كلى	

ويتضح من الجدول السابق:

1- وجود تأثيرات موجبة مباشرة وكلية ودال إحصائياً عند مستوى 5% للمتغير الوسيط: كفاءة الاستثمار على قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو. ويتبين أن تلك النتيجة لاتدعم توقع الفرضية الرئيسية الثالثة للدراسة.

2- كما أن التأثير الكلي لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة من خلال توسيط كفاءة الاستثمار غير دال إحصائياً. ويتبين أن تلك النتيجة تدعم توقع الفرضية الرئيسية الرابعة للدراسة.

وفي ضوء نتائج تحليل المسار نلاحظ وجود تأثير سالب مباشر وكلية (دال إحصائياً) لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة، أما التأثير غير المباشر لقوة المدير التنفيذي الأول على قيمة الشركة من خلال كفاءة الاستثمار فهو سالب إلا أنه غير دال إحصائياً، ويعنى ذلك أن المسار المباشر للعلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة يعد ذا أهمية أكبر عن المسار غير المباشر في تفسير العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة (سواء باستخدام نسبة توبين كيو أو القيمة السوقية لحقوق الملكية).

جدول رقم (9): ملخصاً نتائج اختبار فرضيات البحث

م	الفرضية	نتيجة اختبار الفرضية
1	لا توجد علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة	رفض الفرضية
2	لا توجد علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار	قبول الفرضية
3	لا توجد علاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة	رفض الفرضية
4	لا يوجد تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة	قبول الفرضية

القسم السادس : خلاصة البحث ودراسات مستقبلية

خلاصة الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقات المباشرة والوسيطية بين قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة في الشركات المساهمة المصرية. لذلك، اعتمد البحث على ثلاثة توجهات، التوجه الأول: يستند إلى دراسات اختبرت العلاقة المباشرة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة

الشركة. التوجه الثاني: يستند إلى دراسات تشكل أساساً لتوفير دليل عن العلاقات المباشرة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار من ناحية، وبين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة من ناحية أخرى. التوجه الثالث: يبنى على التوجهين السابقين، حيث سعت الدراسة إلى توفير دليل على الأهمية النسبية لكل من العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة للشركات المساهمة المصرية، لذلك قامت الدراسة ببناء واختبار العلاقة غير المباشرة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة عن طريق كفاءة الاستثمار.

كما تناولت الدراسة متغير مستقل (قوة المدير التنفيذي الأول) بالإضافة إلى سبع متغيرات ضابطة وهي: (حجم الشركة، الرافعة المالية، حجم مجلس الإدارة، الملكية المؤسسية، معدل العائد على الأصول، التدفقات النقدية التشغيلية، كثافة رأس المال). وكذلك، استعانت الدراسة في قياسها لقيمة الشركة بمقياسين هما: (نسبة توبين كيو، والقيمة السوقية لحقوق الملكية). بالإضافة إلى ذلك، اعتمدت الدراسة على القيمة المطلقة كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار والتي تم تقديرها من خلال الاعتماد على نموذج (Biddle et al., 2009). وقد اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 117 شركة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وتنتمي إلى أحد عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة من عام 2017م حتى عام 2021م.

وباستخدام أسلوب تحليل المسار، تشير النتائج إلى وجود علاقة سالبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة (معبراً عنها بنسبة توبين كيو، والقيمة السوقية لحقوق الملكية). كذلك تشير النتائج إلى عدم وجود علاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار. وتشير النتائج أيضاً إلى وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة (معبراً عنها بنسبة توبين كيو، والقيمة السوقية لحقوق الملكية). وتتمثل نتيجة الدراسة المهمة في عدم وجود تأثيرات وسيطة، حيث أن كفاءة الاستثمار لا تنطوي على تأثير ذي دلالة على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة. ولكن يوفر البحث دليلاً إمبريقياً يدعم من توقعات نظرية الوكالة بأن قوة المدير التنفيذي الأول يمكن أن تنطوي على تأثيرات عكسية على سلوك الإدارة. ومن ثم، فإن قوة المدير التنفيذي الأول تكون ضد مصالح المساهمين.

دراسات مستقبلية:

فى ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، فهناك العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لدراسات مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلى:

- 1- استخدام مقاييس أخرى لقياس متغيرات الدراسة، على سبيل المثال:
 - استخدام مقاييس أخرى لقيمة الشركة، مثل: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ومؤشر القيمة السوقية المضافة.
 - استخدام مقاييس أخرى لكفاءة الاستثمار، مثل: معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، ونموذج (Richardson's, 2006).
 - استخدام آليات أخرى للقوة لم تتضمنها الدراسة الحالية، مثل: الملكية المؤسسية، حجم مجلس الإدارة، الملكية الحكومية، والملكية الإدارية.
- 2- إجراء دراسة مقارنة عن تأثير كفاءة الاستثمار على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة في كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة في قطاع الأعمال العام.
- 3- في ظل الإقتراح بأن ربحية الشركة تعمل كمتغير وسيط في العلاقة بين آليات قوة المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة.
- 4- أحد حدود هذه الدراسة هو استبعاد الشركات المالية من عينة الدراسة الحالية، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير المالية، لذلك يمكن دراسة التأثيرات المباشرة والوسيلة بين قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- أبو العز، محمد السعيد، 1995، "نظرية الوكالة والدور التائيري لنظم معلومات المحاسبة الإدارية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول: 133-174.
- أبو سالم، سيد سالم محمد، 2017، "التأثيرات المباشرة والوسيطه بين حوكمة الشركات، جودة الأرباح، والأداء المالي: دراسة إمبريقية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو سالم، سيد سالم محمد، علوان، محمد فؤاد محمد، 2018، "تأثير آليات التحصين الإداري علي قيمة الشركة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني: 410 – 468.
- الصايغ، عماد سعد محمد، عبدالمجيد، حميدة محمد، 2014، "قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية"، مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بني سويف، العدد الأول: 1-49.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصري، 2016، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الإصدار الثالث، متاح على: http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/guide.pdf
- بدوي، هبة الله عبدالسلام، 2017، "أثر هيكل الملكية ومستوى الإفصاح على المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بني سويف، العدد الثاني: 171-206.
- بلال، السيد حسن سالم، 2020، "أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، العدد الأول: 788-845.
- جودة، ايمان عوض عبدالمحسن، صالح، سمير أبوالفتح، حسان، مروة حسن محمد، 2021، "أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة بنها.
- حجازي، إبراهيم رسلان، 1988، "استخدامات نظرية الوكالة في المحاسبة الإدارية"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول: 309 – 355.
- حسن، عزت عبدالحميد محمد، 2008، "الإحصاء المتقدم للعلوم التربوية والنفسية والاجتماعية: تطبيقات باستخدام برنامج ليزرل 8.8"، الطبعة الأولى، دار المصطفى للطباعة والترجمة، بنها.

- رميلي، سناء محمد رزق، 2016، "أثر مستوى الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع: 330-374.*
- سعد الدين، ايمان محمد، 2014، "تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة"، *مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، العدد الأول: 299-338.*
- شوقي، أحمد محمد، 2014، "نموذج مقترح لتكليف المعيار الدولي للمحاسبة عن الاندماج وفقاً لمتغيرات بيئة التقرير المالي في مصر"، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- طلخان، السيدة عبدالغنى مختار، 2017، "أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقياس قيمة الشركة"، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- عوض، ايمن عوض زكى، 2015، "العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي بالقوائم المالية قبل وأثناء الأزمة المالية العالمية وقيمة الشركة"، رسالة ماجستير غير مشورة، كلية التجارة، جامعة دمنهور.
- فودة، السيد أحمد محمد، 2019، "تحليل العلاقة بين التفاؤل الإدارى وكفاءة الاستثمار وأثرها على قيمة الشركة وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية"، *مجلة المحاسبة المصرية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد: 369-483.*
- محمد، حسناء عطية حامد، 2017، "تأثير التفاعل بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات ومستوى التخطيط الضريبي على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني: 266-304.*
- مراد، صلاح أحمد، 2000، "الأساليب الإحصائية في العلوم النفسية والتربوية والاجتماعية"، مكتبة الأنجلو المصرية، القاهرة.
- نويجي، حازم محفوظ محمد، 2017، "أثر خصائص لجنة المراجعة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة"، *مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الرابع: 134 – 172.*

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Abd Elhamed, H. M. E., 2018, "The Effect Of Financial Accounting Information Usefulness on Investment Efficiency: An Empirical Study", PHD, Faculty of Commerce, Zagazig University.

- Abed, A. L., and W. Abdallah, 2019, "Does Cross- Listing in The US Improve Investment Efficiency? Evidence from UK Firms", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 72: 215- 231.
- Al Mamuna, M., D. Rahmanb, H.N. Duongc, and M. T. Sulemand, 2020, "Understanding Founder CEOs' Role in Earnings Management and Implcaition for Performance".
- Ardillah, K., 2018, " Effect of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclosure, and Corporate Governance To The Value of The Company: Empirical Study on Registered SOE in Indonesia Stock Exchange", *Jurnal ilmu manajemen dan ekonomika* 10: 60-67.
- Andre, P., A. Filip, and S. Marmousez, 2014, "The Impact of IFRS on The Realtionship between Conservatism and Investment Efficiency", *Comptabilite – Controle – Audit* 20(3): 101-124.
- Andreou, P. C., D. Erlich, and C. Louca, 2013, "Managerial Ability and Firm Performance: Evidence From The Global Financial Crisis, Available at: <http://Citeseerx.ist.psu.edu>
- Balakrishnan, K., R. L. Watts, and L. Zuo, 2015, "The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment During The Global Financial Crisis", *Journal of Business Finance and Accounting Research* 43(5-6): 513-542.
- Bancel, F. and U. R. Mitto, 2014, "The Gap Between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts", Available at: <http://ssrn.com/abstract=2420380>.
- Baron, R. M., and D. A. Kenny, 1986, "The Moderator- Mediator Variable distinction in social psychological research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations, *Journal of Personality and Scial Psychology* 51(6): 1173-1182.
- Bathula, H., 2008, "*Board Characteristics and Firm Performance: Evidence From New Zealand*", PhD Thesis, Auckland University of Technology, New Zealand.

- Benlemlih, M. and M. Bitar, 2018, "Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency", *Journal of Business Ethics* 148: 647- 671.
- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S., 2009, "How Does Financial Reporting Quality Relate Investment Efficiency?". *Journal of Accounting and Economics*, 48: 112-131.
- Billet, M. T., J. A. Garfinkel, and Y. Jiang, 2011, "The Influence of Governance on Investment: Evidence From A Hazard Model ", *Journal of Financial Economics* 102(3): 643-670.
- Brandenburg, M., and S. Seuring, 2010, "A Model For Quantifying Impacts of Supply Chain Cost and Working Capital on the Company Value", *In International Heinz Nixdorf Symposium* pp.107-117. Springer, Berlin, Heidelberg.
- Brealey, R. A., S. C. Myers, F. Allen, and P. Mohanty, 2013, "Principles of Corporate Finance", *Tata McGraw-Hill Education* 214-218.
- Browne, M. W., and R. Cudeck, 1993, "Alternative Ways of Assessing Model Fit", *Sociological Methods and Research* 21(2): 230-258.
- Brown, S. J., P. Lajbcygier, and W. W. Wong, 2012, "Estimating The Cost of Capital With Basis Assets", *Journal of Banking and Finance* 36(11): 3071-3079.
- Charreaux, G., and P. Desbrieres, 1998, "Gouvernance des Entreprises: Valeur Partenariale contre Valeur Actionnariale", *FinanceControleStrategie* 1 (2): 57-88.
- Chen, F., O. Hope, Q. Li, and X. Wang, 2011, "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets ", *The Accounting Review* 86(4): 1255-1288.
- Chen, H. J., and S. H. Lin, 2013, "Managerial Optimism, Investment Efficiency and Firm Valuation", *Multinational Finances Journal* 17 (3/4): 295-340.

- Chen, N., H. C. Sung, and J. Yang, 2017, "Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms", *Pacific Accounting Review* 29(3): 266-282.
- Cherkasova, V. and E. Kuzmin, 2018, "Financial Flexibility As An Investment Efficiency Factor in Asian Companies Gadjah Mada", *International Journal of Business* 20(2): 137-164.
- Chiu, J., C. H. Chen, C. C. Cheng, and S. C. Hung, 2019, "Knowledge Capital, CEO Power and Firm Value: Evidence From The IT Industry", *The North American Journal of Economics and Finance* Vol (55): 1010-1012.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson, 1997, "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review* 22 (1): 20-47.
- Donaldson, L., 1990, "The Ethereal Hand: Organization Economics and Management Theory ", *Academy of Management Review* 15 (3): 369-381.
- Donaldson, L., 2008, "Ethic Problems and Problems With Ethic: Toward A Pro-Management Theory ", *Journal of Business Ethics* 78 (3): 299-311.
- Donaldson, L., and J. H. Davis, 1991, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management* 16 (1): 49-65.
- Edu, B. E., A. E. Esang, and A. Otonkue, 2009, "Environmental Financial Reporting", *Available at SRRN 1435237*.
- Eisenhardt, K. M., 1989, "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review* 14 (1): 57-74.
- Emo, S. B., 2011, "Realitions among e-learning systems and e-learning outcomes: A Path analysis model", *Human Systems Management* 30 (4): 229-241.
- Farooq, M. S., and V. Thyagarajan, 2014, "Valuation of Firms Methods and Practices- An Evaluation, Impact", *International Journal of Research in Business Management* 2(10): 7-14.

- Feng, X., 2016, "Research on the Relationship among M&A Behavior, Investment Efficiency and Firm Value—Empirical Evidence from A Shares of Listed Corporations", *Technology and Investment* 7(2): 27-32.
- Finkelstein, S., 1992, "Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation ", *Academy of Management Journal* 35 (3): 505-538.
- Florackis, C., and A. Ozkan, 2009, "Managerial Incentives and Corporate Leverage: Evidence From The United Kingdom", *Accounting and Finance* 49 (3): 531-553.
- Gang, H., 2019, "Does CEO Managerial Ability Matter? Evidence From Corporate Investment Efficiency", *Review of Quantitative Finance and Accounting* 52 (4): 1085-1118.
- Gomariz, M. F. C., and J. P. S. Ballesta, 2014, "Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency ", *Journal of Banking and Finance* 40: 494-506.
- Gujarati, D. N., 2003, "*Basic Econometrics*", 4th Edition, McGraw Hill, New York.
- Harjoto, M. A., and H. Joo, 2009, " CEO Power and Firm Performance: A Test of the Life- Cycle Theory. Asia- Pacific", *Jurnal of Financial Studies* 38(1): 35-66.
- Hall, N., 2007, "Structural Equations and Causation", *Philosophical Studies* 132(1): 109-136.
- Hamidlal, K. E., and I. Harymawan, 2021, "Relationship between CEO Power and Firm Value: Evidence from Indonesian Non-Financial Companies under" ., *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis* 8(1): 15-26.
- Han, S., V. Nanda, and S. Silveri, 2016, "CEO Power and Firm Performance under Pressure" ., *Financial Management* 45(2): 369-400.
- Harjoto, M. A., and H. Joo, 2009, " CEO Power and Firm Performance: A Test of the Life- Cycle Theory. Asia- Pacific", *Jurnal of Financial Studies* 38(1): 35-66.

- Harper, J., G. Johnson, and L. Sun, 2020, "Stock Price Crash risk and CEO Power: Firm-Level Analysis", *Research in International Business and Finance* 51, 101094.
- Haynes, K. T., A. Zattoni, B. K. Boyd, and A. Minichilli, 2019, "Figureheads or Potentates? CEO Power and board oversight in the context of Sarbanes Oxley", *Corporate Governance: An International Review* 27(6): 402-426.
- Hooper, D., J. Goughian, and M. R. Mullen, 2008, "Structural Equation Modelling: Guidelines for Determining Model Fit", *Electronic Journal of Business Research Methods* 6 (1): 53-60.
- Hu, L. S, and P. M. Bentler, 1999, "Cutoff Criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional Criteria versus new alternatives", *Structural Equation Modeling* 6 (1): 1-55.
- Huang, X. J., and H. Yan, 2012, "Shareholding Structure, Investment Efficiency and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market", In *Technology for Education and Learning* (pp. 549-555). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *the Journal of Financial* 48(3): 831-880.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behaviors, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Johnson, W. C., and S. Yi, 2014, "Powerful CEOs and Corporate Governance: Evidence From an Analysis of CEO and Director Turnover After Fraud" *Asia Pacific Journal of Financial Studies* 13 (6): 838-872.
- Kline, R. B., 2016, "*Principles and Practice of Structural Equation Modeling*(4th ed.)", New York, NY: The Guilford Press.
- Knetsch, A., 2020, "*Corporate Investment Efficiency and its Determinants*", Doctoral Dissertation, Dissertation, Rheinisch_ Westfälische Technische Hochschule Aachen.

- Koo, K., 2015, "The Effects of CEO Power on Firm Value: Evidence from The Financial Crisis of 2008", *Accounting and Finance Research* 4 (4): 13-25.
- Kurniasari, W., and Y. Warastuti, 2015, "The relationship between CSR and profitability to firm value in Sri-Kehati index", *International Journal of Economic Behavior* 5 (1): 31-41.
- Majeed, M. A., and L. Ullah, 2022, "Impact of CEO Power on Investment Efficiency: Evidence From China", *Available at SSRN 4120396*.
- Martini, N. N. P., 2014, "Factors Affecting Firms Value of Indonesia Manufacturing Firms", *International Journal of Business and Management Invention* 3(2): 35-44.
- Mcknight, P. J., and C. Weir, 2009, "Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49(2): 139-158.
- Moussa, S., H. Rachd, and A. Ammeri, 2013, "Governance, Managers' Entrenchment and Performance: Evidence in French Firms Listed in SBF 120", *International Journal of business and Social Research* 3(2): 35-48.
- Naeem, K., and M. Li, 2019, "Corporate Investment Efficiency: The Role of Financial Development in Firms With Financing Constraints and Agency Issues in OECD Non- Financial Firms", *International Review of Financial Analysis* 62: 53-68.
- Nor, N., A. Nawawi., and A. Salin., 2017, "The influence of board independence, board size and managerial ownership on firm investment efficiency", *Pertanika Journal of Social Science and Humanities* 25(3): 1039-1058.
- Nurcholisah, K., 2016, "The Effects of Financial Reporting Quality on Information Asymmetry and its Impacts on Investment Efficiency", *International Journal of Economis, Commerce and Management* 5(5).
- Ntim, C. G., 2009, "Internal Corporate Governance Structures and Firm Financial Performance: Evidence from South African Listed Firms", *PhD Thesis, Faculty of Law, Business and Social Sciences, University of Glasgow, Scotland, UK*.

- Park, J., C. Y. Ko, H. Jung and Y. S. Lee, 2016, "Managerial Ability and Tax Avoidance: Evidence From Korea", *Asia- Pacific Journal of Accounting and Economics* 23 (4): 449-477.
- Petrou, A. P., and A. Procopiou, 2016, "CEO Shareholdings and Earnings Manipulation: A Behavioral Explanation", *European Management Review* 13 (2): 137-148.
- Pigé, B., 1998, "Enracinement des Dirigeants et Richesse des Actionnaires", *Finance Contrôle Stratégie* 1(3): 131-158.
- Rahgozar, R., 2008, "Valuation Models and Their Efficacy in Predicting Stock Prices", *American J. Finance and Accounting* 1(2): 139- 151.
- Rahim, J. J. M., 1989, "Relationships of Leader Power to Compliance and Satisfaction with Supervision: Evidence from a National Sample of Managers", *Journal of Management* 15(4): 545-556.
- Rahimi, A., and A. Forughi, 2019, "Control Mechanisms, CEO Power and Firm Value", *Journal of Accounting Advance* 11(2): 151-182.
- Ratny, S., M. M. Fonseka, and G. L. Tian, 2019, "Access to External Financing and Firm Investment Efficiency: Evidence From China", *The Journal of Developing Areas* 53(2): 109-122.
- Ress, W., and Z. Cao, 2018, "Employee Treatment, Labor Investment Efficiency and Firm Performance", Available at: <https://ssrn.com/abstract=3119189>.
- Richardson, S., 2006, "Over- Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies* 11(2-3): 159-189.
- Rikkert, J., 2014, "*The Use of Business Valuation Methods in Africa, Europe and Australia*", Bachelor Thesis, Business Administration, University of Twente, Enschede.
- Salehi, M., G. Zimon, A. Arianpoor, and F. E. Gholezoo, 2022, "The Impact of Investment Efficiency on Firmvalue and Moderating Role of Institutional Ownership and Board Independence", *Journal of Risk and Financial Management* 15(4): 170.

- Serfling, M., 2014, "CEO age and The Riskiness of Corporate Policies", *Journal of Corporate Finance* 25: 251-273.
- Shahab, Y., C. G. Ntim, F. Ullah, C. Yugang and Z. Ye, 2020, "CEO Power and Stock Price Crash Risk in China: Do Female directors' Critical mass and Ownership Structure matter?", *International Review of Financial Analysis* 68,101457.
- Sheikh, S., 2018, "CEO Power, Product Market Competition and Firm Value", *Research in International Business and Finance* 46: 373-386.
- Sun, K., 2014, "*The Relationship Between Ownership Structure and Investment Efficiency in China- Focusing on Soes and Foreign Owned Enterprises*", Master Thesis, Faculty of The Graduate School of Arts and Sciences, Georgetown University, Available at :https://repository.library.georgetown.edu/bitstream/handle/10822/709902/SUN_georgetown_00766M_12603.pdf?sequence=1.
- Tan, Y., N. Xu, X. Liu, and C. Zeng, 2015, "Does Forward- Looking non Financial Information Consistently affect Investment Efficiency?", *Nankai Business Review International* 6(1): 2- 19.
- Tang, J., M. Crossan, and W. G. Rowe, 2011, "Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of A Powerful Board ", *Journal of Management Studies* 48 (7): 1479-1503.
- Tien, C., C. N. Chen, and C. N. Chuang, 2013, "A Study of CEO power, Pay Structure, and Firm Performance ", *Journal of Management and Organization* 19 (4): 424-435.
- Tuway, J. K., and D. K. Tarus, 2016, "Does CEO Power Moderate The Relationship Between Board Leadership and Strategy Involvement In Private Firms? Evidence From Keroya ", *The International Journal of Business In Society* 16 (5): 906-922.

- Utami, W., and P. D. Wahyuni, 2018, "Forward- Looking Information Based on Integrated Reporting Perspective: Value Relevance Study in Indonesia Stock Exchanges", *Asian Journal of Economics, Business and Accounting* 8(4): 1-12.
- Verdi, R. S., 2006, "Financial Reporting Quality, and Investment Efficiency", Available at: [https:// Papers. SSrn. Com/ Sol3/ Papers.Cfm? Abstract-id=930922](https://Papers.SSrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract-id=930922).
- Ward, C., C. Yin, and Y. Zeng, 2020, "Motivated Monitoring by Institutional Investors and Firm Investment Efficiency", *European Financial Management* 26: 348- 385.
- Wu, S.,X. Quan, and L. Xu, 2011, "CEO Power, Disclosure Quality and The Variability Of Firm Performance: Evidence From China", *NankaiBusinessReviewInternational* 2 (1): 79-97.
- Yang, S.L., and X. F. Liu, 2017, "The Empirical Study on CEO Power and Investment Efficiency", In *3rd Annual International Conference on Management, Economics and Social Development (ICMSD17)*(PP.40-45). Atlantis press.

Abstract

This study aims to test whether the strength of the CEO affects the value of the company by applying it to the Egyptian shareholding companies, and whether the relationship between the strength of the CEO and the value of the company is affected by investment efficiency. Therefore, this study aims to answer the following questions: (1) What is the direct impact of the CEO's power on the company's value? (2) What is the indirect effect of the power of the first CEO (via: investment efficiency) on the company's value in the Egyptian joint stock companies? (3) Is the relationship between the strength of the first CEO and the value of the company affected by the level of investment efficiency in the Egyptian shareholding companies? In order to test the hypotheses of the study, the study relied on the Tobin's Q ratio. And the market capitalization of property rights to measure the value of the company. In measuring investment efficiency, the study relied on the use of a model (Biddle et al., 2009). The study tests hypotheses for a sample of 117 joint stock companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the years from 2017 to 2021. Using the path analysis method, the study found: (1) There is a negative and significant relationship between the strength of the first CEO and the value of the company. (2) There is no relationship between the strength of the first CEO and investment efficiency. (3) The existence of a significant and positive relationship between the investment efficiency and the value of the company. The important result of the study is that there are no intermediate effects, as investment efficiency does not have a significant effect on the relationship between the strength of the first CEO and the value of the company.

Key terms: Firm Value, Market Capitalization, CEO Power, Investment Efficiency.