



**أثر تعويضات مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم: دراسة
تطبيقية علي الشركات المساهمة المصرية**

**Impact of Board of Directors Compensations on
Shares Prices: An Applied study on Egyptian
Corporations**

د/ هالة عبدالفتاح العجمي
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ

أ/ إيمان علي محمود برسي
باحث ماجستير

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ
المجلد التاسع - العدد السادس عشر- الجزء الثالث
يوليو ٢٠٢٣ م

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

ملخص البحث :

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر تعويضات مجلس الإدارة على أسعار الأسهم ، ولتحقيق هذا الهدف تم تقسيم البحث إلى جزئين ، الجزء الأول يتمثل في الإطار النظري لموضوع البحث والجزء الثاني يتمثل في الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث وذلك من خلال الاطلاع على القوائم والتقارير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية وإجراء الاختبارات الإحصائية الخاصة باختبار الفروض . وقد تم استخدام عينة مكونة من ٣٠ شركة من الشركات المساهمة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٩-٢٠٢١ ، وقد خلص البحث إلى عدم وجود أثر معنوي للتعويضات النقدية التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية ، وعدم وجود أثر معنوي للتعويضات المبنية على الأسهم التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة على أسعار الأسهم ، وبالتالي عدم وجود أثر معنوي لتعويضات مجلس الإدارة على أسعار الأسهم . واختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات من أهمها : أنه يجب إجراء دراسات أعمق لفهم ممارسات تعويضات مجلس الإدارة وتوصي الباحثة بضرورة وضع إطار شامل لمكافأة الرؤساء التنفيذيين في الشركات، بما يتماشى مع توصيات لجنة المراجعة للشركات ، كما توصي الباحثة بوضع قوانين الزاميه تلزم جميع الشركات بالإفصاح عن التعويضات المبنية على الأسهم في القوائم المالية للشركات .

الكلمات الدالة : نظرية الوكالة ، التعويضات المبنية على الأسهم ، التعويضات النقدية ، أسعار الأسهم

Abstract :

This study aims to study the impact of the board of directors compensation on stock prices, and to achieve this goal, the research was divided into two parts, the first part is represented in the theoretical framework of the subject of the research, and the second part is represented in the applied study to test the research hypotheses, by looking at the lists and financial reports listed on the Stock Exchange Finance and conducting statistical tests for testing hypotheses. A sample of 30 Egyptian joint stock companies was taken during the period from 2019-2021. The research concluded that there is no significant impact of the cash compensation received by the members of the Board of Directors on the shares prices in the Egyptian joint stock companies, and the absence of a significant impact of the compensation based on the shares obtained by the members of the Board of Directors on the shares prices, and therefore the absence of a significant impact of the compensation of the Board of Directors on shares prices. The study concluded with a set of recommendations, the most important of which are: Deeper studies should be conducted to understand the board of directors' compensation practices, and we recommend developing a comprehensive framework for rewarding CEOs in companies, in line with the recommendations of the corporate audit committee. We also recommend clarifying mandatory laws that oblige all companies to disclose share-based compensation. in the company's financial statements.

Key Words : Agency theory, stock-based compensation, cash compensation, Shares Prices

١. مقدمة البحث :

لقد نال البحث عن حوافز المديرين اهتماما زائدا في الآونة الأخيرة، ومنذ ذلك الحين تختبر البحوث ما اذا كانت عقود الحوافز الإدارية تشكل أداة دفع فعالة نحو انحراف سلوك المديرين التنفيذيين. حيث يعتبر مجلس الإدارة جزءا مهما لهيكل الحوكمة وأن المكافأة الإدارية تعتبر من أكثر آليات الحوكمة فعالية في تحفيز المديرين في مجلس الإدارة. ويمكن لمكافأة مجلس الإدارة أن تتعامل مع مشاكل الوكالة وأن تؤثر بفعالية على السلوك الإداري وأداء الإدارة، كما تخفض الوكالة التضارب بين المساهمين والمديرين وتعمل على تقارب المصالح فيما بينهم. (عفيفي، ٢٠١٧، ص ٣٤٢)

وتعد مكافآت مجلس الإدارة وحزم تعويضات كبار المديرين التنفيذيين اثنين من أدوات حوكمة الشركات المصممة لتحسين الرقابة الداخلية للمديرين، وتزويدهم بالحوافز المناسبة للتصرف بما يخدم مصالح المساهمين. فإن معظم المساهمات على المحددات والآثار المترتبة على تعويض المديرين التنفيذيين تتعلق بالشركات المدرجة، ليس فقط بالنسبة لتوافر البيانات والأهمية الاقتصادية لهذه الشركات، ولكن أيضا لازدياد الأهمية التي حققها عناصر الدفع مقابل الأداء وخيارات الأسهم خلال الفترة الماضية. (Menozzi, A., et. al, 2011, P2)

وتمثل نظرية الوكالة إحدى النظريات التي تسعى للتقليل من تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين في جعل التعويضات تعتمد على أداء الشركة عن طريق ملكية الأسهم وخيارات الأسهم والمكافآت. (Jiang, H., & Zhang, H, 2018, PP 131-132)

٢. مشكلة البحث :

أن الأزمات المالية التي حدثت في الآونة الأخيرة والتي أدت إلى إفلاس العديد من الشركات والمؤسسات العالمية الكبرى أثارت مسألة مهمة تتعلق بجودة المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية المنشورة، وكان لابد من البحث عن وسيلة لاستعادة ثقة المستثمرين من خلال تطبيق حوكمة الشركات والتي تقوم على أساس تنظيم العلاقات القائمة بين مجلس الإدارة في الشركات وبين مديري الفروع التنفيذيين والمساهمين وأصحاب المصالح، ونتيجة لوجود علاقة تعاقدية بين المالكين والمدراء فقد نشأت العديد من المشاكل أهمها مشكلة تضارب المصالح إذ يعمل المدراء على تحقيق مصالحهم الذاتية بتعظيم عائداتهم بعدم بذل الجهد على حساب مصلحة المالكين. (نوري، ٢٠١١، ص ١)

وتمثل مشكلة البحث في أن المديرين يسعون لزيادة ثرواتهم على حساب المساهمين، لذلك سعت نظرية الوكالة لمواءمة مصالح المديرين مع مصالح المساهمين من خلال عمل عقود تسمى عقود المكافآت، والتي تعد وسيلة قوية للتحفيز لربط مصالح المديرين مع مصالح المساهمين مما يدفع المديرين لاتخاذ قرارات تزيد من قيمة الشركة، وذلك من خلال ربط التعويضات بأداء الشركة فعندما يعمل المديرين لزيادة أداء الشركة تزيد تعويضاتهم.

وفي ضوء ما تقدم يمكن صياغة مشكلة البحث في السؤال البحثي الرئيسي التالي:

(أ) هل تؤثر تعويضات مجلس الإدارة على أسعار الأسهم؟

وللإجابة على هذا السؤال يمكن طرح التساولين الفرعيين التاليين :

(أ) هل تؤثر التعويضات المبنية على الأسهم على أسعار الأسهم؟

(ب) هل تؤثر التعويضات النقدية على أسعار الأسهم؟

٣. هدف البحث :

ويتمثل الهدف الرئيسي لهذا البحث في دراسة اثر تعويضات مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم في البيئة المصرية . و لتحقيق الهدف الفرعية التالية :

(١) التعرف علي أثر التعويضات المبنية علي الاسهم علي أسعار الأسهم .

(٢) التعرف علي أثر التعويضات النقدية علي أسعار الأسهم

٤. أهمية البحث :

يمكن إبراز أهمية البحث من حيث الأهمية العلمية والعملية علي النحو التالي :

تتمثل الأهمية العلمية في النقاط التالية :

- (١) الندرة النسبية للدراسات التي تناولت تعويضات مجلس الإدارة في بيئة الأعمال المصرية وذلك في حدود علم الباحثة .
- (٢) لقاء الضوء علي مشكلة الوكالة الناجمة عن سوء الارتباط بالمكافآت وطبيعة تلك المكافآت وعلاقتها بأسعار الأسهم بما لها أهمية كبيره في الفكر المحاسبي .
- (٣) تعد دراسة تعويضات مجلس الإدارة من الموضوعات الهامه اذا ارتبطت بأسعار الأسهم .

تتمثل الأهمية العملية في النقاط التالية:

- (١) المساهمة في زيادة وعي أصحاب المصالح بالشركات المساهمة التي تخدم كافة الأطراف من مستثمرين ومحللين ماليين وجهات أخرى عن مدي تأثير تعويضات مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم.
- (٢) تمكين المساهمين وأصحاب المصالح من القيام بمراقبة أداء الشركة و عمل توازن في العلاقة بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح.
- (٣) ضمان حقوق أصحاب المصالح وحملة الأسهم والإدارة ومجلس الإدارة وعدم تعارض المصالح بينهم .

٥. منهج البحث:

من أجل تحقيق أهداف البحث استخدم الباحث المنهجين التاليين :

- (١) **المنهج الاستنباطي:** استخدمت الباحثة المنهج الاستنباطي لإعداد الدراسة النظرية والاطلاع علي الدراسات السابقة المتعلقة بمشكلة البحث بهدف اشتقاق الإطار النظري للبحث من خلال الاطلاع علي المراجع والدوريات والبحوث العلمية العربية والاجنبية ذات العلاقة بموضوع البحث وبالتالي اشتقاق الفروض .
- (٢) **المنهج الاستقرائي:** استخدمت الباحثة المنهج الاستقرائي لبناء الدراسة التطبيقية للبحث وذلك من خلال الاطلاع علي القوائم والتقارير المالية للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية وإجراء الاختبارات الإحصائية الخاصة باختبار الفروض مع تحليل نتائج الدراسة .

٦. نطاق البحث:

١. سوف يقتصر البحث على الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية لسهولة الحصول على البيانات المتعلقة بالدراسة التطبيقية والأهمية الاقتصادية لهذه الشركات .
٢. اقتصرت الدراسة التطبيقية على الشركات الغير مالية ، مع استبعاد القطاع المالي (قطاع البنوك – وشركات التأمين – وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية) لما لهذا القطاع من خصائص محددة وقوانين ولوائح خاصة .

٧. فروض البحث :

في ضوء طبيعة مشكلة الدراسة والهدف منها يمكن صياغة الفرض البحثي الرئيسي علي النحو التالي:

يوجد أثر معنوي لتعويضات مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم .

ويتفرع هذا الفرض إلي الفرضين الفرعيين التاليين :

- أ) يوجد أثر معنوي للتعويضات المبنية علي الأسهم علي أسعار الأسهم .
- ب) يوجد أثر معنوي للتعويضات النقدية علي أسعار الأسهم .

٨ . تنظيم البحث :

انطلاقا من مشكلة البحث والهدف منه فقد تم تبويب البحث علي النحو التالي :

- القسم الأول : تعويضات مجلس الإدارة وأسعار الأسهم – خلفية نظرية.
- القسم الثاني : الدراسات السابقة وصياغة العلاقة بين متغيرات البحث
- القسم الثالث : الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث
- القسم الرابع : الخلاصة والنتائج والتوصيات
- القسم الخامس : قائمة مراجع البحث

وسيتم عرض ما سبق علي النحو التالي :

القسم الأول : تعويضات مجلس الإدارة وأسعار الأسهم – خلفية نظرية

خلال العقد الماضي ، أكدت انهيارات الشركات الشهيرة أن المخاطر التي تحتويها العلاقة التعاقدية بين المديرين والمساهمين ، هي أن ليس لدى المساهمين عقد صريح لضمان مصالحهم ، لكنهم يعتمدون على نظام حوكمة الشركات للسيطرة على الإدارة من أجل تحقيق التوازن بين مصالح الإدارة والمساهمين ، ويبدو من الصعب على المساهمين ممارسة الرقابة الفعالة علي المديرين ، و يوجد العديد من المساهمين الصغار لديهم أسهم تمثل جزء صغير من شركة ضخمة وغير قادرين على التحكم في الأنشطة التي يقوم بها المديرين . (El-Faitouri, R, 2014 ,PP82-83)

و تعد مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضات كبار المديرين التنفيذيين ، من أدوات حوكمة الشركات التي تهدف إلى تحسين الرقابة الداخلية للمديرين وتزويدهم بالحوافز المناسبة للتصرف بما يحقق مصلحة المساهمين، ومعظم المساهمات في المحددات وتأثيرها علي تعويضات المديرين التنفيذيين تتعلق

بالشركات المدرجة ، ليس فقط لتوفيرها البيانات والأهمية الاقتصادية لهذه الشركات ، ولكن أيضاً للأهمية المتزايدة التي تمثلها مكونات الدفع مقابل الأداء وخيارات الأسهم . (Menozzi, A., et. al) (2014, PP2)

وتتمثل أهمية تعويضات مجلس الإدارة في حل مشاكل الوكالة وتحقيق التوافق بين مصالح المديرين و مصالح المساهمين ، و تحتوي محددات تعويضات مجلس الإدارة علي محددات اقتصادية مثل حجم الشركة واداء الشركة والرافعة المالية وهيكل الملكية ومخاطر الشركة ومحددات اخري مثل حجم مجلس الإدارة وازدواجية الرئيس التنفيذي وخبرة الرئيس التنفيذي.

١. نظرية الوكالة :

تسعي نظرية الوكالة لتحليل المشكلة في العلاقة بين الموكل والوكيل ، حيث تربط هذه العلاقة عقد وبناء علي هذا العقد يعطي أحد الطرفين (الموكل - والوكيل) الصلاحيات للطرف الآخر في إدارة أعماله نيابة عنه وبالتالي يحدث الفصل بين الإدارة والملكية ، نتيجة الفصل يقوم الوكيل بالعمل لحساب مصالح الشخصية علي حساب مصالح الموكل وذلك ادي إلي وجود تضارب في المصالح . (Reddy, K., et al, 2015)

١١ تعريف نظرية الوكالة :

تعرف نظرية الوكالة بأنها إطار فكري يستخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية . وتنشأ علاقة الوكالة عندما يفوض (يوكل) شخص معين (أو مجموعة من الأشخاص) يسمى الأصيل شخصاً آخر (أو مجموعة من الأشخاص) يسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة عن الأصيل. (درويش ، ٢٠٠٧ ، ص ٦٥)

وفي مواجهة هذه القضية ظهر مدخلان : (درویش ، ٢٠٠٧ ، ص ٦٤)

١. **مدخل الأمناء :** هو أن المديرين أمام القانون يعتبرون أمناء على ثروات الملاك ولذا فهم مسؤولون أمام القانون عن أي تقصير أو إتلاف أو ضياع أو سوء استخدام لثروة الملاك
٢. **مدخل نموذج التعاقدات :** وفي هذا النموذج يتم النظر إلى الشركة المساهمة على أنها عبارة عن مجموعة مترابطة من التعاقدات مع جميع الأطراف أصحاب المصلحة في الشركة إلا أن المديرين مسؤولون عن صياغة هذه العقود باعتبارهم وكلاء عن الملاك وبما يخدم مصالح حملة الأسهم ، والمديرون الذين لا يسعون إلى تعظيم مصالح الملاك يتم استبدالهم .

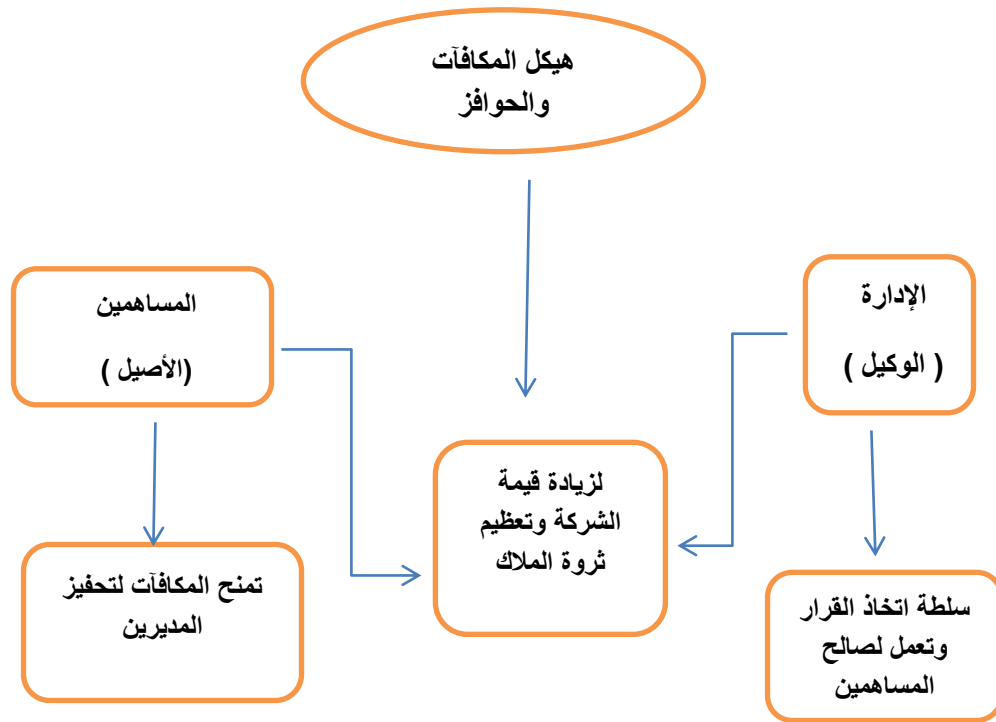
وعرف (Demirer, I., & Yuan, J. J, 2013, P 422) عقود التعويضات بأنها :

هو عقد لتوفير الحوافز لتحقيق أهداف الإدارة الاستراتيجية الحالية وطويلة الأجل ، مع الهدف المتمثل في تعزيز قيمة المساهمين. ولقد تم الافتراض بأن استخدام التعويض على أساس الأسهم يمكن أن يحل هذه المشكلة. وأن التعويض القائم على حقوق الملكية ، مثل خيارات الأسهم ، يربط ثروة المديرين التنفيذيين بسعر السهم ، وبالتالي ، يحفز المديرين التنفيذيين على مواءمة مصالحهم مع مصالح المساهمين . لذلك تسعي نظرية الوكالة إلى تحديد العقد الأكثر كفاءة الذي يحكم العلاقة بين المديرين والمساهمين .

ويمكن النظر إلى علاقات الوكالة بأنها علاقة بين طرفين يعتمد فيها الأصل وهم أصحاب الشركة على مهارات وخبرات المديرين (الوكيل) ، حيث يقوم الأصل بتقويض سلطته اتخاذ القرارات للوكيل نظرا لخبرات ومهارات الوكيل ، في مقابل منحهم مكافآت وحوافز .

الشكل التالي يوضح علاقة الوكالة بين المساهمين والإدارة :

يوضح الشكل (١١٢) أن أطراف الوكالة هما المديرين (الوكيل) و المساهمين (الأصل) لكل من الطرفين عمل يقوم به لتحقيق الهدف المرجو منه . حيث دور المديرين هو سلطة اتخاذ القرار نيابة عن المساهمين للعمل على زيادة قيمة الشركة وتعظيم ثروته المساهمين ، بينما دور المساهمين هو تحديد المكافآت المناسبة لمنحها للمديرين حتي يعمل المديرين لزيادة قيمة الشركة وتعظيم ثروتهم . وأيضا تمنح المكافآت والحوافز لتعظيم قيمة المساهمين . وبالتالي يسعى كل الأطراف لهدف واحد وهو تعظيم قيمة المساهمين وزيادة قيمة الشركة .



الشكل ١١١ (اعداد الباحثة)

١١٢ الفروض التي تقوم عليها نظرية الوكالة : (السيد ، ٢٠٠١، ص ٦٤) و(درويش ، ٢٠٠٧، ص ٦٥)

١. إن أطراف الوكالة (أصلاء وكلاء) يتمتعون بالرشد نسبياً وأن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية.
٢. إن دوال أهداف الأصيل والوكيل غير متوافقة تماماً وأن هناك قدراً من التعارض في المنافع بينهما.
٣. أنه بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف الوكلاء والأصلاء فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو المنشأة قوية في مواجهة المنشآت الأخرى .
٤. إن هناك عدم تماثل في هيكل المعلومات لدى كل من الأصيل والوكيل في ما يتعلق بموضوع الوكالة.
٥. يترتب على ما سبق ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكّنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للأصيل.
٦. أن الأصيل لديه الرغبة في تعميم عقود للوكالة تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرف الوكالة ويحول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الأصيل .

١١٣ المشاكل التي تنشأ عن نظرية الوكالة :

١. مشكلة المخاطرة الأخلاقية : تنشأ عندما لا يستطيع الأصيل ملاحظة أداء الوكيل (اختياراته)، وعندما تختلف تفضيلات كل من الأصيل والوكيل حول البدائل المتاحة للاختيار. (درويش ، ٢٠٠٧، ص ٦٦) ، وتنتج عن عمل مدير الشركة لمصلحته الشخصية بدل أن يعمل لمصلحة المالك . (شقور ، ٢٠١٧، ص ٣١).
٢. مشكلة الاختيار العكسي : تنشأ عندما تكون لدى الوكيل القدرة على الحصول على المعلومات الخاصة بنتائج كل بديل وذلك قبل قيامه بالأداء أو الاختيار في الوقت الذي لا تتوافر للأصيل هذه المعلومات . (درويش ، ٢٠٠٧، ص ٦٦) ، و تختلف المعلومات بين الطرفين أي ان المعلومات الموجودة عند المديرين تكون غير متاحة للمستثمرين المحتملين وهذا ما يعبر عنه الاختيار العكسي هذه المشكلة تظهر نتيجة قدره الوكيل علي اخفاء بعض المعلومات او اعطاء معلومات خاطئة او مضلله (السيرتي ، ٢٠٢٢، ص ١٥١).
٣. مشكلة تضارب المصالح : ينشأ عن مشكلة الوكالة تضارب في المصالح بين الطرفين (الملاك و المديرين) والتي ينبغي العمل علي تخفيضه والتقليل من شدته ويتجسد هذا التضارب من خلال ازدياد درجة انفصال الملكية عن الإدارة مما يؤدي إلي تباعد المصالح بين الطرفين وبالتالي تزداد مشاكل الوكالة . دراسة (العيادي ، ٢٠١٨، ص ٢١٥).

١. الملكية الإدارية : تجعل المدير يعمل كمالك في المنظمة ويركز على أداء الشركة. من خلال هذا ،

١. الملكية الإدارية : تجعل المدير يعمل كمالك في المنظمة ويركز على أداء الشركة. من خلال هذا ، تتماشى مصلحة الملاك والمديرين. ويؤدي منح الأسهم للوكلاء إلى زيادة انتمائهم إلى الشركة .
٢. التعويض التنفيذي : أن حزمة التعويضات غير الكافية تجبر المديرين على استخدام ممتلكات الملاك لمصلحتهم الخاصة. بينما حزمة الحوافز المناسبة تحفز المديرين على العمل بجدية أكبر من أجل أداء أفضل للشركة والتي من خلالها يمكن للمالكين تعظيم ثرواتهم .

٣. **الديون** : زيادة مستوى الدين تؤثر علي انضباط الشركة. مما يجعل المديرين أكثر حذراً فيما يتعلق باتخاذ قرارات غير فعالة قد تعوق ربحية الشركة .
٤. **سوق العمل** : يطمح المديرون دائماً إلى فرص ومكافآت أفضل في السوق ويتضح من خلال أدائهم السابق . لهذا السبب ، يتعين على المديرين إثبات جدارتهم في الشركة من خلال تعظيم قيمة الشركة وهذا يزيد من فعالية وكفاءة المديرين .
٥. **مجلس الإدارة** : إن إدراج المزيد من المديرين الخارجيين في مجلس الإدارة قد يراقب بجدية تصرفات المديرين ويساعد في مواءمة المصالح بين الملاك والمديرين.
٦. **حملة الأسهم** : يمكن للمالك القوي أو الملكية المركزة مراقبة سلوك المديرين والتحكم في أنشطتهم لتحسين قيمة الشركة.

٣. **تكاليف الوكالة** : هي التكاليف التي يتحملها الملاك بسبب الارتباط بعلاقة وكالة مع المديرين لتسيير أعمال الشركة وهذه التكاليف لم تحدث إذا اعتمد الملاك علي أنفسهم دون الاعتماد علي المديرين ، الأمر الذي يحتاج إلي توافر نظام حوافز ومكافآت إدارية للحد من تعارض المصالح وتدنية تكاليف الوكالة المرتبطة به . (عامر ، ٢٠١١ ، ص ٧) .

تكاليف الوكالة ثلاث أنواع وهي :

١ . **تكاليف الرقابة** : هي التكاليف المرتبطة بمراقبة وتقييم أداء الوكيل في الشركة. و الملاك يعينون مجالس لمراقبة المديرين ؛ ومن ثم فإن تكلفة الحفاظ على مجلس الإدارة تعتبر أيضاً تكاليف مراقبة. و تشمل تكاليف المراقبة أيضاً نفقات التوظيف والتدريب والتطوير التي يتم إجراؤها للمديرين التنفيذيين. يتحمل المساهمون هذه التكاليف في المرحلة الأولية ولكن في المرحلة اللاحقة يتحملها المديرون لأنه يتم تعويضهم لتغطية هذه النفقات. (Panda, B., & Leepsa, N. M, 2017, 84)

٢. **تكاليف التعهد والالتزام** : يتحملها الوكيل ليزر للأصيل كفاءته في اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة الشركة والمتوافقة مع رغبته . (أوصيف ، فرحات ، ٢٠١٨ ، ص ٤٠٨)

٣. **الخسائر المتبقية** : ينتج عن تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين مشكلة أخرى ، حيث لا يتمشى القرار الذي يتخذه المديرون لتعظيم ثروة المالكين. تؤدي هذه القرارات الإدارية غير الفعالة إلى خسارة تُعرف بالخسارة المتبقية. أن الخسارة المتبقية هي المكون الرئيسي لتكلفة الوكالة ، والتي يجب أن يخفضها المديرون لتقليل الخسارة المتبقية ، يتحمل الملاك تكلفة المراقبة. (Panda, B., & Leepsa, N. M, 2017, 84)

٤. مساهمات نظرية الوكالة في مواءمة المصالح الإدارية :

على خلفية مشكلة الوكالة الأساسية التي تؤثر على عملية صنع القرار الإداري. هناك مدخلان مختلفتان حول كيفية ارتباط مشكلة الوكالة بتعويضات المسؤولين التنفيذيين .
(Bebchuk, L. A., & Fried, J. M., 2003, PP72)

١- **مدخل التعاقد الأمثل** : يُفترض أن تقوم المجالس بتصميم خطط تعويض لتزويد المديرين بحوافز فعالة لتعظيم قيمة المساهمين ، و أن المديرين يعانون من مشكلة الوكالة ولا يسعون تلقائيًا إلى تعظيم قيمة المساهمين. وبالتالي ، فإن تزويد المديرين بالحوافز الكافية أمر مهم (M. S. , Weisbach , 2007,P 425).

في ظل مدخل التعاقد الأمثل :

يحاول مجلس الإدارة الذي يعمل لصالح المساهمين علي توفير مثل هذه الحوافز الفعالة من حيث التكلفة للمديرين من خلال حزم التعويضات الخاصة بهم ، و أن المديرين سيكون لديهم عقود الحوافز لتشجعهم على تعظيم الأرباح. (Bebchuk, L. A., & Fried, J. M.,2003,P73)

٢- **مدخل القوة الإدارية** : ويعني أن الرئيس التنفيذي يتمتع بقدر كبير من السيطرة على مجلس الإدارة ، وهذه السيطرة تشمل القدرة على تعيين جزء كبير من أجره الخاص. (Bebchuk, L. A., & Fried, J. M.,2003,P72)

الفرض الرئيسي لهذا المدخل : هو أن التعويضات التنفيذية يتم التحكم فيها بشكل أساسي من قبل المديرين التنفيذيين أنفسهم. وتستخدم خيارات الأسهم والأجور "الحافزة" كطريقة لتبرير التعويض المرتفع ، وتوفر الحوافز المفترضة للمجالس تبريرًا لأجور تنفيذية عالية للغاية. وأن الفحص الدقيق لممارسات رواتب التنفيذيين يشير إلى أن هيكلم أكثر اتساقًا مع قيام المديرين التنفيذيين بزيادة رواتبهم إلى الحد الأقصى الخاضع لقيود مقارنة بالعقود التي ستكون نتيجة مفاوضات طويلة المدى (Weisbach , M., S. , 2007, P426).

٥. تعويضات مجلس الإدارة :

تعد مجالس الإدارة جزءًا لا يتجزأ من حوكمة الشركات الكبيرة ، بما في ذلك جميع الشركات والعديد من المنظمات غير الحكومية ، حيث يكون دور مجلس الإدارة هو الإشراف علي سياسات الشركات . (Hermalin, B., & Weisbach, M. S. , 2001, P16) ، ويعتبر مجلس الإدارة هو الهيئة الهامة لضمان مصالح المساهمين ، و هيكل مجلس الإدارة له تأثير كبير على سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات ، ويمكن تحديد نظام تعويض مناسب مما يضمن للإدارة تحقيق أقصى قدر من مصالح المساهمين ، من خلال ربط التعويض بالأداء . (Litai, C. H. E. N,2011,P181)

١٥/ ماهية تعويضات مجلس الإدارة :

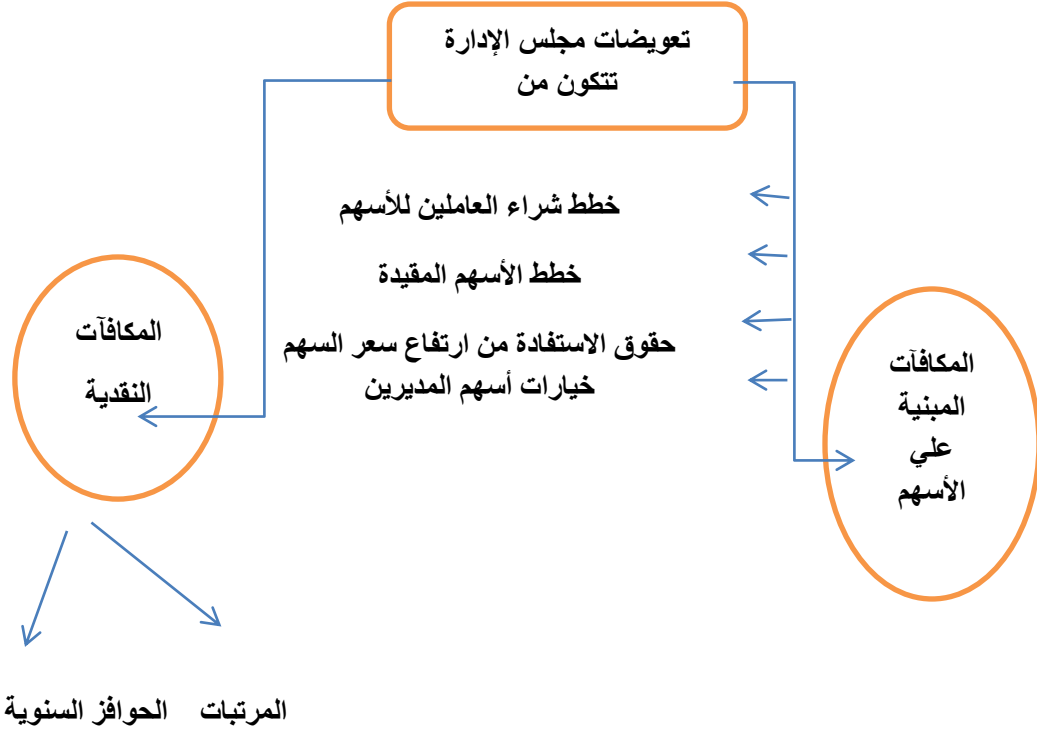
تسعي آليات الحوكمة إلى تصميم برنامج حوافز مناسب لمواءمة مصالح المديرين مع مصالح المساهمين ، وتشمل الحوافز علي تعويضات تعتمد علي الأداء كمكافآت و خيارات الأسهم . Yamina, (A., & Mohamed, B. , 2017,P64)

لتوضيح ماهي تعويضات مجلس الإدارة يتم التركيز علي بعدين : (عفيفي ، ٢٠٢٢ ، ص ٢٥٧)
البعد الأول : دور المكافآت في تحقيق التوازن بين مصالح أطراف الوكالة = حيث تسعي المكافآت لتحقيق التوازن بين أطراف الوكالة ، باعتبار أن المكافآت أحد العوامل التي تحت المديرين علي القيام بأعمال الإدارة لصالح المساهمين .

البعد الثاني : أنواع العوائد والمزايا التي يحصل عليها المديرين = أوضحت الدراسات تعريف للمكافآت من خلال التعرض لأنواع المكافآت علي أنها كل أنواع العوائد المالية والخدمات الملموسة والمزايا التي يحصل عليها المديرين ، وبيئت أيضا وجود مجموعتين من المكافآت ، ويرتبط كلاً المجموعتين علي أداء الشركة ، وهما المكافآت النقدية قصيرة الأجل (الراتب الأساسي - والمكافآت النقدية السنوية) وهي تعتمد علي الأرباح المحاسبية ، والمكافآت طويلة الأجل وهي المكافآت المبنية علي الأسهم) وتعتمد علي عوائد الأسهم.

- وأوضحت دراسة (عامر، ٢٠١١، ص ١٤) أن يشمل تعويضات مجلس الإدارة علي (التعويضات المبنية علي الأسهم - والتعويضات النقدية) :

١. التعويضات النقدية تتكون من : (المرتبات - الحوافز السنوية)
٢. التعويضات المبنية علي الأسهم : تتكون مما يلي
 ١. خطط شراء العاملين للأسهم : يمنح المدير عدد محدد من الأسهم بسعر متفق عليه ببيكون أقل من سعر السهم في السوق ، ويكون للمدير الحق في التصرف في هذه الأسهم أو المشاركة في الأرباح أو الإدارة .
 ٢. خطط الأسهم المقيدة : يمنح المدير عدد محدد من الأسهم بسعر متفق عليه ببيكون أقل من سعر السهم في السوق ، إلا انه يتم تقييد حرية التصرف فيها بشروط محدد ، وتتعلق الشروط بمدة محدد قبل التصرف فيها أو ترتبط بالأداء .
 ٣. حقوق الاستفادة من ارتفاع سعر السهم : تتفق الشركة مع المدير علي سعر محدد للسهم في تاريخ الاتفاق ، وعند التنفيذ إذا زاد سعر السهم في السوق عن المتفق عليه يحصل المدير علي الفرق بين السعرين إما نقداً أو في شكل أسهم مجاني .
 ٤. خيارات أسهم المديرين : هي عقود تمنح للمدير الحق في شراء أسهم الشركة في المستقبل بسعر محدد مسبقاً عند المنح ، ويتم تنفيذ هذا الحق بعد تحقيق بعض الشروط تتعلق بمرور فترة معينة أو تحقيق مستويات أداء معينة



الشكل ٢١٢ إعداد الباحثة

٢١٥ أنواع تعويضات مجلس الإدارة :

تشمل تعويضات مجلس الإدارة علي التعويض السنوي والتعويض طويل الأجل. ويتكون التعويض السنوي من الراتب الأساسي ، والمكافأة المرتبطة بأداء الشركة بالإضافة إلى المزايا الأخرى . في حين أن التعويض طويل الأجل يكون أكثر في خيارات الأسهم أو أسهم الشركة. حيث أن تعويضات المديرين التنفيذيين هو مزيج من التعويض النقدي (الراتب والمكافأة السنوية) ، والتعويض طويل الأجل (التعويض القائم على الأسهم وخيارات الأسهم). (Azri, N.F.A , et. al ,2021,P 1334)

- وضع المعيار المحاسبي رقم ٣٩ (المدفوعات المبنية علي الأسهم) نوعين من المدفوعات المبنية علي الأسهم (المدفوعات المبنية علي أسهم المسددة في شكل أسهم – المدفوعات المبنية علي أسهم المسددة نقدا

١. المدفوعات المبنية علي أسهم المسددة في شكل أسهم : هي تتلقي المنشأة بمقتضاها سلع أو خدمات في مقابل أدوات حقوق ملكية في المنشأة (بما في ذلك الأسهم وخيارات الاكتتاب في الأسهم) . ويتم منحها للعاملين كجزء من حزم المكافآت الممنوحة لهم ، بالإضافة إلي المرتب النقدي ، حيث تمنح الأسهم أو خيارات الاكتتاب كجزء من نظام العلاوات . بدلا من كونها جزء من المكافآت الأساسية ، مثل منحها كحافز للعاملين للبقاء في خدمة المنشأة أو لمكافأتهم علي جهودهم المبذولة لتحسين أداء الشركة .

١. المدفوعات المبنية على أسهم المسددة في شكل نقدي : هي التي تشتري بموجبها المنشأة سلعا أو خدمات عن طريق تحملها للالتزام بتحويل أموال نقدية أو أية أصول أخرى إلي مورد تلك السلع أو الخدمات نظير مبالغ تحسب علي أساس سعر أو (قيمة) أسهم المنشأة أو غيرها من أدوات حقوق الملكية . حيث تمنح المنشأة حقوق ارتفاع قيمة الأسهم للعاملين كجزء من حزمه المكافآت المستحقة لهم ، التي يصبح العاملون من خلالها مستحقين لمدفوعات نقدية مستقبلية بدلا من أدوات حقوق الملكية .

٦. التعويضات المبنية على الأسهم :

شجع المنظمون والمساهمون على استخدام التعويض على أساس الأسهم ، و استخدم الرؤساء التنفيذيين نفوذهم للحصول على أجور أكبر دون التخلي عن المبالغ المقابلة من تعويضاتهم النقدية. علاوة على ذلك ، فإن الخيارات التي حصلوا عليها لم تربط الأجر بشكل وثيق بأداء المديرين ، بل مكّنت المديرين من جني مكاسب غير متوقعة من زيادة أسعار الأسهم.

(Bebchuk, L. A., &Fried, J. M.,2003,P76)

وتعتبر الحوافز الإدارية القائمة على الأسهم هي أداة قوية يمكن للمساهمين من خلالها تحفيز الرؤساء التنفيذيين للعمل علي تحسين ربحية الشركة على المدى الطويل. وتشمل الأسهم الممنوحة للمديرين مع افتراضات أساسية بأن المديرين سيصبحون مساهمين في الشركة وسيعملون لصالح المساهمين. ويتم منح خيارات الأسهم للمديرين التنفيذيين كمكافأة على أساس أدائهم.

(Gill, A., et .al,2008,PP62)

- و تعد خيارات الأسهم أحد مكونات التعويضات المبنية على الأسهم لتقريب المصالح بين المديرين والمساهمين وتحقيق خيارات الأسهم مزايا لمكافآت المديرين وهذه المزايا هي :

١. تحفيز المدراء علي بذل المزيد من الجهد لتحسين أداء الشركة :

(عامر، ٢٠١١، ص ٢٤)

خيارات الأسهم تتصف بشروط الاكتساب من هذه الشروط أن تقيد ممارسه خيار الأسهم بتحقيق مستوي أداء معين من خلال إما زياده في الأرباح أو زياده في سعر السهم مما يحفز المديرين علي بذل مزيد من الجهد لتحسين أداء الشركة .

٢. زيادة ولاء العاملين بالشركة : (عقل، ٢٠٠٦، ص ٣٢٧)

تعد خيارات الأسهم بأنها مكافآت طويلة الأجل بالمقارنة بالمكافآت النقدية قصيرة الأجل ، حيث يحصل العاملين علي حصه في ملكية الشركة لذلك تزيد من ولاء العاملين بالشركة .

٣. التوفيق بين مصلحة المدراء والملاك وتدنية تكاليف الوكالة : (عامر ، ٢٠١١، ص ٢٥)

تحفز خيارات الأسهم المديرين علي بذل الجهد لتحقيق الأداء المطلوب بذلك يتحقق هدف الملاك . وبعد تحول خيارات الأسهم لأسهم يبذل المديرين الجهد لتحقيق أكبر عائد علي الأسهم التي يمتلكونها وبالتالي يتحقق مصلحة المدراء وبالتالي تقل تكاليف الوكالة نتيجة توافق المصالح.

٤. زيادة نسبه مشاركة المديرين في ملكية أسهم الشركة : (عامر، ٢٠١١، ص ٢٥)

الهدف من خيارات الأسهم هو تحفيز المديرين لزيادته نسبة أسهمهم في رأسمال الشركة بهدف تمويل رأس المال.

٧. التعويضات النقدية :

إن التعويضات النقدية أصبحت قضية أكثر أهمية ليس فقط بسبب حجمها ، ولكن بسبب دورها في آلية الحوكمة. حيث تكافئ الشركات التعويضات النقدية بسرعة ويصعب استرداد التعويضات النقدية الممنوحة في حالة الأداء الضعيف ، كما تصمم المكافآت النقدية كمكافآت قصيرة الأجل مكونه من (الراتب والمكافآت والحوافز الغير مبنية علي أسعار الأسهم) ، ومن المحتمل أن يتم استخدام عوائد الأسهم كمقياس للتعويضات النقدية للرؤساء التنفيذيين نظرًا لأنه يعكس أداء الشركة في الماضي والحاضر والمستقبل. وبالإضافة إلى ذلك ، لا يتم تحديد مكافآت الرؤساء التنفيذيين كنسبة من الراتب الأساسي فحسب ، بل تزداد أيضًا مع أداء سعر السهم (Liu, H, &Raman, K, 2019 , P 10)

٨. مجلس الإدارة :

يلعب مجلس إدارة الشركة دورا مهما وحاسما في وضع الأهداف الاستراتيجية لها، وإقرار الخطط والسياسات العامة التي تهيم على سير العمل بالشركة، وكذلك مراقبة أداء الإدارة التنفيذية، والتأكد من فعالية نظام الرقابة الداخلية وإدارة مخاطر الشركة، وتحديد الأسلوب الأمثل لتطبيق الحوكمة، واعتماد السياسات والمعايير المهنية الواجب إتباعها من قبل العاملين بما ينعكس على أدائهم وتصرفاتهم. ولذلك فإن لقرارات مجلس الإدارة تأثير كبير على أداء الشركة بما يضمن الحفاظ على أصولها وتعظيم ثروة مساهميها . ويمكن تعريف مجلس الإدارة بأنه هو السلطة المسؤولة عن وضع الأهداف والاستراتيجيات ومتابعة أداء إدارة الشركة طبقا لنظامها الأساسي . (الدليل المصري لحوكمة الشركات ، ٢٠١٦، ص ١٨-١٩)

مسؤوليات مجلس الإدارة : (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦، ص ١٩ - ٢٠)

١. وضع الآليات والنظم التي تضمن التزام كافة العاملين بالشركة بالقوانين والمواثيق والسياسات الداخلية للشركة
٢. وضع خطة تدريبية لأعضاء مجلس الإدارة تتضمن فكر وثقافة حوكمة الشركات ومهام عمل المجلس.
٣. وضع خطة لتتابع السلطة داخل الشركة وذلك للوظائف الإدارية العليا فضلا عن أعضاء مجلس الإدارة بما يضمن استدامة الشركة وسير أعمالها بشكل فعال.
٤. وضع الإجراءات الوقائية والأدوات والآليات التي تعمل على تأمين تدفق المعلومات والسيطرة على دقة وسلامة البيانات داخل الشركة وحمايتها من التلاعب والاختراق.
٥. الإشراف العام على عملية الإفصاح عن البيانات وقنوات الاتصال، وضمان نزاهة التقارير المالية والمحاسبية الصادرة عن الشركة.
٦. تعيين أمين سر لمجلس الإدارة من ذوى الكفاءة والفهم لكافة أعمال الشركة، كما يمكن للمجلس إنشاء وحدة تنظيمية لأمانة السر بحسب حجم واحتياجات الشركة.

٩. أسعار الأسهم :

تعريف أسعار الأسهم : هي متوسط مرجح لأسعار عينة مختاره من الشركات المدرجة في البورصة وتنتشر هذه الأسعار بشكل يومي وشهري وسنوي وتقوم دائرة الأبحاث في البورصة بحساب هذه الأسعار . (الحنيطي ، ٢٠١١ ، ص ٢٣٨)

١١٩ العوامل المؤثرة علي أسعار الأسهم :

١. **توزيعات الارباح :** تعد توزيع الارباح من أكثر العوامل أهمية في التأثير على القيمة السوقية للسهم إذ يفضل المستثمرون في الحصول على أرباح الاسهم نهاية كل سنة والذي بشأنه يرفع قيمة الشركة، أما في حال عدم توزيع الارباح في حال كان ناتج عن سوء الوضع المالي للشركة هذا يؤدي إلي التأثير بشكل سلبي على القيمة السوقية للسهم .(المصري ، ٢٠٢٠ ، ص ٢٤٤)

٢.

٣. **القيمة الدفترية للسهم :** تؤثر القيمة الدفترية علي سعر السهم ، حيث يوجد علاقة بين القيمة الدفترية وسعر السهم في السوق ، أي الزيادة في القيمة الدفترية تزيد من سعر السهم في السوق والعكس . (القضاء ، ٢٠١٩ ، ص ٢٢-٢٣)

٤. **التوقعات المستقبلية للشركة :** في حال كان الوضع المالي للشركة جيد هذا يدل على الارباح المتوقعة في السنوات القادمة والذي بشأنه يرفع القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح . (المصري ، ٢٠٢٠ ، ص ٢٤٤)

٥. **الحالة الاقتصادية العامة :** في حال الانتعاش الاقتصادي أي النمو الاقتصادي يؤدي إلي زيادة الطلب على الاسهم والذي يزيد من قيمة السهم، أما في حالة الركود الاقتصادي يؤدي إلي انخفاض النشاطات الاقتصادية الذي بدوره يقلل الطلب على الاسهم مما يؤدي إلي انخفاض قيمة السهم . (المصري ، ٢٠٢٠ ، ص ٢٤٥)

٦. **معدل دوران السهم :** وهو عدد مرات تداول الاسهم في السوق المالي ولو عالقة طردية مع الاسهم مما يزيد سعر السهم السوقي. (المصري ، ٢٠٢٠ ، ص ٢٤٥)

٧. **حالة العرض والطلب :** وهي تعتمد على جميع العوامل السابقة، ففي حين ارتفاع عرض الاسهم أكثر من طلبها يؤدي إلي انخفاض القيمة السوقية للسهم، أما في حال زيادة الطلب على الاسهم يؤدي إلي ارتفاع القيمة السوقية للسهم. (المصري ، ٢٠٢٠ ، ص ٢٤٥)

٨. **الأرباح المحققة :** من المحددات الأساسية لسعر السهم هو الأرباح التي تحققها المنشأة ، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها إلي الانخفاض ، كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلي الانخفاض . (القضاء ، ٢٠١٩ ، ص ٢٣)

٢١٩ خصائص الأسهم : (القضاء ، ٢٠١٩ ، ص ٢٦ - ٢٧)

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية :

١. **قابلية السهم للتداول :** أي إنها قابلة للتصرف فيها بالبيع أو الشراء والرهن ، وتوفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيره في سوق الأوراق المالية .

٢. تساوي القيمة الاسمية للأسهم : أي أن كل سهم يتساوى مع غيره ، حيث يقسم رأس مال المنشأة إلى أسهم متساوية في القيمة الاسمية .
٣. عدم قابلية السهم للتجزئة : يتميز السهم بأنه غير قابل للتجزئة ، كما يمكن أن يمتلكه أكثر من شخص شريطة أن يختاروا من بينهم من يمثلهم في الهيئة العامة للمنشأة.
٤. مسؤولية مالك السهم محدودة بقيمته : أي أن تحديد مسؤولية المساهم عن ديون المنشأة يكون ما يملكه من أسهم في هذه المنشأة.

٣\٩ أنواع الأسهم التي يعلن عنها السوق المالي :

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار الآتية : دراسة (بن شنة ، ٢٠١٨ ، ص ١٢)

١. سعر الافتتاح : هو أول سعر يحدد للورقة بعد الافتتاح
٢. أعلى سعر للورقة المالية : هو أعلى سعر تصل إليه الورقة المالية خلال جلسة التداول
٣. أدنى سعر للورقة المالية : وهو أدنى سعر تصل إليه الورقة المالية خلال جلسة التداول
٤. سعر الإغلاق : وهو آخر سعر يحدد للورقة المالية عند إغلاق جلسة التداول.

٤\٩ طرق تحديد أسعار الأسهم : (الوادية ، وشاهين ، ٢٠١٦ ، ص ٦٧-٦٨)

هناك عدة طرق لتحديد أسعار الأسهم ، كما هو في البورصات العالمية :

١. التسعير بالمناداة : يتم تحديد السعر من خلال اجتماع الوسطاء في البورصة ، ويقوم بالناداة بالعروض والطلبات أو استخدام إشارات اليد معلنين علي أسعار الأسهم التي بحوزتهم .
٢. التسعير بالإدراج : يتم توزيع الأسهم علي الوسطاء حسب خبرتهم واختصاصهم ، وعليه تكون جميع الأوامر التي تتعلق بسهم معين
٣. التسعير بالاعتراض والمقارنة : يتم تسجيل عروض البيع وطلبات الشراء في سجل خاص ، وتستخدم في معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الورقة المالية ، وحدود الاسعار المعروضة عن طريق وسيط متخصص
٤. التسعير بالصندوق : يتم وضع عروض البيع وطلبات الشراء في صندوق خاص ، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار .
٥. التسعير بالنسبة المئوية : تظهر الأسعار علي جدول التسعيرة ، بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية .

١٠. العلاقة بين تعويضات مجلس الإدارة وأسعار الأسهم :

خيار الأسهم تحفز المديرين التنفيذيين على اتخاذ إجراءات تزيد من سعر سهم الشركة ، والتي بدورها تزيد من ثروة المساهمين ، و تم العثور على ارتباط قوي بين أداء الشركة وتعويضات الأسهم التي من المرجح أن تعمل الأسهم كبداية لتعويضات الرئيس التنفيذي إلى أن خيارات الأسهم توفر رابطاً مباشراً بين المكافآت التنفيذية وتقدير سعر السهم، ويمكن اعتبار خطة التعويض التنفيذي لخيار الأسهم أفضل خطة تعويض لأنها تعمل لصالح أداء الشركة على المدى الطويل. (Gill, A., et:al,2008)

١١٠ التعويضات المبنية على الأسهم أثرها على أسعار الأسهم :

(Harvey, K. D., & Shrieves, R. E, 2001, (Feltham, G. A., & Wu, M. G , 2001),

(Garvey, G. T., & Swan, P. L. , 2002

أوضحت الدراسات السابق ذكرها بأن التعويضات المبنية على أسعار الأسهم تؤثر على أسعار الأسهم مع اختلاف سبب هذا الأثر لكل دراسة:

(Feltham, G. A., & Wu, M. G, 2001) أوضحت الدراسة أنه يستخدم سعر سهم الشركة كمقياس للأداء في تحديد تعويض الإدارة ، لأن الحوافز القائمة على أسعار الأسهم تتوافق بشكل مباشر مع مصالح الإدارة ومع رغبة حاملي الأسهم في تعظيم قيمة أسهمهم .

(Harvey, K. D., & Shrieves, R. E, 2001) تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن استخدام التعويضات التحفيزية يكون أكبر في الشركات التي بها نسبة أعلى من المديرين الخارجيين في مجلس الإدارة وفي الشركات التي يمتلك فيها المساهمون نسبة كبيرة من الأسهم. و هناك عدة عوامل تؤثر على التعويض التحفيزي وهي (تقلب أسعار الأسهم - ومدة عمل المدير - وعمر المدير التنفيذي - ومستوى ملكية الشركة) .

أوضحت دراسة (Garvey, G. T., & Swan, P. L. , 2002) أن سعر السهم يعبر عن أداء المدير التنفيذي لأنه يتأثر بعوامل خارجة عن سيطرة المدير التنفيذي ، ومن أحد الأسباب الأساسية لاستخدام حوافز الأسهم هو رغبة الشركات في ربط التغييرات في الثروة التنفيذية مباشرة بالتغيرات في أسعار الأسهم ، وبالتالي تزويد المديرين التنفيذيين بالحوافز لتعظيم ثروة المساهمين ، وإن مطالبة المديرين بالاحتفاظ بالأسهم والخيارات يقلل من تكاليف المراقبة من خلال منح المديرين حوافز لتعظيم قيمة المساهمين

٢١٠ التعويضات النقدية وأثرها على أسعار الأسهم :

يحصل المدير على مكافآت نقدية في شكل إما مبلغ ثابت أو نسبة من الأرباح أو كلاهما . يري الملاك ان حصول المدير على نسبة من الأرباح ، فإنه يسعى إلى تعظيم الأرباح من أجل تعظيم المكافآت التي يحصل عليها ، ولكن في ظل المكافآت الثابتة فإن المدير يحصل على مبلغ ثابت سواء حققت الشركة ربح او لم تحقق ، ولكن يمكن للمدير أن يسعى إلى تعظيم الأرباح بشكل وهمي لزيادته ما يحصل عليه من مكافآت على حساب استمرارية الشركة في الأجل الطويل . (كساب ، ٢٠٠٨ ، ص ٩٦)

اتفقت دراسة (Aseff, J. G., & Santos, M. S. , 2005 , (Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. 2012)

على أن التعويضات النقدية لا تؤثر على أسعار الأسهم ، لان التعويضات النقدية لا تشجع المديرين على بذل جهد لأنها غير مرتبطة بالأداء ، تفضل الشركات التعويضات المبنية على الأسهم أكثر من التعويضات النقدية لان التعويضات النقدية لا تشجع المديرين على بذل جهد كبير لتحسين أداء الشركة . ولكن أسعار الأسهم ومنح الخيار هما يشجعان المديرين، و يتم تحديد أداء الشركة بناء على اسعار أسهم الشركة ، ويتم التحديد بناء على قيمة اسهم الشركة ، وبناء على الجهد الذي يبذله المدير ويعتمد هذا التقييم على أرباح الرئيس التنفيذي المرصودة وتقلب قيمة أسهم الشركة.

و أوضحت دراسة (Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. 2012) أن يقل أهمية للتعويض النقدي بالنسبة لإجمالي التعويضات في الرواتب السنوية للمديرين التنفيذيين والاعتماد أكثر علي التعويض القائم علي الأسهم في تحديد الدفع مقابل الأداء، مما يحول تكوين الأجور السنوية نحو التعويض القائم علي الأسهم بعيدا عن التعويض النقدي في الشركات ذات السيولة العالية في الأسهم ، و توصلت الدراسة إلي أن سيولة الأسهم ترتبط بشكل سلبي كبير بالتعويضات النقدية ، بينما سيولة الأسهم ترتبط بشكل إيجابي كبير بالتغيرات بالدفع مقابل الأداء (التعويضات المرتبطة بالأسهم) ، اي تجد الدراسة ان زيادة سيولة أسعار الأسهم مرتبطة بتعويضات نقدية أقل وتعويضات أعلى تتعلق بأسعار الأسهم .

القسم الثاني: الدراسات السابقة وصياغة العلاقة بين متغيرات البحث

لقد نال موضوع تعويضات مجلس الإدارة اهتمام الكثير من الباحثين والاقتصاديين في مختلف الدول ، وذلك نظرا لأهمية ربط مصالح المساهمين مع مصالح المديرين لجعل مصالحهم مشتركة ، كما تساعد تعويضات مجلس الإدارة علي سعي المديرين لتحسين قيمة الشركة وارتفاع اسعار اسهمها مما يزيد من التعويضات الممنوحة للمديرين ، لذلك تقوم الشركات بربط التعويض بالأداء لان كلما تحسن أداء الشركة زادت تعويضات مجلس الإدارة . ومن أحد أشكال التعويضات هو التعويضات المبنية علي الأسهم ، التي تعتمد علي الأداء حيث ينظر الي هذا النوع من التعويضات علي إنه لموامة مصالح المديرين مع المساهمين ، لان الأداء الأعلى يعني أن المديرين يعملون بجد وأكثر فعالية مما يزيد من اداء الشركة .

المجموعة الأولى : الدراسات التي تناولت تعويضات مجلس الإدارة

١. دراسة (Yamina, 2017) بعنوان

“The Impact of Firm Performance on Executive Compensation in France”

" أثر اداء الشركات علي التعويضات التنفيذية في فرنسا "

تهدف هذه الدراسة إلي توضيح أثر اداء الشركات علي التعويضات التنفيذية في فرنسا ، وقد تم أخذ عينة مكونة من ٩٠ شركة خلال عام ٢٠١٤ .

وتوصلت الدراسة إلي أن يؤثر أداء الشركة بشكل إيجابي على المكافأة الثابتة قصيرة الأجل. و يؤثر الأداء بشكل إيجابي على التعويضات المتغيرة على المدى القصير. كما توصلت الدراسة إلي أن أداء الشركة بشكل إيجابي على جزء خيارات الأسهم.

٢. دراسة (Alhadab, M. , 2018) بعنوان

“The Impact OF Executive Compensation and Audit Quality on Accrual - Based and Real-Based Earnings Management: Evidence from Jordan”

"أثر التعويضات التنفيذية و جوده المرجعة علي إدارة الأرباح علي أساس الاستحقاق وإدارة الأرباح الحقيقية "

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين التعويضات التنفيذية وجوده المراجعة وإدارة الأرباح علي أساس الاستحقاق وإدارة الأرباح الحقيقية ، وتتكون عينة الدراسة من جميع الشركات الأردنية العامة المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من ٢٠١١-٢٠٠٠

وتوصلت الدراسة إلي أن التعويضات التنفيذية ترتبط ارتباطاً إيجابياً بإدارة الأرباح علي أساس الاستحقاق ، مما يشير إلى أن المديرين ينخرطون في إدارة الأرباح علي أساس الاستحقاق لزيادة الأرباح المبلغ عنها ، وبالتالي زيادة التعويضات المعتمدة علي الأداء. كما توصلت الدراسة إلي أن المديرين الذين شاركوا في مستوى أعلى من إدارة الأرباح الحقيقية (من خلال التلاعب القائم على المبيعات) حصلوا على مستوى أقل من التعويض.

٣.دراسة (Al Farooque, O, et: al , 2019)

“Interactive effects of executive compensation, firm performance and corporate governance: Evidence from an Asian market”

"التأثيرات التفاعلية للتعويضات التنفيذية وأداء الشركات وحوكمة الشركات: دليل من سوق آسيوية" هذه الدراسة تدرس التأثير التفاعلي لمكافآت التنفيذيين وأداء الشركات وحوكمة الشركات في مختلف البيئات المؤسسية ، اشتملت عينة الدراسة علي جميع الشركات التايلاندية خلال الفترة من ٢٠٠٠-٢٠١١.

وتوصلت الدراسة إلي وجود علاقة متبادلة بين التعويضات والأداء والحوكمة ، حيث يؤثر الأداء والحوكمة بشكل إيجابي على التعويضات ، حيث أن : (أ) مؤشرات الأداء لها تأثير إيجابي كبير على تعويضات المسؤولين التنفيذيين. (ب) آليات حوكمة الشركات لها تأثير إيجابي كبير على مكافآت التنفيذيين، وتوصلت إلي وجود علاقة متبادلة بين التعويضات والأداء والحوكمة ، حيث تؤثر الحوكمة والتعويض بشكل إيجابي على الأداء المستقبلي. حيث أن مؤشر التعويض التنفيذي له تأثير إيجابي كبير على الأداء المستقبلي.

٤.دراسة (Anderson, W,et:al,2020)

“Dividend payout and executive compensation: theory and evidence from New Zealand”

" توزيعات الأرباح والتعويضات التنفيذية : النظرية والأدلة من نيوزلندا "

تهدف الدراسة إلي تحديد أثر توزيعات الأرباح علي التعويضات التنفيذية ، وقد تم أخذ عينة مكونه من ٧٣٤ شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيوزلندا ، خلال الفترة من ١٩٩٧- ٢٠١٥ وتوصلت الدراسة للنتائج التالية : أن وجود علاقة ايجابية بين الاحتفاظ بالأرباح والتعويضات الكلية ، وبين

الاحتفاظ بالأرباح والتعويض النقدي . ووجود علاقة سلبية بين توزيعات الأرباح وتعويضات الرئيس التنفيذي.

٥. دراسة (Abu-Serdaneh, J., & Ghazalat, A., 2022)

“Managerial Ownership and Executive Compensation: Interaction and Impact on Earnings Management Practices in an Emerging Economy”

" الملكية الإدارية والتعويضات التنفيذية :والتأثير علي إدارة الأرباح "

هدفت هذه الدراسة إلي فحص العلاقة بين التعويضات التنفيذية وإدارة الأرباح. وتبحث أيضا فيما إذا كانت الملكية الإدارية تؤثر على تلك العلاقة بالنسبة للشركات غير المالية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٩ ، واشتملت العينة علي ٨٣ شركة من الشركات المدرجة في بورصة عمان

وتوصلت الدراسة إلي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إجمالي التعويضات التنفيذية وإدارة الأرباح وجود علاقة بين إجمالي التعويضات التنفيذية وإدارة الأرباح معتدلة في الشركات ذات الملكية الإدارية المسيطرة .

المجموعة الثانية : الدراسات التي تناولت أسعار الأسهم

١. دراسة (الغول ، ٢٠١٧) بعنوان

" تأثير المحتوي المعلوماتي للإعلان عن تعديل القوائم المالية علي أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية علي الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية "

هدفت الدراسة إلي اختبار رد فعل سوق الأسهم تجاه الإعلان عن تعديل القوائم المالية وذلك من خلال فحص درجة استجابة أسعار الأسهم عند الإعلان عن تعديل القوائم المالية وذلك علي عينة من ٨٦ شركة من الشركات المصرية المسجلة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١١ - ٢٠١٤ .

توصلت الدراسة إلي وجود تأثير سلبي للمحتوي المعلوماتي للإعلان عن تعديل القوائم المالية علي أسعار الأسهم للشركة ، لأن تعديل القوائم المالية تؤدي إلي انخفاض ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية ، كما توصلت الدراسة إلي انخفاض متوسط العوائد العادية للأسهم كذلك انخفاض المتوسط التراكمي للعوائد الغير عادية للأسهم بعد الإعلان عن تعديل القوائم المالية .

٢. دراسة (Cao, F., et;al,2018) بعنوان

"Trade credit financing and stock price crash risk"

"تمويل الائتمان التجاري ومخاطر انهيار أسعار الأسهم "

هدفت الدراسة إلى بيان أثر تمويل الائتمان التجاري على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وقد تم استخدام عينة من الشركات المدرجة في الصين خلال السنوات من ٢٠٠١-٢٠١٢

وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تستخدم مزيد من تمويل الائتمان التجاري لديها مخاطر أقل بالنسبة لأسعار الأسهم في المستقبل هذه العلاقة السلبية تكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات ذات التباين الكبير في المعلومات. كما نجد أن الشركات التي لديها مزيد من الائتمان التجاري تكون أقل عرضة لمواجهة انهيار أسعار الأسهم في فترات لاحقة هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في الشركات ذات التباين الكبير في المعلومات ، وتوصلت إلى أن المستثمرين يمكن أن يتجنبوا بشكل فعال مخاطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام معلومات الائتمان التجاري المفصح عنها في البيانات المالية.

٣.دراسة (النشاق ، ٢٠١٩) بعنوان

" أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية على أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي "

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية علي أسعار الأسهم للشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان ، وتم أخذ عينة حوالي ٩٣ شركة خلال الفترة من ٢٠٠٥-٢٠١٥ .
توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للقيمة الاقتصادية المضافة علي أسعار الأسهم ، ووجود أثر إيجابي للكلفة الإستبدالية (أداء الشركة) علي أسعار الأسهم .وأن هناك أثر إيجابي لمعدل النمو في المبيعات علي أسعار الأسهم .

٤.دراسة (آل طال ، ٢٠٢٠) بعنوان

"أثر توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي ودور سياسات التوزيع الربع سنوية والنصف سنوية في ذلك: دراسة تطبيقية"

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر حجم الأرباح الموزعة في أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي وذلك بالتطبيق علي عينة مكونة من ١٧ شركة مساهمة مدرجة في السوق المالية السعودية موزعة علي ١٦ قطاع تم اختيارها طبقاً لمجموعة من المحددات للفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٧ .

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لتوزيعات الأرباح الربع سنوية علي أسعار الأسهم في السوق المالي السعودي ، كما توصلت إلى أن يوجد تأثير ايجابي ضعيف ذي دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح النصف سنوية والسنوية علي أسعار الأسهم في السوق المالي السعودي. وتوجد علاقة طردية بين حجم توزيع الأرباح وسعر السهم السوقي يوم التوزيع وقبله خلال المدة الزمنية من ٢٠١٣-٢٠١٧ .

٥.دراسة (Phan, N., & Thuy, V, 2021) بعنوان

“Impacts of ownership structure on stock price synchronicity of listed companies on Vietnam stock market”

"أثر هيكل الملكية على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في فيتنام"

هدفت الدراسة إلي بيان أثر هيكل الملكية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في فيتنام، وقد تم إجراء الدراسة علي عينة من جميع الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الفيتنامي من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٧

توصلت الدراسة إلي وجود علاقة سلبية بين الملكية الأجنبية و أسعار الأسهم ، كما توجد علاقة سلبية بين ملكية المساهمين و أسعار الأسهم ، وأن ملكية الدولة لها تأثير إيجابي على أسعار الأسهم.

٦.دراسة (Elfiswandi, E, et: al ,2022)

“The Effect of Company Size, Exchange Rate and Earnings Per Share on Stock Returns”

" أثر حجم الشركة وسعر الصرف علي ارباح كل سهم علي عوائد الأسهم "

هدفت هذه الدراسة إلى فحص وتحليل تأثير حجم الشركة وسعر الصرف وعائد السهم وهيكل رأس المال على عوائد الأسهم. وقد تم أخذ عينة حوالي ١٠٠ شركة من الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة ٢٠١٣-٢٠١٧.

وتوصلت الدراسة إلي أن حجم الشركة له تأثير إيجابي كبير على عوائد الأسهم ، و سعر الصرف له تأثير كبير على عوائد الأسهم ، بينما ربحية السهم له تأثير سلبي كبير على عوائد الأسهم ، وهيكل رأس المال له تأثير كبير على عوائد الأسهم ، ولا يؤثر حجم الشركة جزئيًا على عوائد الأسهم باستخدام هيكل رأس المال كمتغير متحكم ، وأن ربحية السهم ليس له تأثير كبير على عوائد الأسهم باستخدام هيكل رأس المال كمتغير متحكم .

المجموعة الثالثة : الدراسات التي تناولت تعويضات مجلس الإدارة وأثرها علي أسعار الأسهم

١.دراسة (Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. 2012)

“ The role of stock liquidity in executive compensation”

" دور سيولة الأسهم في التعويضات التنفيذية "

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد دور سيولة الأسهم على التعويضات التنفيذية في الشركات الأمريكية ، وقد تم أخذ عينة مكونة من ٢٨٥٥ شركة خلال الفترة من ١٩٩٢-٢٠٠٧ .

وتوصلت الدراسة إلى أن مع ارتفاع سيولة الأسهم ، تزداد نسبة التعويضات المبنية على الأسهم في إجمالي التعويض بينما تنخفض نسبة التعويضات النقدية . ، علاوة على ذلك ، فإن حساسية الرئيس التنفيذي للدفع مقابل الأداء فيما يتعلق بأسعار الأسهم تتزايد في سيولة الأسهم.

٢.دراسة (Pham, H. Y., et: al ,2016)

“CEO Incentive Compensation and Stock Returns: Evidence from Australia”

تعويضات حوافز الرئيس التنفيذي وعوائد الأسهم: أدلة من أستراليا"

تدرس هذه الدراسة العلاقة بين تعويض الرئيس التنفيذي وعائدات الأسهم في أستراليا، تكونت عينة الدراسة من ٤٣١ شركة مدرجة عبر تسعة قطاعات صناعية . خلال الفترة من يناير ٢٠٠١ إلى أكتوبر ٢٠١٢ .

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الحوافز المبنية على الأسهم وعوائد الأسهم حيث تدعم الدراسة أن استخدام التعويضات المبنية على الأسهم تعمل على موازنة مصالح المديرين مع مصالح المساهمين.

٣.دراسة (Rahman,M.,& Mustafa,M., 2018)

Determining total CEO compensation of selected US public companies

" محددات إجمالي تعويضات الرئيس التنفيذي في الشركات الأمريكية العامة "

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات إجمالي تعويضات الرئيس التنفيذي للشركات الأمريكية العامة واشتملت عينة الدراسة على ٢٤٩ شركة أمريكية مدرجة في البورصة على مدى تسع سنوات من ٢٠٠٤-٢٠١٢ .

وتوصلت الدراسة إلى أن هناك اثر ايجابي بنسبة كبيرة لكلا من إجمالي الأصول وأداء الأسهم على إجمالي تعويضات المديرين التنفيذيين.

٤. دراسة (Rahman, M., & Mustafa, M., 2018)

Dynamics influences of Tobin's Q and CEO compensation on US stocks

"تأثير ديناميكية "Tobin,s Q" اداء الشركة و تعويضات الرئيس التنفيذي علي أسهم الشركات الأمريكية

تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف تأثير اداء الشركة وتعويضات الرئيس التنفيذي لـ ٢٤٩ شركة أمريكية على عائدات الأسهم ، تم استخدام عينه من الشركات خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٢.

أوضحت نتائج الدراسة أن التعويضات المرتبطة بالأداء لها آثار إيجابية كبيرة على أسعار الأسهم ، وإن تعويض الرئيس التنفيذي له تأثير أكبر من تأثير اداء الشركة ، وأن تؤدي الزيادات في تعويضات الرئيس التنفيذي إلى تحركات أكبر لأسعار الأسهم من اداء الشركة ، كما تدعم هذه الدراسة جهود المساهمين لمكافأة المديرين التنفيذيين مالياً ومع ذلك ، لا ينبغي مكافأة المديرين التنفيذيين بشكل مفرط أكثر من أدائهم الفعلي ، لا سيما من خلال منح خيارات الأسهم .

٥. دراسة (Feng, H., & Yan, S. 2019)

"CEO incentive compensation and stock liquidity"

تعويضات حوافز الرؤساء التنفيذيين وسيولة الأسهم"

هدفت هذه الدراسة إلي تحديد أثر حوافز الرؤساء التنفيذيين علي سيولة الأسهم

أوضحت نتائج الدراسة أن لحافز الدفع مقابل الأداء من قبل الرئيس التنفيذي له تأثير ايجابي على سيولة الأسهم ومن خلالها يؤثر الرؤساء التنفيذيون بشكل إيجابي على سيولة الأسهم ، و ان للتخفيف من مخاطر الأسعار غير المتنوعة يبذل الرؤساء التنفيذيون الذين يتمتعون بتعويضات حوافز عالية للأجر مقابل الأداء جهودًا إضافية في تشكيل بيئة معلومات الشركات لتحسين سيولة الاسهم .

تحليل الدراسات السابقة: بعد استعراض الباحثة للدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث يمكن استخلاص النقاط التالية:

أولاً : فيما يتعلق بدراسات المجموعة الأولى التي تناولت تعويضات مجلس الإدارة :
في ضوء ما قامت به الباحثة من عرض دراسات سابقة فيما يتعلق بتعويضات مجلس الإدارة فإنه يتضح للباحثة ما يلي :

- أوضحت الدراسات السابقة أن تعويضات مجلس الإدارة لها تأثير علي متغيرات مختلفة تؤثر علي التعويضات سواء بالسلب أو بالإيجاب

- أوضحت الدراسات أيضا أن لأداء الشركة أثر كبير علي تعويضات مجلس الإدارة وكذلك إدارة الأرباح وجودة المراجعة وحوكمة الشركات

ثانيا : فيما يتعلق بدراسات المجموعة الثانية التي تناولت أسعار السهم :

في ضوء ما قامت به الباحثة من عرض دراسات سابقة فيما يتعلق بأسعار الأسهم فإنه يتضح للباحثة ما يلي :

- أن الرافعة المالية والملكية لها تأثير سلبي علي عوائد الأسهم ، بينما حجم الشركة والربحية لها تأثير إيجابي علي عوائد الأسهم

- وأن هناك العديد من المتغيرات التي تؤثر علي أسعار الأسهم منها (سعر الفائدة - استقلالية لجنة المراجعة - هيكل الملكية - اداء الشركة

- من الدراسات السابقة يتضح أن لبعض محددات تعويضات مجلس الإدارة (حجم الشركة - هيكل الملكية - الرافعة المالية) أثر علي أسعار الأسهم وظهر ذلك في بعض الدراسات السابقة

ثالثا: فيما يتعلق بدراسات المجموعة الثالثة التي تناولت تعويضات مجلس الإدارة وأثرها علي أسعار الأسهم :

أن لتعويضات مجلس الادارة أثر علي أسعار الأسهم لأن التعويضات المبنية علي الأسهم تحت المديرين علي تحسين الاداء لمواءمة مصالح المديرين مع المساهمين

- أن التعويضات المبنية علي الأداء لها تأثير إيجابي علي أسعار الأسهم ، نظرا لأن كلما زاد اداء الشركة زاد منح التعويضات للمديرين التنفيذيين مما يزيد من أسعار الأسهم

- عند ربط التعويضات بالأداء يسعى المديرين لزيادة الاداء وحجم الشركة وربحيته وقيمة الشركة مما يزيد من أسعار الأسهم ، كما لا ينبغي منح الرؤساء التنفيذيين تعويضات أكثر من أدائهم الفعلي لأنه يقلل من الاداء المطلوب.

القسم الثالث : صياغة العلاقة بين متغيرات البحث :

١. علاقة التعويضات المبنية علي الأسهم بأسعار الأسهم

التعويضات المبنية علي الأسهم هي أداة قوية يمكن للمساهمين من خلالها تحفيز المديرين التنفيذيين علي العمل لتحسين ربحية الشركة علي المدى الطويل . وتشمل الأسهم الممنوحة للمديرين مع افتراض بأن المديرين سيصبحون مساهمين في الشركة وسيعملون لصالح المساهمين . ويتم منح خيارات الأسهم للمديرين التنفيذيين كمكافأة علي أساس ادائهم . وتتأثر تعويضات الرؤساء التنفيذيين بشكل كبير بنمو

الشركة، حيث تعتمد تعويضات مجلس الإدارة في هذه الشركات الكبرى علي اداء الشركات أكثر من الشركات الصغيرة ، وتعتمد تعويضات مجلس الإدارة في الشركات بشكل أكبر علي مقياس الأداء المستند إلي السوق . أي أن التعويضات المبنية علي الأسهم من المرجح أن تتأثر بأسعار الأسهم.

- الدراسات التي أوضحت العلاقة بين التعويضات المبنية للأسهم بأسعار الأسهم.

(Feltham, G. A., & Wu, M. G, 2001) أوضحت الدراسة أنه يستخدم سعر سهم الشركة كمقياس للأداء في تحديد تعويض الإدارة ، لأن الحوافز القائمة على أسعار الأسهم تتوافق بشكل مباشر مع مصالح الإدارة ومع رغبة حاملي الأسهم في تعظيم قيمة أسهمهم .

واتفقت دراسة (Blackwell, D. W.,et:al, 2007)، (Gill , A. , et :al,2008)

إن خيارات الأسهم تحفز المديرين التنفيذيين على اتخاذ إجراءات تزيد من سعر سهم الشركة ، والتي بدورها تزيد من ثروة المساهمين ، وأن خيارات الأسهم توفر رابطاً مباشراً بين المكافآت التنفيذية وتقدير سعر السهم، حيث يمكن اعتبار خطة التعويض التنفيذي لخيار الأسهم أفضل خطة تعويض لأنها تعمل لصالح أداء الشركة على المدى الطويل.

بناء علي ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الفرعي الأول كما يلي :

H11: يوجد أثر معنوي للتعويضات المبنية علي الأسهم علي أسعار الأسهم

٢. علاقة التعويضات النقدية بأسعار الأسهم

والتعويضات النقدية هي تعويضات تمنح للمديرين علي شكل نقدي (رواتب ثابتة) ولأن ببسعي المديرين لتحقيق مكاسب أكبر دائماً علي حساب مصالح المساهمين مما يضر بمصلحة الشركة واداءها ، لذلك قامت الشركات بربط التعويضات بأداء الشركة حتي يعمل المديرين لصالح الطرفين (المديرين – المساهمين) لذلك لا يفضل استخدام التعويضات النقدية لأنها لا تؤثر علي اداء الشركة ولا أسعار الأسهم حسب الدراسات السابقة .

اتفقت دراسة (Aseff, J. G., & Santos, M. S. , 2005) ، (Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. 2012) علي أن التعويضات النقدية لا تؤثر علي أسعار الأسهم ، لان التعويضات النقدية لا تشجع المديرين علي بذل جهد لأنها غير مرتبطة بالأداء ، تفضل الشركات التعويضات المبنية علي الأسهم أكثر من التعويضات النقدية لان التعويضات النقدية لا تشجع المديرين علي بذل جهد كبير لتحسين اداء الشركة . ولكن أسعار الأسهم ومنح الخيار هما يشجعان المديرين، ويتم تحديد اداء الشركة بناء علي اسعار أسهم الشركة ، ويتم التحديد بناء على قيمة اسهم الشركة ، وبناء علي الجهد الذي يبذله المدير ويعتمد هذا التقييم على أرباح الرئيس التنفيذي المرصودة وتقلب قيمة أسهم الشركة

بناء على ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الفرعي الثاني كما يلي :

H12: لا يوجد أثر معنوي للتعويضات النقدية على أسعار الأسهم

ومما سبق يمكن اشتقاق الفرض الرئيسي للبحث كما يلي :

H1: يوجد أثر معنوي لتعويضات مجلس الإدارة على أسعار الأسهم

القسم الرابع : الدراسة التطبيقية :

١٤ هدف الدراسة التطبيقية :

تهدف الدراسة التطبيقية الى اختبار الفروض التي اشتقت من الإطار النظري ، المتعلقة بمحددات تعويضات مجلس الإدارة وأثرها على أسعار الأسهم .

٢٤ فروض الدراسة التطبيقية:

الفرض الرئيسي: يوجد أثر معنوي لتعويضات مجلس الإدارة على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية .

ويمكن اختبار هذا الفرض الرئيسي من خلال اختبار الفرضيين التاليين:

الفرض الفرعي الأول: يوجد أثر معنوي للتعويضات النقدية على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

الفرض الفرعي الثاني: يوجد أثر معنوي للتعويضات المبنية على الأسهم على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

٣٤ وصف مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من ٢٠١٩م إلى ٢٠٢١م. ويوضح الجدول رقم (٤-١) التالي وصف مجتمع وعينة الدراسة، وذلك على النحو التالي :

جدول رقم (٤-١)

وصف مجتمع وعينة الدراسة

القطاع	إجمالي عدد شركات القطاع (١)	عدد شركات العينة وفقاً للقطاع (٢)	أسماء الشركات المختارة من القطاع	نسبة تمثيل شركات القطاع في العينة = (٢)/(١) %
قطاع الموارد الأساسية	٢٠	٤	- أسيك للتعيين - المالية والصناعية المصرية ش م م - كفر الزيات للمبيدات والكيماويات - مصر الوطنية للصلب (عتاقة).	٢٠%
قطاع الرعاية الصحية والأدوية	٢١	٣	- ابن سينا فارما - الاسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية - المصرية الدولية للصناعات الدوائية (ايبكو).	١٤,٣%
قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٨	٢	- الكابلات الكهربائية المصرية - العربية للصناعات الهندسية.	٢٥%
قطاع عقارات	٣٤	٦	-الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري -القاهرة للإسكان والتعمير -المتحدة للإسكان والتعمير -زهراء المعادي للاستثمار والتعمير -العالمية للاستثمار والتنمية -المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	١٧,٦%
قطاع سياحة وترفيه	١٩	٢	-بيرا ميزا للفنادق والقرى السياحية - عبر المحيطات للسياحة	١٠,٥%
قطاع أغذية	٢٩	٢	-الدلتا للسكر	٦,٩%

القطاع	إجمالي عدد شركات القطاع (١)	عدد شركات العينة وفقاً للقطاع (٢)	أسماء الشركات المختارة من القطاع	نسبة تمثيل شركات القطاع في العينة = (١)/(٢)
ومشروبات وتبغ			-القاهرة للزيوت والصابون	
قطاع تجارة وموزعون	٧	١	-الدولية للأسمدة والكيماويات	١٤,٣%
قطاع خدمات النقل والشحن	٤	٢	-المصرية لخدمات النقل -الاسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	٥٠%
قطاع مقاولات وإنشاءات هندسية	١٥	٥	-أكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية -العربية لاستصلاح الاراضي ش ت م م -وادي كوم امبو لاستصلاح الاراضي -المصرية لتطوير صناعة البناء -الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٣٣,٣%
قطاع منسوجات وسلع معمرة	٩	٢	-العربية لحلج الأقطان -النساجون الشرقيون للسجاد	٢٢,٢%
قطاع خدمات تعليمية	٥	١	القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية	٢٠%
الإجمالي	١٧١	٣٠		١٧,٥%

المصدر: (معلومات مباشر مصر، ٢٠٢٢)

إذ قامت الباحثة باختيار عينة عشوائية من الشركات المساهمة المدرجة بالبورصة المصرية، حيث بلغت عدد شركات العينة ٣٠ شركة خلال كل سنة من سنوات الدراسة التي تقدر بـ ٣ سنوات من ٢٠١٩-٢٠٢١، وذلك بإجمالي عدد مشاهدات ٩٠ مشاهدة (بواقع ٣٠ مشاهدة لكل سنة علي مدار ٣ سنوات).

٤\٤ تحديد مصادر الحصول على البيانات:

اعتمدت الباحثة علي مجموعة من البيانات المالية وغير المالية والسوقية بغرض قياس متغيرات الدراسة التطبيقية، وذلك علي النحو التالي:

أولاً: البيانات المالية: وهي البيانات الخاصة بقياس حجم الشركة؛ والرافعة المالية؛ وتعويضات مجلس الإدارة؛ والتعويضات النقدية لمجلس الإدارة؛ والتعويضات المبنية علي الأسهم لأعضاء مجلس إدارة الشركة، وقد تم الحصول علي هذه البيانات من التقارير المالية السنوية للشركات المتاحة علي موقع معلومات مباشر مصر أو موقع البورصة المصرية أو المواقع الإلكترونية للشركات علي شبكة الإنترنت.

ثانياً: البيانات غير المالية: وهي البيانات اللازمة لقياس متغيرات هيكل الملكية، والتي تم الحصول عليها نموذج تقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين والمعد وفقاً لأحكام المادة (٣٠) من قواعد القيد بالبورصة المصرية. فضلاً عن البيانات اللازمة لقياس حجم مجلس الإدارة، والتي تم الحصول عليها من تقرير مجلس الإدارة السنوي المرفق بالقوائم المالية والمعد وفقاً لأحكام المادة (٤٠) من قواعد القيد بالبورصة المصرية أو تقرير الحوكمة الصادر عن مجلس إدارة الشركة بشأن مدي الالتزام بقواعد حوكمة الشركات. وتتاح هذه التقارير علي الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية أو المواقع الإلكترونية للشركات علي شبكة الإنترنت.

ثالثاً: البيانات السوقية: وهي البيانات المتعلقة بسعر إغلاق السهم أو السعر السوقي للسهم في نهاية السنة المالية، والتي تم الحصول عليها من موقع معلومات مباشر مصر أو موقع investing.com.

٥\٤ تصميم الدراسة التطبيقية:

استخدمت الباحثة أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis لكلٍ من: التقارير المالية السنوية للشركات؛ وتقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين المعد وفقاً لأحكام المادة (٣٠) من قواعد القيد بالبورصة المصرية؛ وتقرير مجلس الإدارة السنوي المعد وفقاً لأحكام المادة (٤٠) من قواعد القيد بالبورصة المصرية؛ وتقرير الحوكمة الصادر عن مجلس إدارة الشركة. بشأن مدي الالتزام بقواعد حوكمة الشركات، وذلك بغرض قياس متغيرات الدراسة. وتهدف الباحثة في هذه الخطوة لتحديد متغيرات الدراسة التطبيقية وطرق قياسها، وذلك كخطوة مبدئية بغرض بناء معادلات الانحدار اللازمة لاختبار متغيرات الدراسة، وذلك علي النحو التالي:

قياس متغيرات الفرض الرئيسي: وتتمثل في المتغيرات اللازمة لاختبار الفرض الرئيسي الثاني والفرضين الفرعيين له، وهذه المتغيرات علي النحو التالي:

قياس المتغير التابع: ويتمثل هذا المتغير في السعر السوقي لسهم الشركة، ويقاس هذا المتغير بسعر إغلاق السهم للشركة في نهاية السنة المالية.

قياس المتغيرات المستقلة: وتتمثل هذه المتغيرات المستقلة في

١. **التعويضات النقدية Cash Compensation:** ويقاس هذا المتغير بإجمالي المكافآت النقدية السنوية التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة الشركة محل الدراسة (عفيفي، ٢٠٢٢، ص ٢٥٧).
٢. **التعويضات المبنية على الأسهم Equity Compensation:** ويقاس هذا المتغير بإجمالي المكافآت التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة في صورة أسهم للشركة محل الدراسة (عفيفي، ٢٠٢٢، ص ٢٥٧).

قياس المتغيرات الرقابية أو الحاكمة: لتجنب النتائج المتحيزة، قامت الباحثة بتضمين متغير سنة الدراسة Year ضمن نموذج الانحدار، وذلك للتعرف على أثر اختلاف سنوات الدراسة على أسعار أسهم الشركات محل الدراسة، وذلك بنفس الطريقة المتبعة في الفرض الرئيسي الأول.

ويوضح الجدول رقم (٤-٢) التالي توصيف متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والرقابية، وذلك على النحو التالي:

جدول (٤-٢)

توصيف متغيرات الدراسة

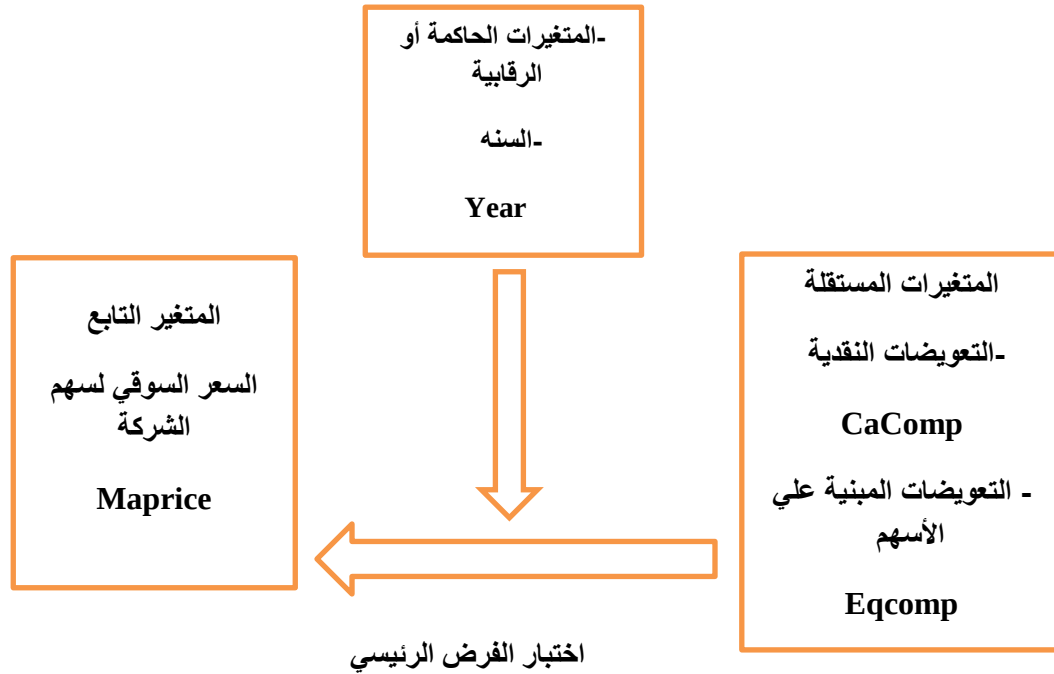
المتغير	الرمز	نوع المتغير	التوصيف	الفرض المختبر
تعويضات مجلس الإدارة	Comp	تابع	ويمثل مجموع التعويضات النقدية والتعويضات المبنية على الأسهم التي يحصل عليها أعضاء مجلس إدارة الشركة خلال السنة.	الفرض الرئيسي
السعر السوقي لسهم الشركة	MaPrice	تابع	ويقاس بسعر إغلاق سهم الشركة في نهاية السنة المالية.	الفرض الرئيسي
التعويضات النقدية	CaComp	مستقل	ويقاس بإجمالي المكافآت النقدية السنوية التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة الشركة محل الدراسة.	الفرض الفرعي الأول
التعويضات المبنية على الأسهم	EqComp	مستقل	ويقاس بإجمالي المكافآت التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة في صورة أسهم للشركة محل الدراسة.	الفرض الفرعي الثاني
السنة أو الفترة	Year	رقابي	ويعبر عن سنة الدراسة، حيث يشير الرقم (صفر) إلى سنة	الفرض الرئيسي

المتغير	الرمز	نوع المتغير	التوصيف	الفرض المختبر
			٢٠١٩م، بينما يشير الرقم (١) إلى سنة ٢٠٢٠م، ويشير الرقم (٢) إلى سنة ٢٠٢١م.	

المصدر : إعداد الباحثة

٦١٤ نموذج الدراسة التطبيقية :

بعد تحديد المتغيرات اللازمة لاختبار الفروض، يمكن صياغة نموذج الدراسة التطبيقية علي النحو التالي:



اختبار الفرض الرئيسي

شكل رقم (٤-١)

نموذج الدراسة التطبيقية

المصدر: (إعداد الباحثة)

ولاختبار الفرض الرئيسي الثاني الذي يستهدف التعرف علي أثر تعويضات أعضاء مجلس الإدارة سواء النقدية أو في صورة أسهم للشركات محل الدراسة، فإن ذلك يتطلب صياغة نموذج الإنحدار الخطي المتعدد الثاني، وذلك علي النحو التالي:

$$\text{MaPriceit} = \beta_0 + \beta_1 \text{CaCompit} + \beta_2 \text{EqCompit} + \beta_3 \text{Yeari} + \varepsilon$$

حيث أن:

MaPriceit = السعر السوقي لسهم الشركة i في نهاية السنة t .

CaCompit = التعويضات النقدية لأعضاء مجلس إدارة الشركة i خلال السنة t .

EqCompit = التعويضات المبنية على أسهم لأعضاء مجلس إدارة الشركة i خلال السنة t .

Yeari = متغير يعبر عن سنة الدراسة للشركة i .

β_0 = ثابت معادلة الانحدار.

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_3$ = معاملات نموذج الانحدار.

ε = الخطأ العشوائي أو خطأ التقدير.

٧\٤ نتائج التحليل الإحصائي:

اعتمدت الدراسة التطبيقية على نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث استخدمت الباحثة برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (Statistical Package for the Social Sciences) (SPSS 23.0)، وذلك لإجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة. وقد اعتمدت الباحثة على ثلاث خطوات لتفسير وشرح النتائج، وهي: اختبارات صلاحية النموذج؛ والاحصاءات الوصفية؛ ومعنوية النموذج وقيمة واتجاه معاملات الانحدار، وذلك على النحو التالي:

١\٧\٤ اختبارات صلاحية النموذج:

وهي الاختبارات اللازمة للتحقق من مدى توافر شروط استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وهي: اختبار التوزيع الطبيعي؛ واختبار التداخل أو الازدواج الخطي؛ واختبار الارتباط الذاتي، وذلك على النحو التالي:

٢\٧\٤ اختبار التوزيع الطبيعي:

ويستخدم هذا الاختبار للتعرف على ما إذا كانت بيانات المتغير التابع تتبع التوزيع الطبيعي من عدمه. ويُعد اختبار كولمجروف سميرونوف Kolmogorov-Smirnov اللامعلمي من أكثر الطرق شيوعاً وقبولاً في الدراسات الأكاديمية للحكم على ما إذا كان التوزيع طبيعي من عدمه. ويبين الجدول رقم (٤-٣) التالي نتائج استخدام هذا الاختبار، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٣-٤)

نتائج اختبار كولمغروف سميرنوف

نموذج الانحدار الخطي	المتغير التابع	قيمة Z	مستوي الدلالة Asymp.Sig
النموذج الأول	تعويضات مجلس الإدارة Comp	٢,٩٩٦	٠,٠٦٣
النموذج الثاني	السعر السوقي للسهم MaPrice	٢,٦٩٣	٠,٠٩٤

المصدر: (نتائج التحليل الإحصائي)

وتشير نتائج هذا الاختبار إلى أن بيانات تعويضات مجلس الإدارة تتبع التوزيع الطبيعي، وذلك لأن قيمة مستوى الدلالة لهذا المتغير بلغت ٠,٠٦٣، وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية ٠,٠٥. كما تشير نتائج هذا الاختبار إلى أن بيانات السعر السوقي للسهم تتبع التوزيع الطبيعي، وذلك لأن قيمة مستوى الدلالة لهذا المتغير بلغت ٠,٠٩٤، وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية ٠,٠٥. وتشير هذه النتائج إلى صلاحية استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد في تفسير بيانات هذه الدراسة.

٣\٧\٤ اختبار التداخل أو الازدواج الخطي:

ويستخدم هذا الاختبار للتعرف على مدى وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة من عدمه، فضلاً عما إذا كان هذا الارتباط يؤثر على صحة النتائج وتفسيرها للظاهرة محل الدراسة. وقد استخدمت الباحثة اختبار معامل تضخم التباين (VIF) للحكم على مدى وجود مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض. ويوضح الجدول رقم (٤-٤) التالي نتائج هذا الاختبار، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٤-٤) معامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة والمتغيرات الرقابية

نموذج الانحدار الخطي	المتغيرات المستقلة والرقابية	معامل تضخم التباين VIF
نموذج الانحدار الأول	CaComp	١,٠٠٩
نموذج الانحدار الأول	EqComp	١,٠٣٨
نموذج الانحدار الأول	Year	١,٠٣١

المصدر: (نتائج التحليل الإحصائي)

وتستخدم قيمة معامل تضخم التباين VIF في تفسير نتائج هذا الاختبار، حيث تشير قيم معامل تضخم التباين VIF التي تقل عن ١٠ إلى عدم معاناة النموذج من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي. تبلغ أكبر قيمة لمعامل تضخم التباين VIF لنموذج الانحدار الخطي المتعدد ١,٠٣٨، لمتغير تعويضات مجلس الإدارة المبنية على الأسهم EqComp، الأمر الذي يشير إلى عدم تأثر نماذج الانحدار الخطي المتعدد بمشكلة التداخل أو الازدواج الخطي.

٤\٧\٤ اختبار الارتباط الذاتي:

يستخدم اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation Test للتعرف على ما إذا كان عنصر الخطأ في فترة زمنية معينة يرتبط بعنصر الخطأ في الفترة الزمنية السابقة لها. وقد اعتمدت الباحثة على اختبار دربن واتسون Durbin-Watson Test باعتباره من أكثر الطرق شيوعاً وقبولاً بين الأكاديميين للحكم على مدى وجود هذه المشكلة. ويوضح الجدول رقم (٤-٥) التالي نتائج هذا الاختبار، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٤-٥)

نتائج اختبار دربن واتسون Durbin-Watson Test

قيمة اختبار Durbin-Watson	نموذج الانحدار الخطي
١,٥٦٥	نموذج الانحدار

المصدر: (نتائج التحليل الإحصائي)

ويتضح من الجدول السابق أن قيمة اختبار Durbin-Watson المحسوبة تبلغ ١,٥٦٥ لنموذج الانحدار الخطي المتعدد الثاني. وتقع هذه القيم داخل حدود المدى المثالي بحد أدنى ١,٥ وحد أقصى ٢,٥، مما يشير إلى عدم تأثر نماذج الانحدار الخطي المتعدد بمشكلة الارتباط الذاتي.

ووفقاً لنتائج الاختبارات السابقة، يتضح للباحثة صلاحية نموذجي الانحدار الخطي المتعدد في تفسير بيانات المشكلة أو الظاهرة محل الدراسة.

٨\٤ الإحصاءات الوصفية:

ويهدف هذا الاختبار إلى تقديم تحليل وصفي لمتغيرات نموذجي الانحدار الخطي المتعدد. ويبين الجدول رقم (٤-٦) التالي نتائج هذا الاختبار، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٤-٦)

نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات نموذجي الانحدار الخطي المتعدد

نموذج الانحدار الخطي المتعدد	متغيرات الدراسة	عدد المشاهدات	أدنى قيمة للمتغير	أقصى قيمة للمتغير	الوسط الحسابي أو المتوسط	الانحراف المعياري
النموذج الأول	MaPrice	٩٠	٠,٠٤	١٣٦,٧٦	١٣,٤٧٥	٢٣,٥١٨
النموذج الأول	CaComp	٩٠	صفر	١٣٠٠٠٠٠٠	٦٤١٦٩٠٠	٢٠٨٢٩٠٠٠
النموذج الأول	EqComp	٩٠	صفر	٥٧٢٠٠٠٠٠	٦٣٧٩٢٠٠	١٣٤٢٦٥٠٠
النموذج الأول	Yea	٩٠	صفر	٢	١	٠,٨٢١

المصدر: (نتائج التحليل الإحصائي)

ويتضح من الجدول السابق أن إجمالي عدد المشاهدات لعينة الدراسة يبلغ ٩٠ مشاهدة (تمثل ٣٠ شركة لفترة دراسة تقدر بعدد ٣ سنوات).

يشير الجدول السابق إلى أن متغير السعر السوقي لأسهم شركات العينة MaPrice يتراوح ما بين [٠,٠٤ جنيه، ١٣٦,٧٦ جنيه] بمتوسط قدره ١٣,٤٧ جنيه. كما بلغ الحد الأدنى لمتغير التعويضات النقدية لأعضاء مجلس الإدارة CaComp لشركات العينة صفر جنيه ، في حين يبلغ الحد الأقصى للتعويضات النقدية ١٣٠ مليون جنيه، وذلك بمتوسط حسابي قدره ٦,٤١٦,٩٠٠ جنيه. وأخيراً، يبلغ الحد الأدنى لمتغير تعويضات أعضاء مجلس الإدارة في صورة أسهم EqComp لشركات العينة صفر جنيه ، في حين يبلغ الحد الأقصى للتعويضات المبنية علي أسهم ٥٧,٢٠٠,٠٠٠ جنيه، وذلك بمتوسط حسابي قدره ٦,٣٧٩,٢٠٠ جنيه.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية للدراسة، تشير نتائج الدراسة إلى أن متغير سنة الدراسة Year يتراوح ما بين [صفر، ٢] بمتوسط قدره ١ ، حيث امتدت هذه الدراسة لفترة ثلاث سنوات من عام ٢٠١٩م التي تأخذ الرقم صفر إلى عام ٢٠٢١م التي تأخذ الرقم ٢ بمتوسط سنة ٢٠٢٠م التي تأخذ الرقم ١.

٩\٤ نتائج الانحدار متعدد المتغيرات:

وفيما يتعلق بنموذج الانحدار الخطي المتعدد يوضح الجدول رقم (٧-٤) نتائج التحليل الإحصائي، وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (٧-٤)

نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار الخطي المتعدد

متغيرات الدراسة	معاملات الانحدار	قيمة t	اتجاه العلاقة	مستوي الدلالة Asymp.Sig
Constant (β_0)	١١,٠٦٨	٢,٧٢٥	إيجابية	معنوي ٠,٠٠٨
CaComp (β_1)	-٠,١٤٩٨-	-٠,١٢٤-	سلبية	غير معنوي ٠,٩٠١
(EqComp (β_2)	-٠,٢٧٦٨ -	١,٤٥٩	إيجابية	غير معنوي ٠,١٤٨
Year(β_3)	٠,٧٣٧	٠,٢٣٨	إيجابية	غير معنوي ٠,٨١٢
مستوي الدلالة للنموذج ككل Asymp.Sig				
معامل التحديد R Square				
معامل التحديد قبل إدخال المتغيرات الرقابية R Square				

المصدر: (نتائج التحليل الإحصائي)

وتشير نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار الخطي المتعدد إلي أن معامل التحديد R Square لنموذج الانحدار بعد إدخال المتغيرات الرقابية يبلغ ٠,٠٢٨، مما يشير إلي أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر حوالي ٢,٨% من التقلبات في أسعار أسهم الشركات المساهمة المصرية محل الدراسة. في حين بلغ معامل التحديد لنموذج الانحدار قبل إدخال المتغيرات الرقابية ٠,٠٢٧، مما يشير إلي أن إدخال المتغيرات الرقابية ساعد في تحسين القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار بمقدار ٠,١%. وكذلك، تشير النتائج إلي عدم معنوية نموذج الانحدار الخطي المتعدد ككل، حيث بلغت قيمة مستوي الدلالة ($\alpha = 0,491$)، وهي أكبر من قيمة مستوي المعنوية ٠,٠٥، مما يشير إلي عدم معنوية نموذج الانحدار في تفسير بيانات الظاهرة محل الدراسة. وفيما يلي توضيح لنتائج اختبار الفرضين الفرعيين للفرض الرئيسي للبحث، وذلك علي النحو التالي:

١٩٩٤ اختبار الفرض الفرعي الأول المنبثق عن الفرض الرئيس :

يستهدف هذا الفرض اختبار أثر اختلاف حجم التعويضات النقدية التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة على أسعار أسهم الشركات المساهمة المصرية. ويتضح من الجدول رقم (٤-٨) أن قيمة معامل الانحدار ($\beta = -0,1498^1$) لمتغير حجم التعويضات النقدية CaComp بمستوي دلالة ($\alpha = 0,901$) غير معنوي، مما يشير إلى عدم وجود علاقة معنوية بين حجم التعويضات النقدية وأسعار أسهم الشركات المساهمة المصرية. وتشير تلك النتيجة إلى أن التعويضات النقدية التي يحصل عليها أعضاء مجالس إدارات الشركات لا تُعد من العوامل التي تساعد على تعظيم القيم السوقية لأسهم تلك الشركات. وتتسق هذه النتيجة مع الأدلة التي قدمتها الدراسات السابقة (Jayaraman, S., & Milbourn, T.) (T. 2012).

وتشير نتائج اختبار الفرض الفرعي الأول المنبثق عن الفرض الرئيسي الثاني إلى صحة الفرض العدمي القائل بعدم وجود أثر معنوي للتعويضات النقدية على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية، ورفض الفرض البديل الذي يشير إلى وجود أثر معنوي للتعويضات النقدية على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

٢٠٩٤ اختبار الفرض الفرعي الثاني المنبثق عن الفرض الرئيسي الثاني:

يستهدف هذا الفرض اختبار أثر اختلاف حجم التعويضات المبنية على الأسهم التي يحصل عليها أعضاء مجالس الإدارة على أسعار أسهم الشركات المساهمة المصرية. ويتضح من الجدول رقم (٤-٨) أن قيمة معامل الانحدار ($\beta = -0,2768^2$) لمتغير حجم التعويضات المبنية على الأسهم EqComp بمستوي دلالة ($\alpha = 0,148$) غير معنوي، مما يشير إلى عدم وجود علاقة معنوية بين حجم التعويضات المبنية على الأسهم وأسعار أسهم الشركات المساهمة المصرية. وتشير تلك النتيجة إلى أن التعويضات المبنية على الأسهم التي يحصل عليها أعضاء مجالس إدارات الشركات لا تُعد من العوامل التي تساعد على تعظيم القيم السوقية لأسهم تلك الشركات. تختلف نتائج تلك الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة التي أشارت إلى وجود علاقة معنوية بين حجم التعويضات المبنية على الأسهم التي يحصل عليها أعضاء مجالس إدارات الشركات وأسعار أسهم تلك الشركات بسوق الأوراق المالية. (Rahman, M., & Mustafa, M., 2018).

وتشير نتائج اختبار الفرض الفرعي الثاني المنبثق عن الفرض الرئيسي الثاني إلى صحة الفرض العدمي القائل بعدم وجود أثر معنوي للتعويضات المبنية على الأسهم على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية، ورفض الفرض البديل الذي يشير إلى وجود أثر معنوي للتعويضات المبنية على الأسهم على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

وفيما يتعلق بمتغير سنة الدراسة Year، فتشير النتائج إلى عدم وجود علاقة معنوية بين سنة الدراسة Year وأسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية، حيث يتضح من نتائج الدراسة أن (معامل الانحدار $\beta = 0,737^3$ ؛ $\alpha = 0,812$ غير معنوي). وتشير تلك النتيجة إلى عدم وجود فروق معنوية بين أسعار أسهم في الشركات المساهمة المصرية من سنة لأخرى.

٣١٩٤ اختبار الفرض الرئيسي:

يستهدف هذا الفرض اختبار أثر اختلاف حجم التعويضات التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية، حيث توصلت الباحثة من اختبار الفرضين الفرعيين إلي عدم وجود أثر معنوي لحجم التعويضات التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة سواء في صورة نقدية أو في صورة أسهم علي أسعار أسهم الشركات المساهمة المصرية.

إذ تشير نتائج التحليل الإحصائي إلي:

عدم وجود أثر معنوي للتعويضات النقدية التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية

-عدم وجود أثر معنوي للتعويضات المبنية علي الأسهم التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

وتشير نتائج اختبار الفرض الرئيسي إلي صحة الفرض العدمي القائل بعدم وجود أثر معنوي لتعويضات مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية، مما يشير إلي عدم صحة الفرض البديل القائل بوجود أثر معنوي لتعويضات مجلس الإدارة علي أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية .

القسم الخامس : الخلاصة والنتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية

١. المقدمة :

يختص هذا الفصل بعرض خلاصة البحث بشقيه النظري والتطبيقي ، والنتائج التي توصلت إليها الباحثة ، واستعراض التوصيات وأهم مجالات البحث المستقبلية .

٢. خلاصة البحث

استهدف البحث دراسة محددات تعويضات مجلس الإدارة وأثرها علي أسعار الأسهم ، ولتحقيق هذا الهدف تم تقديم إطار نظري يتمثل في تعويضات مجلس الإدارة وأسعار الأسهم و تعريف لنظرية الوكالة ومداخلها ، وعلاقة الوكالة وفروضها ومدى مساهمة نظرية الوكالة في مواءمة المصالح الإدارية ، تعويضات مجلس الإدارة تعريفها ومكوناتها ، وكذلك مجلس الإدارة ومسؤولياته وخصائصه ، الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث وصياغة العلاقة بين متغيرات البحث ، ثم قامت الباحثة بدراسة تطبيقية استكمالا لتحقيق هدف البحث وذلك من خلال جمع البيانات من القوائم المالية المدرجة في بورصة الأوراق المالية ، والتي بلغت العينة من ٣٠ شركة خلال الفترة من ٢٠١٩-٢٠٢١ وقد تم اختبار الأساليب الإحصائية لاختبار فروض البحث .

٣. نتائج البحث :

في ضوء الدراسة النظرية ، وما انتهت به الدراسة التطبيقية يمكن توضيح النتائج التي توصلت إليها الباحثة فيما يلي :

- ١) عدم وجود أثر معنوي للتعويضات النقدية التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.
- ٢) عدم وجود أثر معنوي للتعويضات المبنية على الأسهم التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.
- ٣) عدم وجود أثر معنوي لتعويضات مجلس الإدارة على أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

٤. التوصيات :

- توصي الباحثة بإجراء دراسات أعمق لفهم ممارسات تعويضات مجلس الإدارة ، كما توصي بوضع إطار شامل لمكافأة الرؤساء التنفيذيين في الشركات، بما يتماشى مع توصيات لجنة المراجعة للشركات ، كذلك وضع قوانين الزامية تلزم جميع الشركات بالإفصاح عن التعويضات المبنية على الأسهم في القوائم المالية للشركات .

- توصي الباحثة تستمر لجان المكافآت الموجودة بالشركات في إدارة التعويضات الإجمالية للمديرين التنفيذيين لضمان عدم استخدام حجم الشركة كسبب رئيسي للتعويض الإجمالي المرتفع.
- توصي الباحثة بوضع ضوابط واحكام لتعويضات التنفيذيين. حيث يجب على المتخصصين في التعويضات الامتثال لقانون المساواة في العمل رقم ٥٥ لعام ١٩٩٨ ، والذي يتطلب من أرباب العمل اتخاذ تدابير للحد تدريجياً من الفارق غير المتناسب في الدخل وإرساء فلسفة المساواة في الأجر مقابل العمل المتساوي.

٥. الأبحاث المستقبلية :

١. أثر فترة عمل الرؤساء التنفيذيين على تعويضات الرؤساء التنفيذيين في الشركات المدرجة بالبورصة ؟
٢. أثر هيكل الملكية على تعويضات مجلس الإدارة في الشركات المدرجة بالبورصة ؟
٣. العلاقة بين آليات حوكمة الشركات ومكافآت التنفيذيين وأتعب التدقيق؟

سادسا : المراجع:

أ) الكتب:

- درويش ، عدنان بن حيدر (٢٠٠٧) " حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة " اتحاد المصارف العربية .

ب) الدوريات العلمية:

- آل طال ، حسن أحمد طال ، (٢٠٢٠) ، " أثر توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي ودور سياسات التوزيع الربع سنوية والنصف سنوية في ذلك: دراسة تطبيقية" ، مجلة جامعة شقراء، جامعة شقراء ، العدد ١٤٤ ، ص ص ٤٣-٦٧ .

- أو صيف ، لخضر ؛ عباس، فرحات ، (٢٠١٨) ، " دور حوكمة الشركات في معالجة مشاكل نظرية الوكالة" ، المجلة التجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة - كلية العلوم الاقتصادية ، العدد ٢٤ ، ص ص ٣٩٩-٤١٥ .

- الحنيطي، هناء محمد هلال (٢٠١١) " أثر التضخم على أسعار الأسهم : بورصة عمان للأوراق المالية نمودجا" مجلة الفكر المحاسبي ، جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة ، العدد الأول ، المجلد ١٥ ، ص ص ٢٣٣-٢٥٢ .

- السيد، صفا محمود (٢٠٠١) " نظرية الوكالة والإفصاح الاجتماعي للشركات المصرية " مجلة البحوث التجارية المعاصرة ، جامعة سوهاج - كلية التجارة ، المجلد الخامس عشر ، العدد الثاني ، ص ص ٤٥-١٠٤ .

- السيرتي ، الحسين رمضان (٢٠٢٢) " العوامل المؤثرة علي تكلفة الوكالة في الشركات الأردنية المدرجة ببورصة عمان " مجلة الدراسات الاقتصادية ، جامعة سرت- كلية الاقتصاد ، المجلد الخامس ، العدد ٤ ، ص ص ١٤٤-١٧٢ .

- شقور، عمر فريد مصطفى (٢٠١٧) "العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة :دراسة تطبيقية علي البنوك التجارية المدرجة في عمان " المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث ، المركز القومي للبحوث في غزة ، المجلد ٣ ، العدد ٢ ، ص ص ٢٧-٤٢ .

- عفيفي ، هلال عبدالفتاح (٢٠١٧) " أثر التحصين الإداري وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة : دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية" مجلة البحوث التجارية ، جامعة الزقازيق - كلية التجارة ، العدد الأول ، المجلد ٣٩ ، ص ص ٣٣٩-٤٤٢ .

- عقل، يونس حسن، (٢٠٠٦) ، "نموذج مقترح للمحاسبة عن المكافآت التشجيعية المعتمدة علي أدوات حقوق الملكية في ضوء المعايير المحاسبية " ، المجلة العلمية للتجارة والتمويل ، جامعة طنطا - كلية التجارة ، العدد الأول ، ص ص ٣١٥-٣٨٢ .

- العيادي، عبد القادر، (٢٠١٨)، "نشأة المحاسبة وتطورها في ظل تطبيق نظرية الوكالة"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، المجلد ١١، ص ص ٢٠٧-٢١٩.

- الغول، محمد مصطفى محمد (٢٠١٧) تأثير المحتوي المعلوماتي للإعلان عن تعديل القوائم المالية علي أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية علي الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية " مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية- كلية التجارة - المجلد الرابع والخمسون، العدد ٢، ص ص ٣٧-١

- المصري، ضياء إباد و العيسي، محمد سليم (٢٠٢٠) " أثر الرافعة التشغيلية والمالية علي قيمة السهم : دراسة تطبيقية علي القطاع المالي المدرج في بورصة عمان " مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة ٢٠ أوت ١٩٥٥ سكيكدة، العدد الأول، المجلد الثامن، ص ص ٢٣٨-٢٧٠.

- النشاق، فادي محمد (٢٠١٩) " أثر القيمة الاقتصادية المضافة والكلفة الاستبدالية علي أسعار أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان " مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، الجامعة الإسلامية بغزة - المجلد ٢٧ - العدد الثاني، ص ص ١٤٣-١٦٢.

-نوري، بتول محمد و سلمان، علي خلفان (٢٠١١)، " حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة" مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة لونيبي علي البلدية، مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية، العدد الرابع، ص ص ٢٥-١.

ج) الرسائل العلمية:

-القضاء، محمد زكريا أحمد (٢٠١٩) " أثر الاداء المالي علي أسعار الأسهم المصارف الإسلامية الأردنية " للفترة من ٢٠١٠-٢٠١٨ رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، ص ص ١-٦٧.

- الوادية،خلف محمد إدريس خلف، (٢٠١٦)، " العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار السهم : دراسة تحليلية علي الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية التجارة الجامعة الإسلامية، غزة.

- بن شنة، فاطمة (٢٠١٨) " أثر التدفقات النقدية علي أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات المسعرة في بورصة الكويت خلال الفترة من ٢٠١٠ - ٢٠١٧" رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص ص ١-٦٢.

- عامر، شريف محمد محمود عبد الحميد،(٢٠١١)،" القياس المحاسبي لآثار مكافآت المديرين باستخدام خيارات الأسهم علي أداء المنشأة وإدارة الربحية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعه القاهرة، ص ص ١-٢١٦.

(د) مراجع اخري:

-معيار المحاسبة المصري رقم ٣٩
-الهيئة العامة للرقابة المالية(٢٠١٦)"الدليل المصري لحوكمة الشركات" الصادر عن مركز
المديرين ،وزارة الاستثمار ، الإصدار الثالث.

ثانيا : مراجع أجنبية:

A) Periodicals:

- Abu-Serdaneh, J., & Ghazalat, A. (2022). MANAGERIAL OWNERSHIP AND EXECUTIVE COMPENSATIONS: INTERACTION AND IMPACT ON EARNINGS MANAGEMENT PRACTICES IN AN EMERGING ECONOMY. **Journal of Governance and Regulation**/Volume, 11(1).
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Hoang, N. (2019). Interactive effects of executive compensation, firm performance and corporate governance: Evidence from an Asian market. **Asia Pacific Journal of Management**, 36(4), 1111-1164
- Alhadab, M. (2018). The impact of executive compensation and audit quality on accrual-based and real-based earnings management: Evidence from Jordan. **Corporate Ownership and Control**, 15(2-1), 209-219
- Anderson, W., Bhattacharyya, N., Morrill, C., & Roberts, H. (2020). Dividend payout and executive compensation: theory and evidence from New Zealand. **Accounting & Finance**, 60, 1007-1022
- Aseff, J. G., & Santos, M. S. (2005)" Stock options and managerial optimal contracts" **Economic Theory**, VOL 26, Issue: 4 , PP 813–837.
- Azri, N. F. A., Latiff, A. R. A., Noor, M., Osman, H., & Turmin, S. Z. (2021) " Determinants of CEO Compensation in Malaysia" **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences** , Vol. 11, No. 9, PP 1332 – 1344
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003)" Executive compensation as an agency problem" **Journal of economic perspectives**, VOL 17, NO 3, PP 71–92
- Blackwell, D. W.,& Dudney, D. M., & Farrell, K. A. (2007)" Changes in CEO compensation structure and the impact on firm performance following

-
- CEO turnover" **Review of Quantitative Finance and Accounting**, VOL 29, Issue: 3, PP 315-338.
- Cao, F., Ye, K., Zhang, N., & Li, S. (2018)" Trade credit financing and stock price crash risk" **Journal of International Financial Management & Accounting**, VOL 29, Issue 1 , PP30–56
- Demirer, I., & Yuan, J. J. (2013)" Executive compensation structure and firm performance in the US restaurant industry: An agency theory approach" **Journal of Foodservice Business Research**, VOL 16, Issue : 5, PP 421–438
- El-Faitouri, R. (2014)" Board of directors and Tobin's Q: Evidence from UK firms" **Journal of Finance and Accounting** , Vol. 2, No. 4, PP 82-99
- Elfiswandi, E., Angela, C., & Ramadhan, M. F. (2022)" The Effect of Company Size, Exchange Rate and Earnings Per Share on Stock Returns" **UPI YPTK Journal of Business and Economics**, VOL 7, No 1, PP 1-8
- Feltham, G. A., & Wu, M. G. (2001)" Incentive efficiency of stock versus options" **Review of Accounting studies**, VOL 6 ,PP 7–28
- Feng, H., & Yan, S. (2019)" CEO incentive compensation and stock liquidity" **Review of Quantitative Finance and Accounting**, VOL 53, Issue: 4, PP1069–1098
- Garvey, G. T., & Swan, P. L. (2002) " Agency problems are ameliorated by stock market liquidity: Monitoring, information and the use of stock-based compensation" **SSRN Version February** , VOL 12, ,PP1-50
- Gill, A., Biger, N., & Bhutani, S. (2008)" Corporate performance and the chief executive officer's compensation in the service industry" **The Open Business Journal**, VOL 1, Issue:1, PP62-66
- Harvey, K. D., & Shrieves, R. E. (2001)" Executive compensation structure and corporate governance choices" **Journal of Financial Research**, VOL 24 , Issue : 4, PP 495-512

-
- Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (2001)" Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature " **FRBNY Economic Policy Review**, VOL 9 , No 1 , PP 7-26
- Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. (2012)" The role of stock liquidity in executive compensation" **The Accounting Review**, VOL 87, Issue: 2, PP 537-563
- Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. (2012)" The role of stock liquidity in executive compensation" **The Accounting Review**, VOL 87, Issue: 2, PP 537-563
- Jiang, H., & Zhang, H. (2018)" Regulatory restriction on executive compensation, corporate governance and firm performance: Evidence from China" **Asian Review of Accounting**, Vol. 26, Issue: 1, pp. 131-152
- Litai, C. H. E. N., Chuan, L. I. N., & Kim, Y. C. (2011)" Financial characteristics, corporate governance and the propensity to pay cash dividends of Chinese listed companies" **International Business and Management**, Vol. 3, No. 1, pp. 176-188.
- Liu, H., Liu, H., & Raman, K. K. (2019)" The Impact of Clawback Adoption on Executive Cash Compensation Structure" **Canadian Academic Accounting Association (CAAA) Annual Conference**, PP 1-54
- Menozzi, A., Erbetta, F., Fraquelli, G., & Vannoni, D. (2011)"The determinants of board compensation in SOEs An application to Italian public utilities" **WWW.WORKING PAPER** , No. 231 , PP1 -22
- Menozzi, A., Erbetta, F., Fraquelli, G., & Vannoni, D. (2014)" The determinants of board compensation in SOEs: an application to Italian local public utilities" **Applied financial economics**, VOL 24, Issue 3 , PP 145-159
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017)" Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives" **Indian Journal of Corporate Governance**, VOL 10, Issue 1, PP 74-95

-
- Pham, H. Y., Chung, R., Roca, E., & Bao, B. H. (2016)" CEO incentive compensation and stock returns: Evidence from Australia" **Ownership Corporate & Control** , VOL 13,Issue: 4, PP 24-37
- Phan Trong, N., & Vu Thi Thuy, V. (2021) " Impacts of ownership structure on stock price synchronicity of listed companies on Vietnam stock market" **Cogent Business & Management**, VOL 8, Issue 1, PP 1-14
- Rahman, M., & Mustafa, M. (2018)" Determining total CEO compensation of selected US public companies" **International Journal of Managerial Finance**, Vol. 14 Issue: 2, pp.170-187
- Rahman, M., & Mustafa, M. (2018)" Dynamics influences of Tobin's Q and CEO compensation on US stocks" **Journal of Financial Economic Policy**, VOL 10 , No. 1, pp. 2-16
- Reddy, K., Abidin, S., & You, L. (2015)" Does corporate governance matter in determining CEO compensation in the publicly listed companies in New Zealand? An empirical investigation" **Managerial Finance**, VOL 41, Issue 3, pp. 301 – 327
- Weisbach, M. S. (2007)" Optimal executive compensation versus managerial power: A review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation" **Journal of Economic Literature**, VOL 45, Issue: 2 , PP 419-428
- Yamina, A., & Mohamed, B. (2017)" The impact of firm performance on executive compensation in France" **Mediterranean Journal of Social Sciences**, VOL 8, Issue: 2, PP 63