

مقارنة بين الدراسات المحلية والعالمية في مجال الحوكمة

إعداد:

الباحث: م. عماد بن جابر السلي

الرقم الجامعي: 241001687

قضايا بحثية 3



سوف نستعرض مقارنة بين الدراسات
العالمية والمحلية في مجال الحوكمة مع
تحديد أوجه الاختلاف والتشابه.

Chapter
03

مقدمة:

تُعد الحوكمة المؤسسية من المفاهيم الحديثة في مجال الإدارة، حيث تسهم في تعزيز الشفافية والمساءلة وتحسين كفاءة الأداء داخل المنظمات. وقد حظي هذا المفهوم باهتمام متزايد في الدراسات العلمية لما له من دور في دعم الاستقرار المؤسسي وتحقيق الأهداف الاستراتيجية وتعزيز الثقة بين أصحاب المصلحة.

وتسعى العديد من الدراسات المحلية والعالمية إلى تحليل أثر تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية في تحسين أداء المنظمات وتعزيز استدامتها. كما تختلف هذه الدراسات في مناهجها البحثية وبيئاتها التطبيقية، مما يتيح فرصة للمقارنة بينها واستخلاص أوجه التشابه والاختلاف، وفي هذه المهمة سيتم إجراء مقارنة بين دراسة محلية وأخرى عالمية في مجال الحوكمة المؤسسية، مع تحليل أهدافهما ومنهجيتهما وأهم النتائج التي توصلتا إليها، بهدف تحديد أوجه التشابه والاختلاف بينهما والاستفادة من ذلك في تطوير الدراسات المستقبلية في هذا المجال.

Chapter
03

الدراسة المحلية

عنوان الدراسة:

أثر تطبيق الحوكمة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية

إعداد: د. حنان نذير – د. أحمد التويجري

فكرة الدراسة:

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر تطبيق مبادئ الحوكمة في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمات الربحية.

الجهة العلمية: كلية الإدارة – جامعة ميدأوشن

سنة النشر: 2025 – المؤسسة العربية للعلوم ونشر الأبحاث

Chapter
03

الدراسة المحلية

منهج الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي الارتباطي لتحليل العلاقة بين تطبيق مبادئ الحوكمة وتحقيق الأهداف الاستراتيجية.

أهم النتائج:

- وجود علاقة ارتباط إيجابية بين تطبيق مبادئ الحوكمة وتحقيق الأهداف الاستراتيجية.
- كلما ارتفع مستوى تطبيق الحوكمة ارتفعت قدرة المنظمات على تحقيق أهدافها الاستراتيجية.
- أظهرت النتائج ارتفاع مستوى تطبيق مبادئ الحوكمة مثل المشاركة والتقييم والفاعلية.

Chapter
03

الدراسة العالمية

عنوان الدراسة:

Corporate Governance and Equity Prices

إعداد: Andrew Metrick - Joy L. Ishii - Paul A. Gompers

فكرة الدراسة:

تحليل العلاقة بين مستوى الحوكمة المؤسسية وحقوق المساهمين وبين أداء الأسهم وقيمة الشركات في السوق المالي.

الجهة العلمية: Cambridge, Massachusetts الولايات المتحدة الأمريكية

سنة النشر: 2021 – National Bureau of Economic Research

Chapter
03

الدراسة العالمية

منهج الدراسة:

استخدام مؤشر الحوكمة G-Index المبني على 24 بنداً من بنود الحوكمة لقياس مستوى الحوكمة في الشركات.

أهم النتائج:

- الشركات ذات الحوكمة الأقوى تحقق أداءً أفضل في أسعار الأسهم.
- قوة حقوق المساهمين ترتبط بزيادة قيمة الشركات في السوق.
- الحوكمة الجيدة تعزز ثقة المستثمرين في السوق المالي.

Chapter
03

أوجه التشابه بين الدراستين

- ركزت كلتا الدراستين على أهمية تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية داخل المنظمات.
- هدفت الدراستان إلى تحليل أثر الحوكمة في تحسين الأداء المؤسسي.
- أكدت نتائج الدراستين أن تطبيق الحوكمة يسهم في تعزيز الشفافية والرقابة داخل المؤسسات.
- اعتمدت كلتا الدراستين على تحليل العلاقة بين آليات الحوكمة ونتائج الأداء التنظيمي أو المالي.

Chapter
03

أوجه الاختلاف بين الدراستين

- ركزت الدراسة المحلية على أثر الحوكمة في تحقيق الأهداف الاستراتيجية داخل المنظمات، بينما ركزت الدراسة العالمية على تأثير الحوكمة في أسعار الأسهم والقيمة السوقية للشركات.
- طبقت الدراسة المحلية على منظمات ومؤسسات محلية، في حين تناولت الدراسة العالمية الشركات المدرجة في الأسواق المالية.
- اعتمدت الدراسة المحلية على البيانات الميدانية والاستبانات، بينما اعتمدت الدراسة العالمية على البيانات المالية وتحليل أداء الأسهم في السوق.
- استخدمت الدراسة المحلية المنهج الوصفي التحليلي، بينما اعتمدت الدراسة العالمية على التحليل الكمي باستخدام مؤشر الحوكمة لقياس مستوى الحوكمة في الشركات.

Chapter
03

التقييم والخاتمة

توضح المقارنة بين الدراستين أن الحوكمة المؤسسية تمثل أحد العوامل الأساسية في تحسين أداء المنظمات وتعزيز كفاءة إدارتها. كما تشير النتائج إلى أن تطبيق مبادئ الحوكمة يسهم في تعزيز الشفافية والرقابة المؤسسية ودعم عملية اتخاذ القرار داخل المؤسسات .. إلا أن زاوية التحليل تختلف بين الدراسات المحلية والعالمية؛ حيث تركز الدراسات المحلية غالباً على الأداء الإداري وتحقيق الأهداف الاستراتيجية داخل المنظمات، بينما تميل الدراسات العالمية إلى تحليل تأثير الحوكمة على الأداء المالي وقيمة الشركات في الأسواق المالية. ويؤكد ذلك أهمية الحوكمة كإطار تنظيمي يسهم في تحسين كفاءة الأداء المؤسسي وتعزيز الاستدامة في مختلف البيئات التنظيمية.

شاكر لكم جهودكم .. والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته



مجموعة جامعة
الجميع الذكية
للتعليم القابضة

MIDOCEAN
UNIVERSITY



Thank You



The Impact of Governance Application on Achieving Strategic Objectives: A Case Study of Profitable Organizations in the Kingdom for the Year 2023-2024

Dr. Hanan Abdullah Natheer*, Dr. Ahmad Abdulaziz Al-Tuwajjiri

College of Management | Midocean University | UAE

Received:

24/08/2024

Revised:

02/09/2024

Accepted:

15/09/2024

Published:

28/02/2025

* Corresponding author:

nano_as@hotmail.co.uk

Citation: Natheer, H. A., & Al-Tuwajjiri, A. A. (2025). The Impact of Governance Application on Achieving Strategic Objectives: A Case Study of Profitable Organizations in the Kingdom for the Year 2023-2024. *Journal of Economic, Administrative and Legal Sciences*, 9(2), 1 – 20.

<https://doi.org/10.26389/AJSRP.H260824>

2025 © AISRP • Arab
Institute of Sciences &
Research Publishing
(AISRP), Palestine, all
rights reserved.

• Open Access



This article is an open
access article distributed
under the terms and
conditions of the Creative
Commons Attribution (CC
BY-NC) [license](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

Abstract: The governance is currently witnessing a significant and noticeable development that includes all organizations in the Kingdom, both profitable and non-profit as well. This is because with the complexity of the work environment in its modern global economic form, these organizations have turned to governance because of its positive role in directing organizational strategies. This is why this Research on the impact of applying governance on achieving the strategic goals of for-profit organizations, by seeking to answer the following question: What is the impact of applying governance on achieving the strategic goals of for-profit organizations?: By using the descriptive correlational approach, the research reached a set of results that answer this question, the most important of which is: that the principle of participation in the principles of governance came to a high degree, as the general average of the dimension was equal to (4.05), and the degree of agreement (I agree), with a standard deviation of (1.28), which is a high value that indicates the varying opinions of the study sample members, that the principle of evaluation is one of the principles of governance to a high degree, as the general average of the dimension was equal to (3.80), and the degree of approval (I agree), with a standard deviation of (1.06), It is a high value that indicates the differences in the opinions of the study sample members. The principle of effectiveness was a very high degree of governance, as the general average of the dimension was equal to (4.48), and the degree of agreement (strongly agree), with a standard deviation of (0.50), which is a low value indicating Despite the homogeneity of the opinions of the study sample members, the strategic vision in setting strategic goals came at a high degree, as the general average for the dimension was equal to (2.99), and the degree of agreement (I agree), with a standard deviation of (1.77), which is a high value that indicates the discrepancy in the opinions of the sample members.

Keywords: governance - profit organizations - strategic objectives.

أثر تطبيق الحوكمة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية:

دراسة حالة بالمنظمات الربحية بالمملكة لعام 2023 – 2024

الدكتورة / حنان عبد الله نذير*, الدكتور/ أحمد عبد العزيز التوجيري

كلية الإدارة | جامعة ميدوشن | دولة الإمارات العربية المتحدة

المستخلص: إن الحوكمة في الوقت الحالي تشهد تطور كبير وبشكل ملحوظ، يشمل جميع المنظمات بالمملكة الربحية منها وغير ربحية كذلك، وهذا لأنه مع التعقيد لبيئة العمل بشكلها الاقتصادي العالمي الحديث فقد توجهت هذه المنظمات للحوكمة لما لها من دور إيجابي في التوجيه للاستراتيجيات التنظيمية، لهذا قد قام هذا البحث على الوصول لأثر تطبيق الحوكمة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمات الربحية، وهذا بالسعي للوصول لإجابة السؤال التالي: ما هو أثر تطبيق الحوكمة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمات الربحية؟، وذلك باستخدام المنهج الوصفي الارتباطي، وقد توصل البحث لمجموعة من النتائج التي تجيب على هذا السؤال ومن أهمها: أن مبدأ المشاركة في مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (4.05)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.28)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة، أن مبدأ التقييم من مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (3.80)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.06)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة، أن مبدأ الفاعلية من مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة جدا، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (4.48)، ودرجة موافقة (أوافق بشدة)، بانحراف معياري بلغ (0.50)، وهي قيمة منخفضة تدل على تجانس آراء أفراد عينة الدراسة، أن الرؤية الاستراتيجية في وضع الأهداف الاستراتيجية جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (2.99)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.77)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: الحوكمة- المنظمات الربحية-الأهداف الاستراتيجية.

المقدمة:

تعيش الحوكمة في وقتنا الحالي تطور كبير وملحوظ ولا يقتصر ذلك على المنظمات غير الربحية، بل يشمل أيضاً المنظمات الحكومية والمنظمات الربحية. ومع تعقيد البيئة الاقتصادية العالمية الحديثة، نجد أن دور الحوكمة في عمليات التشكيل والتوجيه للاستراتيجيات التنظيمية أصبح أكثر أهمية عن أي وقت، حيث تشير الحوكمة إلى الإطار الذي يشمل القواعد والممارسات والعمليات التي تُدار وتُوجه من خلالها المنظمة. ويتضمن ذلك الآليات التي تضمن من خلالها المنظمات الشفافية، والمساءلة، والالتزام بالمعايير الأخلاقية أمام جميع أصحاب المصلحة (المحمدي، 2022، ص15). بالنسبة للمنظمات الربحية، فإن الهياكل القوية للحوكمة تلعب دوراً حيوياً في تحقيق النمو المستدام وتعزيز الثقة بين المستثمرين والعملاء والشركاء التجاريين.

وفي سياق تحقيق الأهداف الاستراتيجية، تسهم الحوكمة الجيدة في تحديد رؤية المنظمة ورسالتها بوضوح، وتوفير آليات لمراقبة الأداء وضمان التزام جميع الأطراف بتحقيق تلك الأهداف. كما تساعد على التكيف مع التغيرات السريعة في السوق، من خلال توفير نهج مرن وفعال لاتخاذ القرارات الاستراتيجية.

ومن خلال تعزيز الشفافية والمساءلة، تساهم الحوكمة في بناء سمعة قوية للمنظمة، مما يزيد من قدرتها على جذب الاستثمارات وتأمين التمويل اللازم للنمو والتوسع، بالإضافة إلى ذلك، تسهم الحوكمة الفعالة في تقليل المخاطر الإدارية والقانونية، من خلال ضمان التزام المنظمة بالقوانين واللوائح ذات الصلة. (طالب المنذري، 2022، ص11).

ويعد تطبيق الحوكمة الجيدة ركيزة أساسية لنجاح المنظمات الربحية في تحقيق أهدافها الاستراتيجية فهي ليست مجرد مجموعة من القواعد والإجراءات، بل هي ثقافة تنظيمية تضمن الاستدامة والنجاح على المدى الطويل في بيئة عمل ديناميكية ومتغيرة.

مشكلة البحث

مشكلة البحث تكمن في التحدي الذي تواجهه العديد من المنظمات الربحية في تحقيق أهدافها الاستراتيجية نتيجة لعدم تطبيق مبادئ الحوكمة بشكل كافٍ وفعال. على الرغم من وجود العديد من الدراسات التي تناولت أثر الحوكمة على الأداء المالي والاستراتيجي للمنظمات، إلا أن هناك فجوة في الفهم الكامل لكيفية تأثير الحوكمة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمات الربحية، وخاصة في ظل التغيرات الاقتصادية والتكنولوجية السريعة، فهناك بعض الدراسات التي تناولت هذا الموضوع مثل دراسة (مبروك عطية، 2024) التي ركزت على الشركات العائلية في السوق المصري، ودراسة (عابد، 2023) التي تناولت تأثير الحوكمة على الشمول المالي في البنوك المصرية، فقد أظهرت جميعها أن هناك تأثيراً إيجابياً لمبادئ الحوكمة على الأداء الاستراتيجي والمالي. ولكن، ما زالت هناك حاجة لفهم أعمق لكيفية ترجمة هذه المبادئ إلى تحقيق أهداف استراتيجية ملموسة للمنظمات الربحية في بيئات عمل متنوعة، بالإضافة إلى ذلك، فدراسة (زهراوي وآخرون، 2022) التي ركزت على المؤسسات الجزائرية، أكدت على أهمية الحوكمة في تحسين الأداء المالي، ولكنها أشارت إلى أن تطبيق قواعد الحوكمة ما زال محدوداً في العديد من المؤسسات الاقتصادية، مما يخلق فجوة في تحقيق الأهداف الاستراتيجية.

هذه الفجوات البحثية تعزز الحاجة إلى دراسة جديدة تركز على استكشاف تأثير تطبيق الحوكمة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية بشكل شامل. هذه الدراسة ستساهم في سد الفجوة البحثية القائمة وتقديم إحصائيات وتحليلات تدعم أهمية تطبيق الحوكمة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية في المنظمات الربحية.

الأسئلة الفرعية للبحث:

- 1- هل تطبيق الحوكمة يؤدي إلى تحسين الشفافية بالمنظمات الربحية بالسعودية؟
- 2- هل هناك تأثير إيجابي لتطبيق الحوكمة على قدرة المنظمات الربحية على إدارة المخاطر حتى تصل للاستدامة وتحقيق الأهداف الاستراتيجية بالمنظمات بالسعودية؟
- 3- ما هي تحديات تطبيق الحوكمة في المنظمات الربحية وأثرها على تحقيق الأهداف الاستراتيجية؟
- 4- هل توجد علاقة إيجابية بين تطبيق الحوكمة وبناء سمعة قوية للمنظمات الربحية في السوق، مما يزيد من قدرتها على جذب الاستثمارات والشراكات الاستراتيجية؟

أهمية البحث

تكمن أهمية هذا البحث في تسليط الضوء على الدور الحيوي الذي تلعبه الحوكمة في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمات الربحية. في ظل البيئة الاقتصادية المتغيرة والمتسارعة، أصبح من الضروري للمنظمات أن تعتمد على هياكل حوكمة قوية لضمان استدامة

نجاحها ونموها. يساهم هذا البحث في توفير فهم أعمق لكيفية تأثير تطبيق مبادئ الحوكمة على الأداء الاستراتيجي، مما يساعد المنظمات على تحديد النقاط التي تحتاج إلى تحسين والتحديات التي يجب التغلب عليها.

ومن خلال تحليل وتقييم الممارسات الحالية، يسعى البحث إلى إبراز العلاقة بين الحوكمة الفعالة وتحقيق الشفافية والمساءلة، وكيف يمكن لهذه العوامل أن تؤدي إلى بناء ثقة أكبر بين المستثمرين وأصحاب المصلحة. كما يقدم البحث رؤى حول كيفية تحسين عمليات اتخاذ القرار وإدارة المخاطر، مما يعزز من قدرة المنظمات على التكيف مع التغيرات السوقية والاقتصادية.

أهداف البحث

1. الدراسة لكيفية تأثير تطبيق مبادئ الحوكمة على الأداء الاستراتيجي للمنظمات الربحية، وذلك من خلال تقييم الآليات والهياكل التي تعزز من تحقيق الأهداف الاستراتيجية الطويلة الأمد بالمملكة.
2. العمل على تحديد العوائق والتحديات التي تواجه المنظمات الربحية في تطبيق الحوكمة بشكل فعال، مع التركيز على العقبات التنظيمية والثقافية والبيئية التي تعرقل تحقيق الأداء الاستراتيجي الأمثل بالمملكة.
3. تقييم الممارسات الحالية للحوكمة في المنظمات الربحية بالمملكة، وتحديد الجوانب التي تحتاج إلى تحسين لتعزيز فعالية الحوكمة ودورها في تحقيق الأهداف الاستراتيجية.
4. تقديم توصيات عملية لتحسين هياكل وآليات الحوكمة في المنظمات الربحية، بما يساهم في تعزيز الشفافية والمساءلة والكفاءة في إدارة العمليات وتحقيق الأهداف الاستراتيجية.

فرضيات البحث

تتمثل الفرضية الرئيسية في التالي:

- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الأهداف الاستراتيجية بأبعادها (الرؤية الاستراتيجية- وضع الأهداف والخطط- التواصل الفعال بين العاملين بفاعلية) وبين تطبيق مبادئ الحوكمة.
- الفرضية الأولى: هناك علاقة إيجابية بين الرؤية الاستراتيجية وتطبيق مبادئ الحوكمة.
 - الفرضية الثانية: هناك تأثير إيجابي لتطبيق الحوكمة على قدرة المنظمات الربحية وبين وضع الأهداف والخطط.
 - الفرضية الثالثة: هناك علاقة إيجابية بين تطبيق الحوكمة وبين التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية.

أولاً: الدراسات السابقة والإطار النظري

الدراسات السابقة

- دراسة (مبروك عطية، 2024) بعنوان أثر تطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة على الأداء الاستراتيجي للعمليات في الشركات العائلية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات العائلية العاملة في السوق المصري. هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين تطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة وتطوير الأداء الاستراتيجي للعمليات في الشركات العائلية العاملة في السوق المصري. تم تنفيذ الدراسة على عينة مكونة من 430 شركة عائلية في إقليم القاهرة الكبرى، وتم جمع البيانات باستخدام الاستقصاء وتحليلها باستخدام حزمة البرامج الإحصائية (SPSS). أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة وتطوير الأداء الاستراتيجي للعمليات في الشركات العائلية. تبين أن الحوكمة الرشيدة تساهم بشكل إيجابي في تحسين الأداء التنافسي والتشغيلي والمالي للعمليات. وأوصت الدراسة الشركات العائلية بتبني مفاهيم الحوكمة الرشيدة لتطوير الأداء الاستراتيجي، وأكدت على أهمية التخطيط الاستراتيجي واختيار مجالس إدارات كفؤة تعمل على تحسين الأداء. يعزز ذلك الثقة والشفافية في الأداء من جانب العاملين والمتعاملين على المدى البعيد، مما يساهم في تحقيق نجاح واستدامة الشركات العائلية.
- دراسة (عابد، 2023) بعنوان أثر تطبيق قواعد حوكمة البنوك على تحقيق متطلبات الشمول المالي وانعكاس ذلك على الأداء المالي للبنوك هدفت الدراسة إلى قياس تأثير تطبيق قواعد حوكمة البنوك على تحقيق الشمول المالي وتأثير ذلك على الأداء المالي للبنوك. لتنفيذ هذه الدراسة، قامت الباحثة بإجراء دراسة تطبيقية على عينة تضم 14 بنكاً من البنوك المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية. بالإضافة إلى البنك الأهلي المصري وبنك مصر اللذين يشكلان نسبة كبيرة من القطاع المصرفي في مصر. وشملت العينة النهائية 140 مشاهدة خلال الفترة من عام 2012 حتى 2021.

استخدمت الباحثة معامل ارتباط بيرسون وطريقة تحليل المسارات (Path Analysis) لتحليل البيانات وتفسير العلاقات السببية بين المتغيرات. أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير إيجابي معنوي ذو دلالة إحصائية لتطبيق قواعد حوكمة البنوك على الشمول المالي. كما أظهرت النتائج أن الشمول المالي له تأثير إيجابي معنوي على الأداء المالي للبنوك. وأكدت النتائج أيضاً وجود تأثير إيجابي معنوي لحوكمة البنوك على الأداء المالي للبنوك، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال الشمول المالي.

- دراسة (زهراوي وآخرون، 2022) بعنوان أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية. هدفت الدراسة إلى استكشاف تأثير تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. وركزت الدراسة على تحليل مدى تأثير تلك القواعد على مؤشرات الأداء المالي، وذلك من خلال أدوات التحليل المالي الرئيسية مثل رأس المال العامل والنسب المالية.

وأكدت الدراسة على أهمية تنظيم قواعد إدارة تضمن تحقيق أهداف الحوكمة، مما يعزز العدالة والشفافية داخل المؤسسات. كما شددت على ضرورة وجود نظام مراجعة فعال لضمان تقييم دقيق وشامل للأداء المالي. وأظهرت النتائج، سواء من الجانب النظري أو من خلال دراسة حالة على إحدى المؤسسات الخاصة، أن تطبيق قواعد الحوكمة يلعب دوراً حيوياً في تحسين مؤشرات التقييم المالي. هذا التأثير الإيجابي على مؤشرات التقييم ينعكس بدوره على الأداء المالي العام للمؤسسات، مما يبرز أهمية الحوكمة كعامل رئيسي في تعزيز الأداء المالي في القطاع الاقتصادي الجزائري.

- دراسة (عبد العزيز، 2013) بعنوان أثر تطبيق نظام حوكمة الشركات على الأداء الفعال بالتطبيق على الشركة القابضة للنقل البحري والبري والشركات التابعة لها.

هدفت الدراسة إلى توضيح تأثير نظام حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة والمديرين على الأداء الفعال في شركات قطاع النقل البحري واتبعت الدراسة المنهج الوصفي، واستخدمت عينة بحجم 384 مفردة، واعتمدت على حزمة البرامج الإحصائية SPSS. وأظهرت نتائج الدراسة أن البعد الإداري للحوكمة له تأثير كبير، لكنه يُعالج بشكل أقل مقارنة بالأبعاد الأخرى. وتُعد الإدارة أحد أهم الأطراف أصحاب المصالح المشتركة، وغالبية متطلبات الحوكمة هي في الأصل اختصاصات إدارية بالغة الأهمية. هناك نقص ملحوظ في الكتابات الإدارية عن حوكمة الشركات، ولم تصل الأعمال المصرية حتى الآن إلى درجة الوعي الكامل بتطبيق حوكمة الشركات. فالأمر يتطلب مزيداً من التوعية والتحفيز لضمان التطبيق الفعلي لمتطلبات حوكمة الشركات. كما أشارت الدراسة إلى أن تقييم أداء الشركات بالتركيز على الأداء المالي فقط وإهمال الجوانب الأخرى يُعد تقييماً جزئياً وغير موضوعي، ولا يعكس الصورة الكاملة للواقع الفعلي للشركات وتوجهاتها المستقبلية.

- دراسة (بن ثابت وعبدى، 2010) الحوكمة في المصارف الإسلامية

تناولت الدراسة موضوع الحوكمة في المصارف الإسلامية، وذلك في ظل الانتقادات المتزايدة التي تواجهها هذه المصارف بسبب اتهامها بمحاكاة البنوك التقليدية وعدم التزامها الكامل بالشريعة الإسلامية. وهدفت الدراسة إلى توضيح مفهوم الحوكمة وأهميتها في المؤسسات المالية الإسلامية، ودورها في تعزيز التزام المصارف بالقيم الإسلامية وتحسين أداها. وأظهرت الدراسة أن المصارف الإسلامية بحاجة إلى تطبيق مبادئ الحوكمة التي تنبثق من الشريعة الإسلامية، وذلك لضمان تماشي عملياتها مع الأصول والقيم الإسلامية وتعزيز الثقة بين العملاء والمستثمرين. وتشير النتائج إلى أهمية توحيد الهيئات الشرعية للمصارف وتأسيس آليات للرقابة والمراقبة وتقديم التقارير المالية بشكل شفاف وموثوق.

التعليق على الدراسات:

تشترك الدراسات السابقة في تركيزها على أهمية الحوكمة وتأثيرها على الأداء المالي والمؤسسي للشركات والبنوك. جميع الدراسات تسلط الضوء على دور الحوكمة في تعزيز العدالة والشفافية وتحسين الأداء المالي، سواء في الشركات العائلية، البنوك، أو المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

فدراسة (مبروك عطية، 2024) تركز على العلاقة بين الحوكمة الرشيدة والأداء الاستراتيجي للعمليات في الشركات العائلية، مما يعكس الاهتمام بتطبيق الحوكمة لتحسين الأداء التنافسي والتشغيلي في هذا النوع من الشركات. بالمقابل، تتناول دراسة (عابد، 2023) تأثير الحوكمة في تحقيق الشمول المالي وانعكاس ذلك على الأداء المالي للبنوك، مما يشير إلى دور الحوكمة في تحسين الأداء المالي من خلال تعزيز الشمول المالي.

دراسة (زهراوي وآخرون، 2022) تركز على تأثير الحوكمة على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية، وتبرز أهمية وجود نظام مراجعة فعال لضمان العدالة والشفافية، وهو موضوع مشترك مع الدراسات الأخرى. بالمقارنة، تركز دراسة (عبد العزيز، 2013) على تأثير نظام حوكمة

الشركات في قطاع النقل البحري، وتنتقد التوجه الذي يركز على الأداء المالي فقط دون اعتبار الجوانب الأخرى، مما يميزها عن الدراسات الأخرى التي تركز بشكل أكبر على الأداء المالي.

أما دراسة (بن ثابت وعبدي، 2010) فهي تميزت بتركيزها على الحوكمة في المصارف الإسلامية، وتسلط الضوء على التحديات التي تواجهها في الالتزام بالقيم الإسلامية، وهو جانب مختلف عن الدراسات الأخرى التي تناولت الحوكمة في سياقات أكثر تقليدية. وبشكل عام، تشارك هذه الدراسات في التأكيد على أهمية الحوكمة كأداة لتحسين الأداء المالي والمؤسسي، مع تفاوت في التركيز على جوانب محددة مثل الشمول المالي، العمليات الاستراتيجية، والالتزام بالقيم الإسلامية.

الإطار النظري:

1. ماهية الحوكمة

إن مفهوم حوكمة المنظمات، رغم شيوع استخدامه، لا يزال محط جدل واختلاف بين الكتاب والباحثين، نظراً لتداخله مع العديد من الجوانب التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للمنظمات، هذا التداخل يعكس تأثيره العميق ليس فقط على مستوى المنظمات الفردية، بل يمتد ليشمل المجتمع والاقتصاد ككل، ويمكن النظر إلى الحوكمة كعملية شاملة تهدف إلى إيجاد وتنظيم الممارسات السليمة والتطبيقات الفعالة لمن يتولون إدارة المنظمات، وذلك لضمان الحفاظ على حقوق ومصالح مجموعة واسعة من الأطراف المعنية بالمنظمة، مثل حملة الأسهم وحملة السندات والعاملين وأصحاب المصالح الآخرين.

فالهدف الرئيسي من حوكمة المنظمات هو تحقيق التوازن بين هذه المصالح المختلفة عبر تحري تنفيذ العلاقات التعاقدية التي تربط بين هذه الأطراف بشكل عادل وشفاف، ويتم ذلك من خلال اعتماد الأدوات المالية والمحاسبية السليمة واتباع معايير الإفصاح والشفافية المطلوبة. تتجلى أهمية الحوكمة في قدرتها على تعزيز الثقة بين الأطراف المعنية، مما يساهم في استقرار الشركة واستدامتها على المدى الطويل. (منال الوكيل، 2021، ص 109-110).

وتضمن الحوكمة أن يكون هناك نظام رقابي فعال يتيح لحملة الأسهم وأصحاب المصالح الأخرى التأكد من أن الشركة تُدار بشكل يحقق مصالحهم ويحافظ على حقوقهم. بالإضافة إلى ذلك، تُعنى الحوكمة بتحديد الأدوار والمسؤوليات بوضوح بين مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، مما يعزز من كفاءة وفعالية العمليات الإدارية، فالشفافية والإفصاح هما من الركائز الأساسية التي تقوم عليها حوكمة المنظمات، ويتطلب هذا توفير معلومات دقيقة وموثوقة في الوقت المناسب لجميع الأطراف المعنية، مما يتيح لهم اتخاذ قرارات مستنيرة بناءً على فهم واضح للأداء المالي والتشغيلي للشركة. كما أن الشفافية تساهم في تقليل المخاطر المحتملة الناجمة عن الفساد أو سوء الإدارة، حيث تفرض ضوابط صارمة على العمليات المالية والإدارية. (الحايك، 2016، ص 27)

وتعريفات حوكمة المنظمات تتنوع وتعكس الأبعاد المختلفة لهذا المفهوم. فعلى سبيل المثال، عرف ويليام صن حوكمة الشركات بأنها مجموعة الترتيبات التي تهدف إلى إحداث توافق بين مصالح المديرين والمساهمين. وهذا التعريف يركز على التوافق بين الأطراف الأساسية داخل الشركة لضمان تحقيق أهداف مشتركة وتقليل النزاعات المحتملة. (Williamson, 1984, p12) وفي اتجاه مشابه، عرفها (عبدالعال حماد، 2005، ص 23) بأنها الإجراءات التي تُستخدم من قبل أصحاب المصلحة في المنظمة، مثل المساهمين وغيرهم، للإشراف على المخاطر ورقابة المخاطر التي تتولاها الإدارة. هذا التعريف يبرز الدور الرقابي لأصحاب المصلحة في ضمان إدارة المخاطر بشكل فعال داخل المنظمة.

وفي السياق المصري عرّف دليل حوكمة الشركات في مصر لعام 2006 حوكمة الشركات بأنها مجموعة القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركات والمساهمين فيها وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها. هذا التعريف يؤكد على الأهمية المتوازنة لحماية مصالح جميع الأطراف المعنية وتحقيق التوازن بينها لضمان استقرار الشركة ونجاحها.

وهذه التعريفات المتعددة تعكس الأهمية البالغة لمفهوم حوكمة الشركات في تحسين إدارة الشركات وضمان توازن المصالح بين مختلف الأطراف المعنية، بما يعزز من الشفافية والمسؤولية ويؤدي في النهاية إلى تحقيق الأداء الأمثل للشركات، حيث إن معظم الكتاب في مجال الحوكمة يتفقون على أنها تتعلق باتخاذ القرارات والتوجهات التي تؤثر على المجتمع ومؤسساته المختلفة، فيتضح أن الحوكمة تشمل التفاعلات ضمن الهياكل والعمليات والتقاليد التي تحدد كيفية ممارسة السلطة، وكيفية اتخاذ القرارات، وكيفية تعبير المواطنين عن وجهات نظرهم. بذلك، تركز الحوكمة على السلطة والعلاقات والمساءلة.

وتتجلى أهمية هذه المفاهيم في كيفية توزيع السلطة والقدرة على اتخاذ القرارات داخل مختلف السياقات. وعلى المستوى العالمي، تعنى الحوكمة بكيفية تفاعل الدول والمنظمات الدولية فيما بينها لاتخاذ قرارات تؤثر على السلم والأمن والتعاون الدولي. على المستوى الوطني، تركز الحوكمة على كيفية تنظيم العلاقات بين الحكومة والمواطنين والمؤسسات المختلفة لضمان توزيع عادل للموارد واتخاذ قرارات تعكس مصالح المجتمع، ويتضح أن الحوكمة هي عملية معقدة تشمل العديد من الجوانب المتداخلة التي تتطلب توازناً دقيقاً بين السلطة والمساءلة،

مع ضرورة إشراك جميع الأطراف المعنية في عملية اتخاذ القرارات لضمان شفافية وفعالية الإدارة. تعتبر الحوكمة الجيدة أساسية لتحقيق التنمية المستدامة وتعزيز الثقة بين المواطنين والمؤسسات، حيث توفر إطاراً يساعد على تحقيق توازن بين المصالح المختلفة وضمان مشاركة فعالة للجميع في صنع القرارات. (الحايك، 2016، ص28)

ومن خلال التعريفات السابقة، يمكن أن نستنتج أن الحوكمة تشمل عدة جوانب رئيسية تتعلق بإدارة المنشآت وضمان الشفافية والمساءلة. وتتضمن الحوكمة مجموعة من الأنظمة الخاصة بالرقابة على أداء المنشآت وتخفيض المخاطر المرتبطة بها. وهي تعمل على تنظيم العلاقات بين مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وأصحاب المصالح لضمان أن جميع الأطراف تعمل بانسجام لتحقيق الأهداف المشتركة. وتؤكد الحوكمة أيضاً على ضرورة إدارة المنشآت لحماية مصالح المساهمين وضمان أن حقوقهم محفوظة ومصالحهم ملبية. بالإضافة إلى ذلك، تعتبر الحوكمة مجموعة من القواعد والإجراءات التي يتم من خلالها إدارة المنشأة والرقابة عليها وفق هيكل معين. هذا الهيكل يتضمن توزيع الحقوق والواجبات بين المشاركين في إدارة المنشأة، مثل مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمساهمين، لضمان تحقيق توازن في السلطة والمسؤولية وتعزيز الشفافية والفعالية في اتخاذ القرارات. وتعمل على المساهمة في تحقيق استقرار المنشآت وتوجيهها نحو النجاح المستدام من خلال ضمان توزيع عادل للسلطة والمسؤولية، وتعزيز الرقابة والمساءلة، وتحقيق التوازن بين مختلف المصالح المعنية. هذا النهج الشامل في إدارة المنشآت يساعد على تقليل المخاطر، وتحسين الأداء، وتعزيز الثقة بين الأطراف المعنية. (مبروك عطية، 2024، ص38)

2. أهداف الحوكمة

تهدف حوكمة الشركات إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الأساسية التي تساهم في تحسين إدارة المنظمات وضمان الشفافية والمساءلة، ويمكن تحديد هذه الأهداف على النحو التالي: (مصطفى المحمدي، 2022، ص15-16).

- تسعى هذه الأهداف إلى تأكيد مبدأ الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء، فهذا المبدأ مهم لضمان عدم تداخل مصالح المالكين مع إدارة الشركة، مما يؤدي إلى تحسين الكفاءة الاقتصادية للشركة من خلال هذا الفصل، يمكن للإدارة التركيز على الأداء التشغيلي دون تدخل مباشر من المالكين، بينما يتولى المساهمون دور الرقابة من خلال آليات واضحة وفعالة، وتهدف كذلك إلى إنشاء هيكل تنظيمي يحدد أهداف المنظمة بوضوح، بالإضافة إلى الوسائل والاستراتيجيات اللازمة لتحقيق تلك الأهداف. يتضمن هذا الهيكل أيضاً نظاماً لمتابعة الأداء وتقييمه بشكل مستمر. من خلال هذا الإطار، يمكن للشركة وضع خطط استراتيجية محكمة ومراقبة تنفيذها بفعالية لضمان تحقيق النتائج المرجوة.
- تعمل حوكمة المنظمات على التشديد بأهمية مراجعة وتعديل القوانين والأنظمة الحاكمة لأداء الشركات المالية بشكل منتظم، لأن هذا الجانب يهدف إلى تحويل مسؤولية الرقابة إلى كل من مجلس إدارة المؤسسة والمساهمين الذين يمثلون في الجمعية العمومية للمنشأة، هذا التوزيع للمسؤوليات يعزز من الشفافية والمساءلة، ويضمن أن تكون القوانين والأنظمة محدثة ومتوافقة مع التغيرات في البيئة الاقتصادية والقانونية.
- تركز الحوكمة على تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة، فمن خلال وضع آليات تقييم فعالة، يمكن للمنظمة تعزيز الثقة بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين. هذا التقييم الدوري يضمن أن تكون الإدارة العليا مسؤولة عن قراراتها وأدائها، مما يؤدي إلى تحسين الأداء العام للشركة. (أحمد البلوشي، 2023، ص15).
- تعزز حوكمة المنظمات إمكانية مشاركة كافة الأطراف المعنية، مثل المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين، في مراقبة أداء الشركة، فهذه المشاركة تتيح لهؤلاء الأطراف الاطلاع على سير العمليات واتخاذ القرارات المهمة، مما يعزز من شفافية العمليات ويقلل من المخاطر المحتملة من خلال إشراك جميع الأطراف ذات الصلة، يمكن للشركة بناء نظام رقابي متكامل يساهم في تحقيق الأهداف الاستراتيجية وضمان الاستدامة على المدى الطويل.
- تعد حوكمة المنظمات أداة أساسية في دفع المنظمات نحو التنمية المستدامة، والتي تهدف إلى تحقيق التوازن بين الأبعاد الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لأعمالها من خلال تبني مبادئ الحوكمة وتنفيذها بشكل فعال، فتلتزم الشركات بمسؤولياتها الاجتماعية والبيئية، مما يعزز من استدامة أعمالها ويقلل من تأثيراتها البيئية السلبية. (محمود عوده، 2017، ص18)
- تلعب الحوكمة الفعالة دوراً حيوياً في تعزيز الابتكار داخل المنظمات بالمملكة من خلال توفير هيكلية تنظيمية مرنة وفعالة، حيث تمكن الشركات من اتخاذ القرارات الجريئة والاستثمارات في التكنولوجيا الجديدة والابتكارات التي تعزز من قدرتها على التنافسية والنمو في السوق، بالإضافة إلى ذلك، تشجع الحوكمة على توظيف المواهب والخبرات الابتكارية، مما يعزز من إمكانية تحقيق تقنيات جديدة ومبتكرة في عملياتها ومنتجاتها.

ويتضح لنا أن الالتزام بمبادئ الحوكمة بالمنظمات بالمملكة يساهم بشكل كبير في بناء الثقة بين المنظمات وأصحاب المصلحة المختلفين، بما في ذلك المساهمين والعملاء والموظفين والمجتمع المحلي من خلال ضمان الشفافية والمساءلة، حيث تشعر أطراف الشركة

بالاطمئنان إلى أن الشركة تدير أعمالها بنزاهة وبأعلى مستويات المعايير الأخلاقية والقانونية. بالتالي، يتم تعزيز العلاقات الجيدة مع الجمهور وتعزيز سمعة الشركة في السوق، مما يساهم في استقطاب المزيد من الاستثمارات وتحقيق نمو مستدام للأعمال، بالإضافة إلى أن التزام المنظمات بمسؤولياتها الاجتماعية من خلال ممارسات الحوكمة الفعالة هو واحدة من أهم أهدافها، حيث تدمج أبعاداً اجتماعية مستدامة في استراتيجياتها وقراراتها، حيث تشجع على المساهمة في تنمية المجتمعات المحلية، ودعم المشاريع الاجتماعية والبيئية، وتحسين ظروف العمل والحفاظ على حقوق الموظفين. بذلك، تعزز الشركات من دورها الإيجابي في تعزيز التنمية الاجتماعية المستدامة وتحقيق الرفاهية العامة. (محمود عودة، 2017، ص20)

3. أهمية الحوكمة

تعتبر حوكمة المنظمات عملية ضرورية لضمان تحقيق المنظمات لأهدافها المختلفة، ولا سيما في تفعيل دور الجمعيات العامة لحملة الأسهم للاضطلاع بمسؤولياتهم وممارسة دورهم الرقابي على أداء المنظمات، بما في ذلك أداء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. هذا الدور الرقابي يؤدي إلى حماية أصحاب المصالح والأطراف المرتبطة بالمنظمة، ويساهم في تعزيز الثقة والشفافية داخل البيئة التنظيمية للمنظمات. (طالب المنذري، 2022، ص17-18).

وتكمن أهمية حوكمة المنظمات في عدة جوانب رئيسية تساهم في تحسين أداء المنظمات وتعزيز استدامتها:

أولاً: تساعد الحوكمة في تحقيق الحياد والاستقلال لكافة العاملين في المنظمات، سواء على مستوى مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين أو الموظفين. هذا الحياد والاستقلال يضمن أن تكون القرارات المتخذة داخل المنظمة موضوعية وغير متأثرة بأي ضغوط خارجية، مما يعزز من نزاهة العمليات ويساعد في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمة بشكل فعال.

ثانياً: تساهم حوكمة المنظمات في تقليل الأخطاء إلى أدنى حد ممكن من خلال الاعتماد على الضوابط الوقائية التي تمنع حدوث الأخطاء في المقام الأول. هذه الضوابط الوقائية تساعد في تجنب التكاليف المرتبطة بحدوث الأخطاء وتصحيحها، وبالتالي تحسين الكفاءة التشغيلية للمنظمة. من خلال وضع إجراءات وقائية صارمة، يمكن للمنظمات تحقيق مستوى عالٍ من الأداء وتقليل المخاطر المحتملة التي قد تؤثر على عملياتها. (مبروك عطية، 2024، ص3)

ثالثاً: تعمل حوكمة المنظمات على ضمان الاستفادة القصوى من نظم الرقابة الداخلية، خاصة فيما يتعلق بالضبط الداخلي وخفض الإنفاق. نظم الرقابة الداخلية القوية تساعد في مراقبة العمليات والتأكد من أنها تتم وفقاً للسياسات والإجراءات المعتمدة. هذا يؤدي إلى تحسين كفاءة العمليات وتقليل النفقات غير الضرورية، مما يعزز من ربحية المنظمة واستدامتها على المدى الطويل. (أحمد البلوشي، 2023، ص13).

رابعاً: تضمن حوكمة المنظمات مثالية مراجعي الحسابات الخارجيين، حيث يجب أن يتمتعوا بدرجة عالية من الحياد والاستقلال. هذا الاستقلال يضمن أن تكون تقاريرهم ومراجعاتهم موضوعية وغير متأثرة بأي ضغوط من جانب مجلس إدارة المنظمة أو المديرين التنفيذيين. وجود مراجعين مستقلين يساعد في تقديم تقييمات دقيقة وموثوقة عن الحالة المالية للمنظمة، مما يعزز من ثقة المستثمرين وأصحاب المصالح في التقارير المالية المقدمة.

فتعتبر حوكمة المنظمات بالملكة إطاراً مهماً لتحقيق الشفافية والمساءلة والاستدامة في المنظمات. من خلال تعزيز الحياد والاستقلال، وتقليل الأخطاء، وضمان فعالية نظم الرقابة الداخلية، واستقلالية مراجعي الحسابات، تساهم الحوكمة في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمات وحماية مصالح جميع الأطراف المرتبطة بها. هذا يجعل الحوكمة أداة حيوية لتعزيز الثقة في المنظمات ودعم استقرارها ونموها في الأسواق المالية. (مبروك عطية، 2024، ص4)

4. محددات حوكمة المنظمات

أدى الخوف العالمي الناتج عن الانهيارات المالية والأزمات الاقتصادية التي ضربت العديد من الدول وأسواق المال والشركات والبنوك، إلى زيادة التركيز على أهمية حوكمة المنظمات. ومن بين الأسباب الرئيسية لهذه الأزمات كان نقص الإفصاح الكامل وانعدام الشفافية في المعلومات المحاسبية والمالية، بالإضافة إلى تواطؤ بعض المسؤولين في الشركات مع الأطراف ذات المصالح، واستغلال مناصبهم لتحقيق أهداف شخصية. هذا التواطؤ أدى إلى انتشار الإهمال والتفريط في شؤون المنظمات، مما أسفر عن فساد محاسبي نتيجة تواطؤ مكاتب المحاسبة مع الإدارة التنفيذية لإخفاء الانحرافات والاختلاسات من خلال التلاعب في الحسابات. (صافي، 2018، ص3)

ولتعزيز جودة الحوكمة والتطبيق الجيد لها، يجب النظر في مجموعة من المحددات التي تؤثر بشكل مباشر على فعالية الحوكمة في المنظمات. يمكن تقسيم هذه المحددات إلى مجموعتين رئيسيتين: المحددات الخارجية والمحددات الداخلية.

❖ المحددات الخارجية

- المحددات الخارجية تشمل العوامل التي تأتي من خارج المنظمة وتؤثر على حوكمتها، ومن هذه العوامل:
- 1- القوانين والتشريعات التي تنظم الأنشطة الاقتصادية في الدولة، مثل القوانين التي تحكم سوق العمل والمنظمات. هذه القوانين تساعد في توفير بيئة استثمارية مستقرة وأمنة تساهم في تحسين أداء المنظمات.
 - 2- القوانين التي تنظم المنافسة ومنع الاحتكار تساهم في خلق سوق عادلة ومنصفة، حيث يتم حماية حقوق المستهلكين والشركات الصغيرة. هذا التنظيم يمنع هيمنة الشركات الكبرى ويشجع الابتكار والتنوع في السوق.
 - 3- القطاع المالي للأموال اللازمة لإقامة المشاريع وتوسيعها، فكفاءة الأجهزة الرقابية في إحكام الرقابة على المنظمات تلعب دورًا حيويًا في ضمان النزاهة والشفافية في التعاملات المالية.
 - 4- وجود جمعيات مهنية وشركات تعمل في سوق الأوراق المالية تساهم في تعزيز الحوكمة من خلال وضع معايير مهنية وأخلاقية تلتزم بها المنظمات.
 - 5- مكاتب المحاماة والمكاتب الاستشارية المالية الاستثمارية تلعب دورًا هامًا في تقديم المشورة القانونية والمالية، مما يساعد في تحسين جودة الحوكمة من خلال توفير الاستشارات اللازمة لضمان الامتثال للقوانين والمعايير.

❖ المحددات الداخلية

- المحددات الداخلية تتعلق بالعوامل التي تأتي من داخل المنظمة نفسها، وتشمل:
- 1- القواعد التي تحدد أسلوب وشكل القرارات داخل المنظمة، فوجود قواعد واضحة ومحددة يساهم في تنظيم عملية اتخاذ القرار ويضمن عدم تجاوز السلطات أو إساءة استخدامها.
 - 2- توزيع السلطات والمهام بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين يهدف إلى تخفيض تعارض المصالح بين هذه الأطراف. هذا التوزيع يعزز من فعالية الرقابة والمساءلة داخل المنظمة.
 - 3- الحوكمة الجيدة تؤدي إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي من خلال تعزيز الشفافية والمساءلة. هذا يؤدي إلى جذب المزيد من الاستثمارات وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام.
 - 4- من خلال وضع آليات لحماية حقوق الأقلية وصغار المستثمرين، تساهم الحوكمة في تحقيق العدالة والإنصاف داخل المنظمة. هذا يضمن أن جميع المستثمرين، بغض النظر عن حجم استثماراتهم، يحصلون على معاملة عادلة وشفافة. (صافي، 2018، ص 4)

5. سمات وابعاد حوكمة المنظمات

ترتبط حوكمة المنظمات بشكل وثيق بسلوك الفئات المختلفة ذات الصلة بالمنظمات. ولتحقيق الفائدة القصوى من تطبيق هذا المفهوم، يجب أن تتوفر مجموعة من الخصائص في سلوكيات هذه الفئات، هذه الخصائص تمثل الدعائم الأساسية لحوكمة المنظمات، وهي تتضمن: (صافي، 2018، ص 60)

- **الشفافية:** حيث تعد الشفافية من أهم خصائص حوكمة المنظمات، حيث تتطلب تقديم صورة واضحة وحقيقية عن كل ما يحدث داخل المنظمة. الشفافية تضمن تحقيق الثقة والنزاهة والموضوعية في إجراءات إدارة المنظمة، كما تضمن الإفصاح السليم وفي الوقت المناسب عن الموضوعات المهمة. هذا الإفصاح يساعد جميع الأطراف ذات الصلة بالمنظمة، بما في ذلك المساهمين والمستثمرين، على اتخاذ قرارات مستنيرة تستند إلى معلومات دقيقة وموثوقة.
- **المساءلة:** تعتبر المساءلة قاعدة أساسية في حوكمة المنظمات، حيث تقضي بمحاسبة متخذي القرارات في المنظمة أو الذين ينفذون الأعمال على نتائج قراراتهم وأعمالهم تجاه المنظمة والمساهمين. لتحقيق المساءلة الفعالة، يجب إيجاد آلية تضمن أن جميع المسؤولين يخضعون للمساءلة عن أفعالهم وقراراتهم. هذه الآلية تساهم في منع الفساد وسوء الإدارة، كما تشجع المسؤولين على اتخاذ قرارات تتماشى مع مصالح المنظمة والمساهمين. (طالب المنذري، 2022، ص 15).
- **المسؤولية:** تشمل المسؤولية توفير هيكل تنظيمي واضح يحدد نقاط السلطة والمسؤولية داخل المنظمة. هذا الهيكل يساعد في تحديد من هو المسؤول عن ماذا، مما يسهل عملية محاسبة المسؤولين عن أفعالهم وقراراتهم تجاه المنظمة والمساهمين. المسؤولية تضمن أن كل فرد في المنظمة يعرف دوره ومسؤولياته، مما يعزز من كفاءة العمل ويقلل من التداخل والارتباك في تنفيذ المهام.
- **الوضوح:** يتطلب الوضوح أن تتسم القوائم والتقارير المالية بالشفافية والعدالة عند إعدادها. لتحقيق هذا الهدف، يجب على الإدارة، من خلال لجنة التدقيق، أن تتحرى الدقة والوضوح في إعداد القوائم المالية. الوضوح في التقارير المالية يساعد المساهمين والمستثمرين على فهم الوضع المالي الحقيقي للمنظمة، مما يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة.

• **الاستقلالية:** وهي الآلية التي تهدف إلى تقليل أو إلغاء تضارب المصالح داخل المنظمة. تبدأ هذه الآلية من تشكيل مجالس الإدارة وتعيين اللجان المستقلة، وتمتد إلى تعيين مراجع خارجي مستقل وكفاء ومؤهل يقوم بمراجعة الحسابات والعمليات المالية للمنظمة. الاستقلالية تضمن أن يتم اتخاذ القرارات بناءً على معايير موضوعية ومهنية، بعيداً عن أي تأثيرات أو ضغوطات خارجية. (أحمد البلوشي، 2023، ص19).

• **العدالة:** تعني ضمان معاملة متساوية لجميع المساهمين. تضمن العدالة أن يحصل كل مساهم على نفس الحقوق والمعلومات والمعاملة، بغض النظر عن حجم حصته في المنظمة. هذا يعزز من ثقة المساهمين في إدارة المنظمة ويشجعهم على الاستثمار بها. فتعد حوكمة المنظمات إطاراً شاملاً يهدف إلى ضمان الإدارة الفعالة والشفافة والعدالة للمنظمات. من خلال تعزيز الشفافية والمساءلة والمسؤولية والوضوح والاستقلالية والعدالة، تساهم حوكمة المنظمات في تحقيق الاستقرار والنجاح على المدى الطويل. هذه الخصائص تضمن أن المنظمات تعمل بما يحقق مصالح جميع الأطراف ذات الصلة، ويعزز من ثقة المستثمرين والمساهمين في المنظمات. (صافي، 2018، ص16)

6. الأهداف الاستراتيجية للمنظمات:

إن تحديد الأهداف الاستراتيجية هو عملية جوهرية في إدارة المنظمات بالملكة، حيث تمثل الأهداف التنظيمية الغايات والنهايات التي تسعى الإدارة إلى تحقيقها من خلال الاستثمار الأمثل للموارد البشرية والمادية المتاحة، سواء في الوقت الحالي أو في المستقبل. هذه الأهداف ليست مجرد نقاط نهاية، بل هي دليل لعمل الإدارة ومحور تركيز الجهود الجماعية للمنظمة.

وتتمثل أهمية تحديد الأهداف الاستراتيجية في توجيه الأنشطة اليومية والإجراءات نحو تحقيق غايات محددة بوضوح. عندما تكون الأهداف التنظيمية واقعية ومعبرة بصورة صحيحة عن قوى ومتغيرات البيئة الداخلية والخارجية للمنظمة، فإن ذلك يزيد من فرص النجاح في تصميم وتطبيق استراتيجيات ذات كفاءة وفعالية عالية، والتحديد لها يتطلب فهماً عميقاً للبيئة الداخلية والخارجية للمنظمة، فنجد أن البيئة الداخلية تشمل الموارد المتاحة، والقدرات والكفاءات البشرية، الهيكل التنظيمي، والثقافة المؤسسية. أما البيئة الخارجية فتشمل العوامل الاقتصادية، الاجتماعية، التكنولوجية، والسياسية التي تؤثر على المنظمة. تحقيق التوازن بين هذه العوامل يساعد في صياغة أهداف تنظيمية قابلة للتحقيق ومستدامة، ومن جانب آخر نجدها تعمل كإطار مرجعي لعملية التخطيط في المنظمة، فمن خلال تحديد هذه الأهداف، يمكن للإدارة وضع خطط قصيرة وطويلة الأجل لتحقيقها. التخطيط يشمل تحديد الخطوات اللازمة، تخصيص الموارد، وتحديد الجداول الزمنية. كما يساعد في قياس التقدم وتقييم الأداء من خلال مؤشرات قابلة للقياس تعكس مدى التقدم نحو تحقيق الأهداف. (بشري الصمدي، 2015، ص80)

وتلعب الأهداف الاستراتيجية دوراً حيوياً في توجيه الإدارة وتحديد أولوياتها، فهي تساعد في تحديد المجالات التي تحتاج إلى تحسين أو تطوير، وتوجيه الجهود والموارد نحو الأنشطة الأكثر أهمية. هذا التوجيه يمكن أن يشمل تحسين العمليات الداخلية، تطوير المنتجات أو الخدمات، الدخول إلى أسواق جديدة، أو تعزيز العلاقات مع العملاء والشركاء، وتساهم أيضاً في تحفيز الموظفين عندما يكون للموظفين فهم واضح للأهداف التنظيمية وكيفية مساهمتهم في تحقيقها، فإن ذلك يعزز من مشاركتهم والتزامهم. الأهداف الواضحة تساعد في توفير إحساس بالاتجاه والغرض، مما يزيد من الدافع للعمل بجدية لتحقيق النجاحات المشتركة.

والعمل على تحديد الأهداف الاستراتيجية ليس عملية ثابتة، بل يجب أن تكون ديناميكية وتخضع للمراجعة والتعديل حسب الحاجة. التغيرات في البيئة الداخلية أو الخارجية، التحديات غير المتوقعة، أو الفرص الجديدة يمكن أن تتطلب تعديل الأهداف الاستراتيجية لضمان استمرار ملاءمتها وفعاليتها. المراجعة الدورية للأهداف والاستراتيجيات تساعد في الحفاظ على المرونة والتكيف مع المتغيرات.

ومن المهم أن تتضمن الأهداف الاستراتيجية تحقيق توازن بين الأهداف القصيرة والطويلة الأجل، فالأهداف القصيرة الأجل تعزز من إحساس الإنجاز المستمر وتحافظ على الزخم، بينما تساهم الأهداف الطويلة الأجل في توجيه المنظمة نحو رؤيتها المستقبلية. هذا التوازن يساعد في ضمان أن المنظمة لا تركز فقط على النجاحات الفورية بل تسعى أيضاً لتحقيق الاستدامة والنمو على المدى الطويل، ولهذا نجد أن التحديد لهذه الأهداف يمثل ركيزة أساسية لنجاح المنظمات، ومن خلال فهم دقيق للبيئة الداخلية والخارجية، وتوجيه الأنشطة نحو غايات محددة، يمكن للمنظمات تحقيق مستويات عالية من الكفاءة والفعالية، فالأهداف الاستراتيجية تساهم في توجيه الإدارة، تحفيز الموظفين، وتوفير إطار مرجعي للتخطيط والتقييم. المراجعة الدورية والتكيف مع المتغيرات يضمنان استمرارية ملاءمة هذه الأهداف وقدرتها على تحقيق النمو المستدام للمنظمة. (الجدلي، 1998، ص21)

ثانياً: الجانب التطبيقي

منهجية البحث

تمهيد:

هدف البحث الحالي إلى دراسة أثر تطبيق الحوكمة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمات الربحية، وذلك باستهداف ثلاث مستويات مهما: (المدرء التنفيذيين، مدرء التشغيل، مستوى الاخصائيين). ويتناول هذا الفصل وصف لإجراءات البحث الميدانية التي قام بها الباحث لتحقيق أهداف البحث، وتتضمن تحديد المنهج المتبع في البحث، ومجتمع البحث، وعينة البحث، وأداة البحث والتحقيق من صدقها وثباتها، والمعالجة الإحصائية المستخدمة في تحليل النتائج.

منهج البحث:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة: سوف تقوم الباحثة باستخدام المنهج الوصفي الارتباطي، ويعد المنهج الوصفي للدراسة، والتي يتضمن المنهج الارتباطي، أحد أهم منهجيات البحث العلمي وأكثرها انتشاراً واستخداماً، حيث إنه من أجل معالجة المشكلة الدراسية وتقديم الإجابات على استفساراتها، لا بد أن تكون لها مشكلة محددة بشكل جيد وتحديد أهدافها، حيث إن طريقة المنهج يكون هدفها جمع المعلومات التي يمكن بعد ذلك فحصها لتحديد الروابط بين الأحداث المختلفة، واستخلاص النتائج، وتفسير تلك الاستنتاجات بطريقة منظمة ومفهومة، حيث إن هذا النوع من المنهجية تساهم في تعزيز جودة وشمولية البحث العلمي وتمكن الباحثة من الاستفادة من المزايا المتنوعة للنهج البحثي، ومساعدتها في تطوير الفهم العلمي لموضوع بحثها من خلال استكشاف وتحليل جوانب جديدة في موضوع البحث الأمر الذي سينتج عنه إضافة وإثراء في المعرفة على البحوث العلمية المستقبلية.

فالمنهجية المختلطة تساعد في توسيع نطاق الدراسة وزيادة شمولية البحث، وستساعد الباحثة على استخدام مجموعة متنوعة من الأدوات لجمع وتحليل البيانات للتأكد من صحة النتائج، الأمر الذي سينتج عنه توازن بين استخدام النهج الكمي والنوعي لفهم الظواهر بشكل أكبر وأشمل.

وستساعد الباحثة أيضاً في التعامل مع التحديات المتعددة والتي ستؤدي إلى تحقيق الأهداف المراد تحقيقها في البحث، فمن خلال استخدام المنهجية والفلسفة المختلطة سيتمكن الباحثة من الخروج باستنتاجات أكثر دقة وشمولية تعزز البحث بشكل عام.

مجتمع البحث وعينته:

يتكون مجتمع الدراسة من مستوى المدرء التنفيذيين، مستوى مدرء التشغيل، مستوى الاخصائيين في الشركات المالية بالمملكة، وتم اختيار عينة عشوائية من مجتمع الدراسة وكان عينة الدراسة مكونة من (70) فرد.

وصف عينة البحث:

تم حساب التكرارات والنسب المئوية لأفراد عينة البحث وفقاً للمتغيرات:

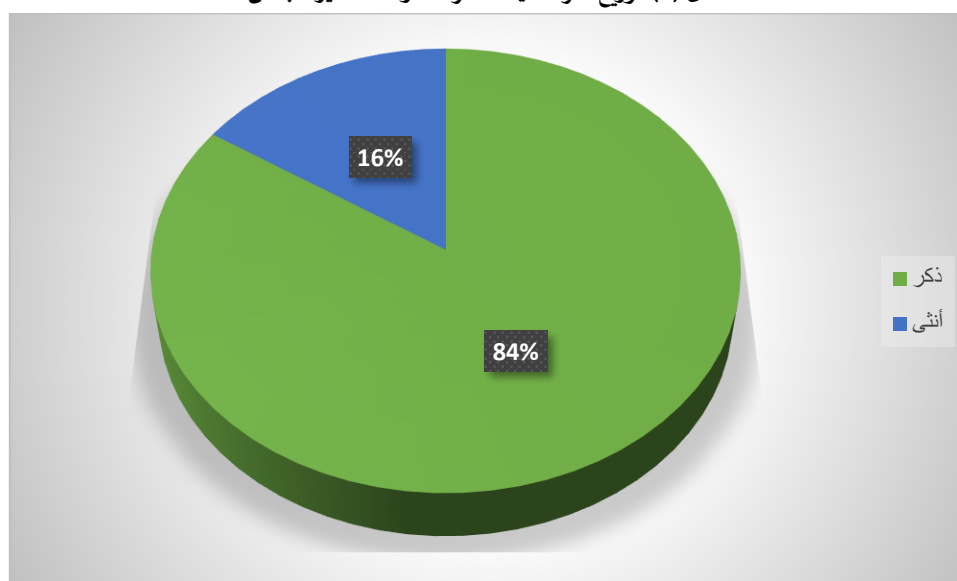
أ. الجنس:

جدول (1) توزيع أفراد عينة الدراسة وفقاً لمتغير الجنس

الجنس	التكرار	النسبة
ذكر	59	84.3%
أنثى	11	15.7%
المجموع	70	100%

يُتَّضح من الجدول أنَّ نسبة (84.3%) من إجمالي أفراد عينة الدراسة من الذكور، ونسبة (15.7%) من إجمالي أفراد عينة الدراسة من الإناث.

شكل (1) توزيع أفراد عينة الدراسة وفقاً لمتغير الجنس



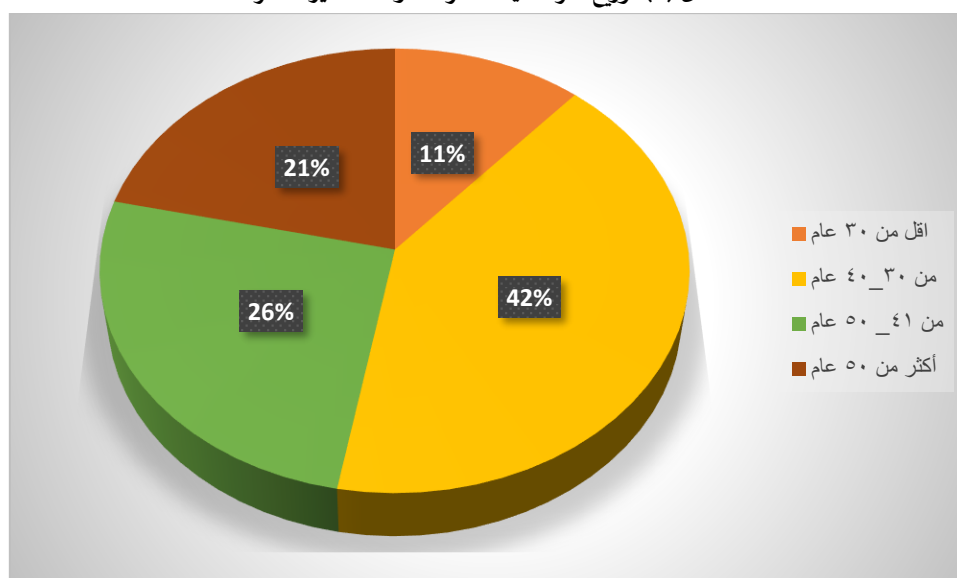
ب. العمر:

جدول (2) توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير العمر

العمر	التكرار	النسبة
أقل من 30 عام	8	11.4%
من 30_40 عام	29	41.4%
من 41_50 عام	18	25.7%
أكثر من 50 عام	15	21.4%
المجموع	70	100%

يتضح من الجدول السابق أن نسبة (41.4%) من إجمالي حجم العينة يتراوح أعمارهم من (30 إلى 40 عام)، ونسبة (25.7%) من إجمالي حجم العينة يتراوح أعمارهم من (41 إلى 50 عام)، ونسبة (21.4%) يكون أعمارهم أكثر من 50 عام، في حين أن نسبة (11.4%) من إجمالي حجم عينة الدراسة يكون أعمارهم (أقل من 30 عام).

شكل (2) توزيع أفراد عينة الدراسة وفقاً لمتغير العمر



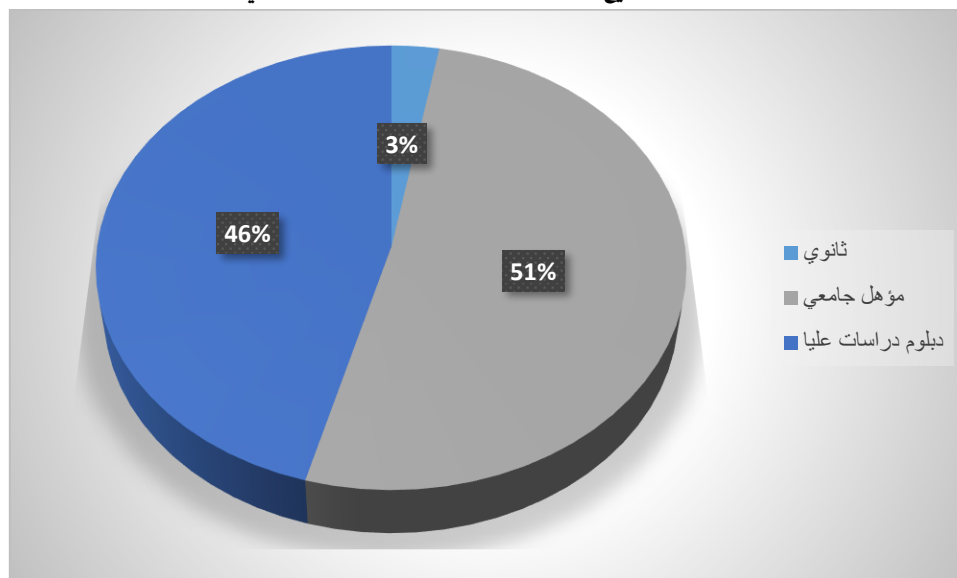
ج. المؤهل العلمي:

جدول (3) توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير المؤهل العلمي

النسبة	التكرار	المؤهل العلمي
%2.9	2	ثانوي
%51.4	36	مؤهل جامعي
%45.7	32	دبلوم دراسات عليا
100%	70	المجموع

يتضح من الجدول السابق ان نسبة (45.7%) من إجمالي حجم عينة الدراسة من حملة المؤهل الدراسات العليا، ونسبة (51.4%) من إجمالي عينة الدراسة من حملة المؤهل الجامعي، ونسبة (2.9) من حملة الثانوية.

شكل (3) توزيع أفراد الدراسة وفقا لمتغير المؤهل العلمي



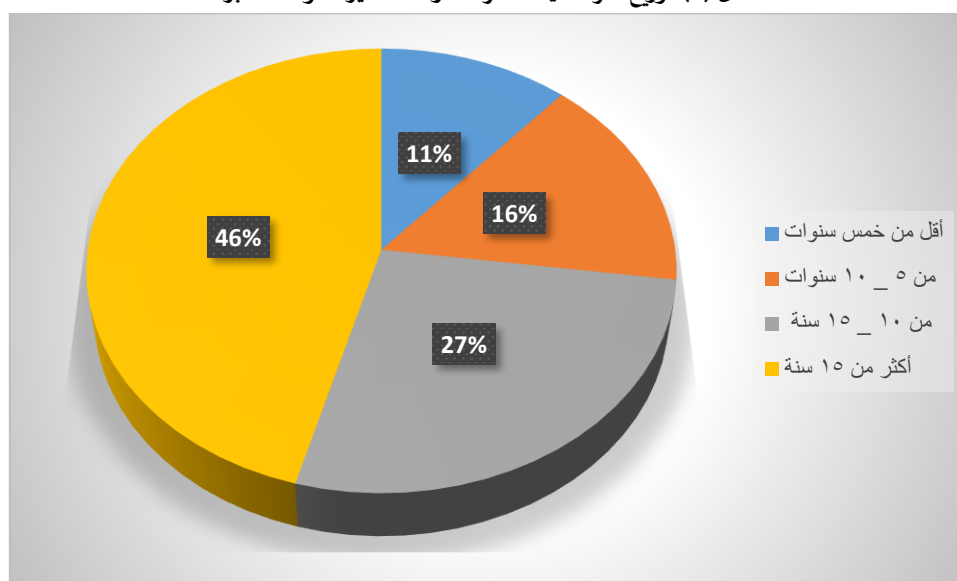
د. سنوات الخبرة:

جدول (4) توزيع أفراد عينة الدراسة حسب متغير سنوات الخبرة

النسبة	التكرار	سنوات الخبرة
%11.4	8	أقل من خمس سنوات
%15.7	11	من 5 _ 10 سنوات
%27.1	19	من 10 _ 15 سنة
%45.7	32	أكثر من 15 سنة
100%	70	المجموع

يتضح من الجدول أنّ نسبة (45.7%) من إجمالي أفراد الدراسة لديهم أكثر من 15 سنة من الخبرة، ونسبة (27.1%) من إجمالي أفراد الدراسة لديهم من 10 الى 15 سنة من الخبرة، ونسبة (15.7%) من إجمالي أفراد الدراسة لديهم من 5 الى 10 سنوات من الخبرة، ونسبة (11.4%) من إجمالي أفراد الدراسة لديهم أقل من 5 سنوات من الخبرة.

شكل (4) توزيع أفراد عينة الدراسة وفقاً لمتغير سنوات الخبرة



أداة البحث:

بعد أن تم إطلاع الباحث على الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث والاستعانة بالاطار النظري للبحث، قام الباحث ببناء وتطوير الاستبيان كأداة لجمع بيانات الدراسة؛ لمناسبتها لتحقيق أهداف الدراسة، والإجابة عن تساؤلاتها

بناء أداة البحث:

تمّ تصميم أداة الدراسة بهدف دراسة أثر تطبيق الحوكمة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنظمات الربحية (دراسة حالة)، وقد قامت الباحثة بإعداد أداة الدراسة بصورتها المبدئية، من خلال مراجعة الأدبيات المتعلقة بهدف البحث، وكذلك بعد الاطلاع على الدراسات السابقة ومراجعة أدواتها المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية، حيث تكونت أداة الدراسة من جزأين رئيسيين، على النحو التالي:

الجزء الأول: ويحتوي على البيانات الديموغرافية التي اشتملت على متغيرات الدراسة.

الجزء الثاني: محاور الدراسة ويشتمل على محورين رئيسيين، وهما كما يلي:

أ. **المحور الأول:** مبادئ الحوكمة ويتكون من 17 فقرة مقسمة إلى ثلاث أبعاد.

ب. **المحور الثاني:** الأهداف الاستراتيجية ويتكون من 15 فقرات مقسمة إلى ثلاث أبعاد.

وسوف يتم استخدام مقياس ليكرت الخماسي للاستجابة على مفردات الاستبانة كالتالي:

- موافق تماماً = 5 درجات.
- موافق = 4 درجات.
- محايد = 3 درجات.
- غير موافق = 2 درجة.
- غير موافق بشدة = 1 درجة.

صدق أداة البحث:

إن صدق الأداة يعني التأكد من أنها سوف تقيس ما أعدت لقياسه، كما يُقصد بالصدق "شمول الأداة لكل العناصر التي يجب أن تدخل في التحليل من جانب، ووضوح فقراتها ومفرداتها من جانب آخر، بحيث تكون مفهومة لكل من يستخدمها، وقد قامت الباحثة بالتأكد من صدق أداة الدراسة من خلال القيام بما يلي:

المحور الأول: مبادئ الحوكمة:

جدول (5) معامل ارتباط بيرسون للمحور الأول:

معامل ارتباط بيرسون	رقم الفقرة	معامل ارتباط بيرسون	رقم الفقرة
*.259	10	**.600	1
.008	11	*.279	2
.012	12	.177	3
.176	13	.111	4
.178	14	.058	5
.231	15	.062	6
.006	16	.162	7
.173	17	.116	8
		.011	9

■ دال عند مستوى دلالة 0.01

■ دال عند مستوى دلالة 0.05

يتضح من الجدول السابق أن معاملات الارتباط بين الفقرات والدرجة الكلية لمحور مبادئ الحوكمة جاءت أغلبها مقبولة.

المحور الثاني: الأهداف الاستراتيجية:

جدول (6) معامل ارتباط بيرسون للمحور الثاني:

معامل ارتباط بيرسون	رقم الفقرة	معامل ارتباط بيرسون	رقم الفقرة
.077	8	.232	1
.188	9	*.245	2
.200	10	**.419	3
.058	11	.198	4
.052	12	.173	5
.079	13	*.256	6
*.318	14	.202	7
**.312	15		

■ دال عند مستوى دلالة 0.01

■ دال عند مستوى دلالة 0.05

يتضح من الجدول السابق أن معاملات الارتباط بين الفقرات والدرجة الكلية لمحور الأهداف الاستراتيجية جاءت أغلبها جيدة ومقبولة.

ثبات أداة البحث:

ثبات أداة الدراسة يعني أن الأداة ستعطي نفس النتائج تقريباً عند تطبيقها العديد من المرات على العينة نفسها ولقياس مدي ثبات الاداة تم استخدام معامل ألفا كرو نباخ للتأكد من ثبات أداة الدراسة، ويوضح الجدول التالي قيم معاملات الثبات ألفا كرو نباخ لكل محور من محاور الاستبيان :

جدول (7) معامل ألفا كرو نباخ:

المحور	عدد الفقرات	قيمة ألفا كرو نباخ
مبادئ الحوكمة	17	.822
الاهداف الاستراتيجية	15	.937
الدرجة الكلية للاستبيان	32	.930

تشير نتائج الجدول السابق إلى أن معاملات الثبات بطريقة ألفا كرو نباخ كانت مناسبة لأغراض البحث العلمي لكافة محاور الاستبيان؛ إذ كانت جميعها مقبولة علمياً وتفي بمتطلبات التطبيق ، كما تشير نتائج الجدول السابق إلى ارتفاع معاملات الثبات بطريقة ألفا

كرو نباخ على الدرجة الكلية، حيث بلغت (930). و مما سبق يتبين ان الاستبيان يتسم بدرجة مرتفعة من الصدق والثبات لذا يمكن الاعتماد عليه كأداة للدراسة والوثوق بنتائجها

أساليب تحليل البيانات:

لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات التي تم تجميعها، تم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية المناسبة باستخدام الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية، والتي يرمز لها اختصاراً بالرمز (SPSS). ولخدمة أغراض الدراسة وتحليل البيانات التي تم تجميعها من خلال أداة الدراسة في الجانب الميداني، استُخدمت عدد من الأساليب الإحصائية لمعرفة اتجاهات أفراد مجتمع الدراسة حول التساؤلات المطروحة، وذلك بعد أن تم ترميز البيانات وإدخالها إلى الحاسب الآلي، تم استخراج النتائج وفقاً للأساليب الإحصائية الآتية:

1. التكرارات والنسب المئوية (Percentage & Frequencies): للتعرف على الخصائص الشخصية لأفراد عينة الدراسة.
2. المتوسط الحسابي (Mean): لمعرفة مدى ارتفاع أو انخفاض إجابات أفراد عينة الدراسة عن المحاور الرئيسة (متوسط متوسطات العبارات).
3. الانحراف المعياري (Standard Deviation): للتعرف على مدى انحراف إجابات أفراد عينة الدراسة لكل عبارة من عبارات متغيرات الدراسة.
4. معامل الثبات ألفا كرونباخ (Cronbach's Alpha- α): لحساب معامل ثبات أداة الدراسة.
5. معامل ارتباط بيرسون (Pearson): لقياس الاتساق الداخلي بين عبارات الأداة (الاستبانة) وكل محور تنتمي إليه.
6. تحليل الانحدار البسيط (Simple regression analysis): وذلك بغرض التحقق من الفرضية الأولى والثانية.

نتائج الدراسة وتفسيراتها

يتناول هذا الفصل عرضاً للنتائج التي توصّلت إليها الدراسة الحالية، وذلك من خلال عرض استجابات أفراد عينة الدراسة لعبارات الاستبيان، ومعالجتها إحصائياً، وصولاً إلى النتائج وتحليلها وتفسيرها، في ضوء الأطر النظرية، وتقوم الباحثة بمناقشة النتائج التي توصّلت إليها الدراسة وتفسيرها، من خلال الإجابة عن أسئلتها، وينتهي الفصل بتقديم توصيات الدراسة.

المتغير المستقل: مبادئ الحوكمة:

لدراسة مبادئ الحوكمة؛ تمّ حساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والترتيب لأبعاد المحور الأول " مبادئ الحوكمة" وجاءت النتائج كما يلي:

البعد الأول: مبدأ المشاركة:

جدول (1) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والترتيب للبعد الأول الرؤية والرسالة

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتبة	درجة الموافقة
1	مشاركة المدراء باختلاف مستوياتهم الإدارية (التنفيذيين، التشغيل، الأخصائيين) في الاجتماعات يحقق مبدأ المشاركة بشكل حقيقي وفعال.	4.17	.742	1	أو افق
2	للمديرين الحق في الدفاع عن حقوقهم القانونية.	4.40	.575	5	أو افق
3	يشترك المديرون والمستويات الإدارية الأقل مستوى في وضع خطط وأهداف للمنظمات وتطويرها.	3.72	1.013	5	أو افق
4	تعمل الإدارة في جهة عملي على كشف نقاط الضعف في تحقيق الأهداف لمعالجتها.	3.84	.918	5	أو افق
	المتوسط العام	4.05	1.28		أو افق

يتبين من الجدول السابق أن مبدأ المشاركة في مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساوياً (4.05)، ودرجة موافقة (أو افق)، بانحراف معياري بلغ (1.28)، وهي قيمة مرتفعة تدلّ على تباين آراء أفراد عينة الدراسة. وتراوحت قيم الانحرافات المعيارية لفقرات هذا البعد بين (575، 1.013)، وجاءت جميع الفقرات ذات قيم مرتفعة؛ مما يوضّح تباين آراء أفراد عينة الدراسة حول جميع الفقرات.

وجاءت في الترتيب الأول العبارة رقم (2): (للمديرين الحق في الدفاع عن حقوقهم القانونية)، بمتوسط حسابي بلغ (4.40)، وانحراف معياري بلغ (575)، ودرجة موافقة (أوافق)، بينما جاءت في الترتيب الأخير العبارة رقم (3): (يشترك المديرون والمستويات الإدارية الأقل مستوى في وضع خطط وأهداف للمنظمات وتطويرها)، بمتوسط حسابي بلغ (3.72)، وانحراف معياري بلغ (1.013)، ودرجة موافقة (أوافق).
البعد الثاني: مبدأ التقييم:

جدول (2) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والترتيب للبعد الثاني مبدأ التقييم.

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة	درجة الموافقة
1	توضح المنظمة الربحية الواجبات والمسؤوليات لكل وظيفة.	4.14	.767	5	أو افاق
2	ينتج من عملية التقييم حوافز أو عقوبات أو تدريبات	4.11	.826	1	أو افاق
3	للاجتماعات الدورية دور مهم في تحسين العلاقات الشخصية والاجتماعية للموظفين	4.39	.767	4	أو افاق
4	تزيد معايير التقييم من ثقة الموظفين في مكان العمل.	4.17	.834	5	أو افاق
5	إن تطبيق آليات حوكمة المنظمات يؤثر إيجابياً على تطوير الأسهم المالية.	4.21	.740	5	أو افاق
6	معايير تقييم الأداء تزيد من ثقة المديرين (التنفيذيين، التشغيل، الأخصائيين).	4.37	.569	1	أو افاق
المتوسط العام		3.80	1.06		أو افاق

يتبين من الجدول السابق أن مبدأ التقييم من مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساوياً (3.80)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.06)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة. وتراوح قيم الانحرافات المعيارية لفقرات هذا البعد بين (539، 826)، وجاءت جميع الفقرات ذات قيم مرتفعة؛ مما يوضح تباين آراء أفراد عينة الدراسة حول جميع الفقرات.

وجاءت في الترتيب الأول العبارة رقم (3): (للاجتماعات الدورية دور مهم في تحسين العلاقات الشخصية والاجتماعية للموظفين)، بمتوسط حسابي بلغ (4.39)، وانحراف معياري بلغ (767)، ودرجة موافقة (أوافق)، بينما جاءت في الترتيب الأخير العبارة رقم (2): (ينتج من عملية التقييم حوافز أو عقوبات أو تدريبات)، بمتوسط حسابي بلغ (4.11)، وانحراف معياري بلغ (826)، ودرجة موافقة (أوافق).
البعد الثالث: مبدأ الفاعلية:

جدول (3) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والترتيب للبعد الثالث مبدأ الفاعلية

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة	درجة الموافقة
1	توفر المنظمة خططاً واضحة لتطوير مواردها المالية.	4.04	.806	3	أو افاق بشدة
2	ضعف الموارد المالية يؤثر سلباً على تطبيق الأنظمة والقوانين.	3.96	1.165	2	أو افاق بشدة
3	تطبيق متطلبات الحوكمة يعمل على استقطاب موظفين مميزين.	4.24	.788	3	أو افاق بشدة
4	يؤدي تطبيق متطلبات الحوكمة إلى رفع معنويات جميع الموظفين.	4.27	.741	3	أو افاق بشدة
5	العمل على تطبيق متطلبات الحوكمة من الأساسيات الرئيسية لتطوير المنظمة	4.43	.579	5	أو افاق بشدة
6	تعمل المنظمة على استقطاب موظفين من أصحاب الكفاءات المميزة.	4.23	.820	5	أو افاق بشدة
المتوسط العام		4.48	.50		أو افاق بشدة

يتبين من الجدول السابق أن مبدأ الفاعلية من مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة جداً، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساوياً (4.48)، ودرجة موافقة (أوافق بشدة)، بانحراف معياري بلغ (0.50)، وهي قيمة منخفضة تدل على تجانس آراء أفراد عينة الدراسة. وتراوح قيم الانحرافات المعيارية لفقرات هذا البعد بين (579، 1.165) وجاءت جميع الفقرات ذات قيم منخفضة؛ مما يوضح تجانس آراء أفراد عينة الدراسة حول جميع الفقرات.

وجاءت في الترتيب الأول العبارة رقم (5): (العمل على تطبيق متطلبات الحوكمة من الأساسيات الرئيسية لتطوير المنظمة)، بمتوسط حسابي بلغ (4.43)، وانحراف معياري بلغ (5.79)، ودرجة موافقة (أوافق بشدة)، بينما جاءت في الترتيب الأخير العبارة رقم (2): (ضعف الموارد المالية يؤثر سلباً على تطبيق الأنظمة والقوانين) بمتوسط حسابي بلغ (3.96)، وانحراف معياري بلغ (1.165)، ودرجة موافقة (أوافق بشدة).

المتغير التابع: الاهداف الاستراتيجية:

البعد الأول: الرؤية الاستراتيجية

جدول (4) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والترتيب للبعد الأول الرؤية الاستراتيجية

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة	درجة الموافقة
1	تسعى جهة عملي الى تطوير المسار المستقبلي لها	4.23	.820	4	أو افاق
2	تركز جهة عملي على الأهداف الاستراتيجية التي تساهم في تحقيق التميز.	4.19	.822	5	أو افاق
3	تقوم جهة عملي بترجمة الاستراتيجية الى برامج قابلة للتنفيذ	4.03	.851	1	أو افاق
4	تحرص جهة عملي على صياغة رؤية ورسالة واضحة ومكتوبة لها ومنبثقة من الاستراتيجية والسياسات العامة لها	4.10	.783	5	أو افاق
5	إلى أي مدى تتفق مع العبارة التالية: جهة عملي لديها رؤية ملهمة ومحفزة للموظفين لتحقيق التميز؟	3.81	1.019	5	أو افاق
المتوسط العام		2.99	1.77	أو افاق	

يتبين من الجدول السابق أن الرؤية الاستراتيجية في وضع الاهداف الاستراتيجية جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساوياً (2.99)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.77)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة. وتراوح قيم الانحرافات المعيارية لفقرات هذا البعد بين (783، 1.019)، وجاءت جميع الفقرات ذات قيم منخفضة؛ مما يوضح تباين آراء أفراد عينة الدراسة حول جميع الفقرات.

وجاءت في الترتيب الأول العبارة رقم (1): (تسعى جهة عملي الى تطوير المسار المستقبلي لها)، بمتوسط حسابي بلغ (4.23)، وانحراف معياري بلغ (.820)، ودرجة موافقة (أوافق)، بينما جاءت في الترتيب الأخير العبارة رقم (5): (إلى أي مدى تتفق مع العبارة التالية: جهة عملي لديها رؤية ملهمة ومحفزة للموظفين لتحقيق التميز؟)، بمتوسط حسابي بلغ (3.81)، وانحراف معياري بلغ (1.019)، ودرجة موافقة (أوافق). البعد الثاني: وضع الأهداف والخطط

جدول (5) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والترتيب للبعد الثاني وضع الأهداف والخطط

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الرتبة	درجة الموافقة
1	تتبع جهة عملي سياسات واضحة في إعداد المهام	3.73	.931	1	أو افاق
2	تشتمل الخطط التنفيذية في جهة عملي على جداول للأنشطة والوقت الزمني المطلوب لتنفيذها وتكاليفها	3.81	.944	1	أو افاق
3	يتناسب تنفيذ الخطة في جهة عملي مع الموارد البشرية والمالية المتوفرة	3.69	1.043	3	أو افاق
4	تلتزم جهة عملي بالبرامج والجداول الزمنية التي تضعها لتحقيق أهدافها	3.76	.999	3	أو افاق
5	لدى العاملين في جهة عملي الاطلاع الكافي على المعايير القياسية المعدة لأداء المهام الموكلة لهم	3.67	.928	3	أو افاق
المتوسط العام		4.02	1.56	أو افاق	

يتبين من الجدول السابق أن وضع الأهداف والخطط جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساوياً (4.02)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.56)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة.

وتراوحت قيم الانحرافات المعيارية لفقرات هذا البعد بين (928، 1043)، وجاءت جميع الفقرات ذات قيم مرتفعة؛ مما يوضح تبين آراء أفراد عينة الدراسة حول جميع الفقرات.

وجاءت في الترتيب الأول العبارة رقم (2): (تتضمن الخطط التنفيذية في جهة عملي على جداول للأنشطة والوقت الزمني المطلوب لتنفيذها وتكليفها)، بمتوسط حسابي بلغ (3.81)، وانحراف معياري بلغ (944)، ودرجة موافقة (أوفاق)، بينما جاءت في الترتيب الأخير العبارة رقم (5): (لدى العاملين في جهة عملي الاطلاع الكافي على المعايير القياسية المعدة لأداء المهام الموكلة لهم)، بمتوسط حسابي بلغ (3.67)، وانحراف معياري بلغ (928)، ودرجة موافقة (أوفاق).

البعد الثالث: التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية

جدول (6) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والترتيب للبعد الثالث التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية.

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتبة	درجة الموافقة
1	تدير جهة عملي علاقات المدراء من خلال مجموعة من السياسات الداخلية الهادفة لتنفيذ مهام العمل بنجاح من خلال التواصل الفعال معاً.	3.83	.884	2	أو افق
2	بجهة عملي خطوط اتصال واضحة بين المستويات الإدارية المختلفة	3.76	.984	1	أو افق
3	تقوم جهة عملي بتعريف الموظفين فيها بسياساتها المختلفة	3.66	1.075	2	أو افق
4	يتمتع العاملون في جهة عملي بمهارات الاتصال المباشر مع رؤسائهم	3.94	.915	1	او افق
	في جهة عملي، يقوم العاملون بإبصال آرائهم و أفكارهم في الاجتماعات المختلفة.	3.71	1.009	3	أو افق
	المتوسط العام	3.97	1.64		أو افق

يتبين من الجدول السابق أن التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساوياً (3.97)، ودرجة موافقة (أوفاق)، بانحراف معياري بلغ (1.64)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تبين آراء أفراد عينة الدراسة.

وتراوحت قيم الانحرافات المعيارية لفقرات هذا البعد بين (884، 1.075)، وجاءت جميع الفقرات ذات قيم مرتفعة؛ مما يوضح تبين آراء أفراد عينة الدراسة حول جميع الفقرات.

وجاءت في الترتيب الأول العبارة رقم (4): (يتمتع العاملون في جهة عملي بمهارات الاتصال المباشر مع رؤسائهم)، بمتوسط حسابي بلغ (3.94)، وانحراف معياري بلغ (915)، ودرجة موافقة (أوفاق)، بينما جاءت في الترتيب الأخير العبارة رقم (3): (تقوم جهة عملي بتعريف الموظفين فيها بسياساتها المختلفة)، بمتوسط حسابي بلغ (3.66)، وانحراف معياري بلغ (1.075)، ودرجة موافقة (أوفاق).

ثانياً: التحقق من فروض الدراسة ومناقشتها:

الفرضية الأولى: هناك علاقة إيجابية بين الرؤية الاستراتيجية وتطبيق مبادئ الحوكمة.

للتحقق من صحة هذا الفرض تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار الفرضية الأولى:

جدول (7) العلاقة بين الرؤية الاستراتيجية وتطبيق الحوكمة:

النموذج	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	β و β^2 معاملات	قيمة F	الخطأ المعياري	العلامة المعيارية	قيمة T	Sig
	.574	.330	48.144	31.004	5.687	.199	11.628	.000
			1.107				5.568	.000

يتضح من الجدول (7) أن قيمة معامل الارتباط (R) بين الرؤية الاستراتيجية وتطبيق الحوكمة تساوي (574)، والتي تعني وجود علاقة ارتباطية طردية بين المتغيرين، كما يتضح أن القوة التفسيرية (R²) للرؤية الاستراتيجية مع العاملين بشكل عام تساوي (330)، ويؤكد ذلك على معنوية هذه النتائج القيم المعنوية (Sig) لكل من المعنوية الكلية للنموذج F (0.000) والمعنوية الجزئية لإدارة التغيير T (0.000)، وهذا يعني توفر شروط المعنوية الكلية (F) والمعنوية الجزئية لدور الرؤية الاستراتيجية في تطبيق الحوكمة.

الفرضية الثانية: هناك تأثير إيجابي لتطبيق الحوكمة على قدرة المنظمات الربحية وبين وضع الأهداف والخطط.

جدول (8) العلاقة بين وضع الأهداف والخطط في تطبيق مبادئ الحوكمة.

النموذج	معامل الارتباط R	معامل التحديد R2	β و β_0 معاملات	قيمة F	الخطأ المعياري	العلامة المعيارية	قيمة T	Sig
	.625	.390	48.896	40.933	5.403	.180	14.027	.000
			1.152				6.398	.000

يتضح من الجدول (8) أن قيمة معامل الارتباط (R) بين وضع الأهداف والخطط وتطبيق الحوكمة تساوي (0.625)، والتي تعني وجود علاقة ارتباطية طردية بين المتغيرين، كما يتضح أن القوة التفسيرية (R2) وضع الأهداف والخطط مع العاملين بشكل عام تساوي (0.390)، ويؤكد ذلك على معنوية هذه النتائج القيم المعنوية (Sig) لكل من المعنوية الكلية للنموذج F (0.000) والمعنوية الجزئية لوضع الخطط والأهداف T (0.000)، وهذا يعني توفر شروط المعنوية الكلية (F) والمعنوية الجزئية لدور وضع الأهداف والخطط في تطبيق مبادئ الحوكمة. الفرضية الثالثة: هناك علاقة إيجابية بين تطبيق الحوكمة وبين التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية.

جدول (9) العلاقة بين التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية وتطبيق الحوكمة.

النموذج	معامل الارتباط R	معامل التحديد R2	β و β_0 معاملات	قيمة F	الخطأ المعياري	العلامة المعيارية	قيمة T	Sig
	.517	.267	53.680	23.354	5.922	.186	14.852	.000
			.898				4.833	.000

يتضح من الجدول (9) أن قيمة معامل الارتباط (R) بين التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية وتطبيق الحوكمة تساوي (0.517)، والتي تعني وجود علاقة ارتباطية طردية بين المتغيرين، كما يتضح أن القوة التفسيرية (R2) والتواصل الفعال مع العاملين بفاعلية مع العاملين بشكل عام تساوي (0.267)، ويؤكد ذلك على معنوية هذه النتائج القيم المعنوية (Sig) لكل من المعنوية الكلية للنموذج F (0.000) والمعنوية الجزئية التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية T (0.000)، وهذا يعني توفر شروط المعنوية الكلية (F) والمعنوية الجزئية لدور وضع الأهداف والخطط في تطبيق مبادئ الحوكمة.

مما سبق يتضح وجود علاقة ارتباط طردية قوية ذات دلالة إحصائية بين الرؤية الاستراتيجية وتطبيق مبادئ الحوكمة، ووجود أثر طردي ذي دلالة إحصائية لتطبيق الحوكمة على قدرة المنظمات الربحية وبين وضع الأهداف والخطط، وهناك علاقة إيجابية بين تطبيق الحوكمة وبين التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية في الشركات المالية بالملكة العربية السعودية، وتبين أن كلما ازداد مستوى تطبيق الحوكمة ازداد تحقيق الأهداف الاستراتيجية في الشركات المالية بالملكة العربية السعودية، وهو ما يوضح صحة الفرض الرئيسي للدراسة وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (عابد، 2023)، ودراسة (زهراوى وآخرون، 2022).

النتائج

1. أن مبدأ المشاركة في مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (4.05)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.28)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة.
2. أن مبدأ التقييم من مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (3.80)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.06)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة.
3. أن مبدأ الفاعلية من مبادئ الحوكمة جاء بدرجة مرتفعة جدا، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (4.48)، ودرجة موافقة (أوافق بشدة)، بانحراف معياري بلغ (0.50)، وهي قيمة منخفضة تدل على تجانس آراء أفراد عينة الدراسة.
4. أن الرؤية الاستراتيجية في وضع الأهداف الاستراتيجية جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (2.99)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.77)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة.
5. أن وضع الأهداف والخطط جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (4.02)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.56)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة.
6. أن التواصل الفعال مع العاملين بفاعلية جاء بدرجة مرتفعة، حيث جاء المتوسط العام للبعد مساويا (3.97)، ودرجة موافقة (أوافق)، بانحراف معياري بلغ (1.64)، وهي قيمة مرتفعة تدل على تباين آراء أفراد عينة الدراسة.
7. توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الأهداف الاستراتيجية بأبعادها (الرؤية الاستراتيجية- وضع الأهداف والخطط- التواصل الفعال بين العاملين بفاعلية) وبين تطبيق مبادئ الحوكمة.

التوصيات:

- ضرورة سعي المؤسسات للنظر باهتمام لتكيف القيادات ذوي الكفاءة والقدرة بما يتناسب مع دورهم ومكانتهم في عملية الحوكمة.
- تطوير الهياكل التنظيمية واللجوء لهياكل مرنة مع الوضع في الاعتبار أن طاقة الموارد البشرية تعتبر المحرك الأساسي للإدارة.
- تفعيل دور إدارة الحوكمة في التغير من خلال توفير هياكل تنظيمية تساهم في تنفيذ الخطط الموضوعة.
- الاهتمام بالاتصالات داخل المؤسسة من خلال استخدام تقنيات تكنولوجيا متطورة تربط العاملين بالمؤسسة بكافة مواقع العمل وذلك للمساهمة بتطوير الأداء بصورة عامة.
- تطوير المهارات التكنولوجية لدى العاملين من خلال تطبيق خطة استراتيجية تشتمل على التدريب والتقييم لتنمية المهارات.

المراجع:

- توفيق، عطية مبروك (2024)، أثر تطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة على الأداء الاستراتيجي للعمليات في الشركات العائلية: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات العائلية العاملة في السوق المصري، المجلة العربية للإدارة.
- البلوشي، أحمد بن محمد بن شهاب (2023)، أثر الحوكمة على الأداء المؤسسي من وجهة نظر محافظة شمال الباطنة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرقية.
- عابد، نوره ممدوح أبو المجد، فراج، ثناء عطية، و البردوني، ناريمان إسماعيل أحمد. (2023). أثر تطبيق قواعد حوكمة البنوك على تحقيق متطلبات الشمول المالي وانعكاس ذلك على الأداء المالي للبنوك (رسالة ماجستير غير منشورة). جامعة القاهرة، القاهرة. مسترجع من <https://0710g70ys-1105-y-https-search-mandumah-com.mplbci.ekb.eg/Search/> تاريخ الدخول 2024/8/30
- زهراوي، عفاف، و صويلح، أميمة. (2022). اثر تطبيق قواعد الحوكمة على الاداء المالي للمؤسسة الجزائرية. مجلة اقتصاد المال والأعمال، مج7 ع2، 511 - 524. مسترجع من <https://0710g70ys-1105-y-https-search-mandumah-com.mplbci.ekb.eg/Search/Results?lookfor> تاريخ الدخول 2024/9/1
- المحمدي، مصطفى صباح (2022)، أثر الحاكمية على الأداء المالي والتشغيلي - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية العراقية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط.
- المنذري، طالب بن علي بن عبد الله (2022)، أثر أبعاد الحوكمة على الأداء المؤسسي في القطاع الحكومي في سلطنة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرقية.
- الوكيل، منال محمد (2021)، تأثير مبادئ الحوكمة على الأداء الوظيفي: دراسة تطبيقية على حي شرق مدينة نصر، المعهد العالي للحاسب الآلي والتنظيم والإدارة، المجلة العربية للإدارة، 41(4).
- صافي، أحمد السيد وآخرون (2018)، آليات حوكمة الشركات وأجهزة دعمها لتعزيز الأداء الاقتصادي في الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، (3).
- عوده، ريم راسم محمد (2017)، أثر الحوكمة وخصائص الشركات على الإفصاح الاختياري: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة.
- الحايك، نهي أحمد (2016)، أثر تطبيق الحوكمة على تحسين الأداء في المؤسسات الحكومية: دراسة حالة المديرية العامة للجمارك السورية، مشروع بحث مقدم لاستكمال متطلبات نيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الافتراضية السورية.
- الصمدي، بشرى سالم (2015)، التخطيط الاستراتيجي كمدخل للتحسين المستمر بمؤسسات التعليم ما قبل الجامعي في الأردن: دراسة تحليلية، مجلة التربية الأزهر، 34(1644).
- إبراهيم، أسامة محمد عبدالعزيز (2013)، أثر تطبيق نظام حوكمة الشركات على الأداء الفعال بالتطبيق على الشركة القابضة للنقل البحري والبري والشركات التابعة لها، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر.
- بن ثابت، علال & عبدى. نعيمة (2010)، الحوكمة في المصارف الإسلامية، جامعة عمار ثلجي - الأغواط، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.
- حماد، طارق عبد العال (2005)، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ والتجارب)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- ياسين، سعد غالب (1998)، الإدارة الإستراتيجية، عمان: دار اليازوري للنشر.

NBER WORKING PAPER SERIES

CORPORATE GOVERNANCE AND EQUITY PRICES

Paul A. Gompers
Joy L. Ishii
Andrew Metrick

Working Paper 8449
<http://www.nber.org/papers/w8449>

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH
1050 Massachusetts Avenue
Cambridge, MA 02138
August 2001

We thank Darrell Duffie, Gary Gorton, Edward Glaeser, Joe Gyourko, Steve Kaplan, Sendhil Mullainathan, Krishna Ramaswamy, Virginia Rosenbaum, Andrei Shleifer, Rob Stambaugh, Joel Waldfogel, Julie Wulf and seminar participants at Wharton and INSEAD for helpful comments. Ishii acknowledges support from an NSF Graduate Fellowship. The views expressed herein are those of the authors and not necessarily those of the National Bureau of Economic Research.

© 2001 by Paul A. Gompers, Joy L. Ishii and Andrew Metrick. All rights reserved. Short sections of text, not to exceed two paragraphs, may be quoted without explicit permission provided that full credit, including © notice, is given to the source.

Corporate Governance and Equity Prices
Paul A. Gompers, Joy L. Ishii and Andrew Metrick
NBER Working Paper No. 8449
August 2001
JEL No. G3

ABSTRACT

Corporate-governance provisions related to takeover defenses and shareholder rights vary substantially across firms. In this paper, we use the incidence of 24 different provisions to build a “Governance Index” for about 1,500 firms per year, and then we study the relationship between this index and several forward-looking performance measures during the 1990s. We find a striking relationship between corporate governance and stock returns. An investment strategy that bought the firms in the lowest decile of the index (strongest shareholder rights) and sold the firms in the highest decile of the index (weakest shareholder rights) would have earned abnormal returns of 8.5 percent per year during the sample period. Furthermore, the Governance Index is highly correlated with firm value. In 1990, a one-point increase in the index is associated with a 2.4 percentage-point lower value for Tobin’s Q. By 1999, this difference had increased significantly, with a one-point increase in the index associated with an 8.9 percentage-point lower value for Tobin’s Q. Finally, we find that weaker shareholder rights are associated with lower profits, lower sales growth, higher capital expenditures, and a higher amount of corporate acquisitions. We conclude with a discussion of several causal interpretations.

Paul A. Gompers
Morgan 485
Graduate School of Business Administration
Harvard University
Boston, MA 02163
and NBER

Joy L. Ishii
88 Concord Ave., Apt. 2
Somerville, MA 02143
Harvard University
and NBER

Andrew Metrick
Department of Finance, 2300 SH-DH
University of Pennsylvania - The Wharton School
3620 Locust Walk
Philadelphia, PA 19104
and NBER

1. Introduction

In reaction to the takeover wave of the 1980s, many firms adopted takeover defenses and other corporate provisions designed to reduce shareholder rights. At the same time, many states passed laws giving firms further protection against takeovers. The end result was wide variation in governance structures across U.S. firms. The relative stability of these structures since 1990 allows for a long-term study of the relationship of corporate governance with stock prices, returns, and corporate performance. Our results demonstrate that firms with weaker shareholder rights earned significantly lower returns, were valued lower, had poorer operating performance, and engaged in greater capital expenditure and takeover activity.

Corporate governance addresses the agency problems that are induced by the separation of ownership and control in the modern corporation. Even in developed countries, these agency problems continue to be sources of large costs to shareholders.¹ In the United States, the primary methods of solving these agency problems are the legal protection of minority investors (including voting rights), the use of boards of directors as monitors of senior management, and an active market for corporate control (“takeovers”). The strength of these methods is determined by securities regulation (at the federal level), corporate law (at the state level), and corporate bylaws, charter provisions, and other rules (at the firm level).

Taken together, these regulations, laws, and provisions define the power-sharing relationship between investors and managers. For example, firms can implement defenses like “poison pills” or classified (“staggered”) boards to try to prevent hostile takeovers. Such takeover defenses can either benefit shareholders, if managers use their increased bargaining

¹ Studies of agency problems due to the separation of ownership and control date back to Berle and Means (1932), with its modern development by Jensen and Meckling (1976), Fama and Jensen (1983a, 1983b), and Jensen (1986). Empirical evidence of agency costs is surveyed by Shleifer and Vishny (1997).

power to increase the purchase price, or hurt shareholders, if managers use the defenses to entrench themselves and extract private benefits.² Similarly, firms have wide latitude in setting the rules for shareholder voting and the election of the board of directors. If they choose, managers can use this latitude to make it more difficult for shareholders to exercise any influence or control.

Most of the firm-specific variation in corporate governance is a result of provisions adopted and laws passed in the second half of the 1980s. The impact of these changes on shareholder wealth has been analyzed through numerous event studies. Studies of firm-specific provisions face the difficulty that many changes are driven by contemporaneous conditions, and thus the adoption of a provision can both change the governance structure and provide a signal of managers' private information. Event studies of changes in state law are mostly immune from this problem, but are complicated by difficulties in identifying a single date for an event that is preceded by legislative negotiation and followed by judicial uncertainty. Notwithstanding these caveats, the overall evidence suggests small or zero wealth effects for provision adoption and new laws.³

In contrast to the direct study of wealth effects, several studies find significant evidence of increased agency costs following the adoption of takeover defenses and the passage of state takeover laws. Borokhovich, Brunarski and Parrino (1997) show that compensation rises for CEOs of firms adopting takeover defenses. Bertrand and Mullainathan (1999a, 1999b, and 2000) find a similar result for CEOs and other employees in firms newly covered by state takeover laws. They also find that these laws cause a decrease in plant-level efficiency,

² Researchers have proposed several reasons why takeover defenses might increase shareholder wealth, despite the possible presence of additional agency costs. See DeAngelo and Rice (1983), Shleifer and Vishny (1990), Stein (1988 and 1989), and Stulz (1988).

³ Comment and Schwert (1995), Karpoff and Malatesta (1989), and Jarrell and Poulsen (1988) are thorough reviews of this evidence.

measured either by total factor productivity or return on capital. Garvey and Hanka (1999) show that state takeover laws led to changes in leverage consistent with increased corporate slack. It is difficult to reconcile this agency-cost evidence with the small announcement effects and with Comment and Schwert's (1995) finding that these laws do not deter takeovers.

A related line of research examines the valuation and long-run performance implications of board membership and structure. This literature finds strong evidence that board membership is related to the degree of agency problems at firms. [Byrd and Hickman (1992), Weisbach (1988), Borokhovich, Parrino, and Trapani (1996)]. Nevertheless, as with the studies on takeover defenses, the evidence for the direct relationship with performance is mixed or goes in an opposite direction from the agency problems. [Bhagat and Black (1999), Core, Larcker, and Holthausen (1999), Hermalin and Weisbach (1991), Yermack (1996)].

For both board membership and takeover defenses, there is a clear relationship with agency costs, but only a weak or nonexistent link with firm value or performance. In an attempt to make more sense of these patterns, our analysis takes a different and complementary approach from the prior literature. Rather than examining performance implications of board structure or looking for wealth effects around announcements of new laws and provisions, we focus on the relationship between a large set of corporate-governance provisions and a firm's long-term performance. We view these provisions as being like a slow-moving "constitution" for the firm that sets the rules for faster-adjusting forms of governance such as board membership, CEO compensation, and shareholder activism. In this respect, our analysis builds on the law and

finance literature that examines the impact of national and state law on firm value and performance.⁴

Like most examples of legal origin and change, the governance structures of a firm are not exogenous, so it is difficult in most cases to draw causal inferences. For this reason, *we make no claims about the direction of causality between governance and performance.* Instead, we analyze whether governance is a useful variable for explaining cross-sectional variation in performance that is not already incorporated into market prices or other firm characteristics. We find economically significant explanatory power along many dimensions, and in the conclusion to the paper we discuss several causal interpretations of these findings and the corresponding policy conclusions for each case.

The data on corporate governance at the firm level are drawn from publications of the Investor Responsibility Research Center (IRRC), an organization that has tracked the provisions for about 1,500 firms per year since 1990. We supplement the IRRC data with information about state takeover laws. These combined resources yield 24 distinct corporate-governance provisions.⁵ In Section I, we describe these provisions and data sources in more detail. In Section II, we construct a “Governance Index” from these data to proxy for the balance of power between shareholders and managers. Our index construction is straightforward: for every firm, we add one point for every provision that reduces shareholder rights. This reduction of rights is straightforward in most cases, and the more ambiguous cases are discussed. We then use this index as the central unit of analysis for the rest of the paper. Firms in the highest decile of the index are placed in the “Management Portfolio” and are referred to as having the “highest

⁴ For a survey of this literature, see LaPorta et al. (2000). The most closely related analyses to our own are LaPorta et al. (2001), which analyzes the international relationship between shareholder protection and firm value, and Daines (2001), which analyzes the impact of Delaware law on firm value.

⁵ For the remainder of the paper, we refer interchangeably to corporate governance “laws”, “rules”, and “provisions”. We also refer interchangeably to “shareholders” and “investors”.

management power” or the “weakest shareholder rights”; firms in the lowest decile of the index are placed in the “Shareholder Portfolio” and are referred to as having the “lowest management power” or the “strongest shareholder rights”. Section III gives descriptive statistics on takeover probabilities, industry composition, and correlations between the index and other firm characteristics, with special attention paid to these Shareholder and Management Portfolios.

In Section IV, we analyze the relationship between governance and future stock returns. In performance-attribution time-series regressions from September 1990 to December 1999, the Shareholder Portfolio outperforms the Management Portfolio by a statistically significant 8.5 percent per year. Economically large differences, which are present in both the first and second halves of the sample period, are robust to industry adjustments, equal weighting, and alternative sample-selection procedures. In cross-sectional regressions for firms in the Shareholder and Management Portfolios, we control for industry differences and ten other firm-level characteristics and find abnormal returns nearly identical to those in the performance-attribution regressions.

In Section V, we analyze Tobin’s Q as a function of the Governance Index and other control variables. We find a statistically significant cross-sectional relationship between the Governance Index and Q at the beginning of the sample period, with a one-point (= one-provision) increase in the Governance Index associated with a 2.4 percentage point lower value for Q . By 1999, the large return differences during the decade make this relationship much stronger, with a one-point increase in the Index associated with an 8.9 percentage point lower value for Q .

In Section VI, we investigate the cross-sectional relationship between the Governance Index and proxies for agency costs as found in operating measures, capital expenditure, and

acquisition activity. Partially controlling for differences in market expectations by using the book-to-market ratio, we find evidence that firms with weak shareholder rights are less profitable and have lower sales growth than other firms in their industry. Furthermore, firms with weak shareholder rights have higher capital expenditure and make more acquisitions than firms with strong shareholder rights.

The correlation of the Governance Index with returns, firm value, and proxies for agency costs could be explained several different ways. One explanation, suggested by the results of other studies, is that governance provisions that decrease shareholder rights directly *cause* additional agency costs. If the market underestimates these additional costs, then stock returns would be worse than expected and firm value at the beginning of the period would be too high. The greater agency costs would also show up in lower operating performance. An alternative explanation is that managers understand that future firm performance will be poor, but investors do not foresee this future decline. In this case, prescient managers could put governance provisions in place so as to protect themselves from blame, and while the provisions might have real protective power, they would not necessarily induce additional agency costs. A third explanation is that governance provisions do not themselves have any power, but rather are a signal or symptom of higher agency costs – a signal not properly incorporated in market prices. Each of these explanations has different economic implications for the source of agency problems and different policy implications for the regulation of governance. Section VII concludes the paper with a discussion of these issues.

I. Data

The dataset includes comprehensive information on 24 different corporate-governance provisions for an average of 1,500 firms per year from September 1990 to December 1999. Most of these provisions are directly related to management's options to resist a hostile takeover. Such provisions include famous devices with fanciful names – “poison pills”, “golden parachutes”, “antigreenmail” – as well as prosaic methods such as supermajority rules to approve mergers, classified (or “staggered”) boards, and limitations of shareholders' ability to call special meetings or to act by written consent. There are also other provisions that do not pertain directly to takeover situations, but rather provide additional liability or severance protection to managers or directors. Appendix A lists and defines all 24 provisions. Table 1 summarizes the frequency of each provision for our sample firms.

The main data source is the Investor Responsibility Research Center (IRRC), which publishes detailed listings of these provisions for each firm. The IRRC data are available only in hardcopy form in the publication *Corporate Takeover Defenses* (Rosenbaum 1990, 1993, 1995, and 1998). These data are drawn from a variety of public sources including corporate bylaws and charters, proxy statements, annual reports, as well as 10-K and 10-Q documents filed with the SEC. The IRRC's universe is drawn from the Standard & Poor's (S&P) 500 as well as the annual lists of the largest corporations in the publications of *Fortune*, *Forbes*, and *Businessweek*. Their data expanded by several hundred firms in 1998 through additions of some smaller stocks and stocks with high institutional-ownership levels. Our analysis uses all stocks in the IRRC universe except those with dual-class common stock (less than 10 percent of the total).⁶ The IRRC universe covers most of the value-weighted market: even in 1990, the IRRC tracked more

⁶ We omit firms with dual-class common stock because the wide variety of voting and ownership differences across these firms makes it difficult to compare their governance structures with those of single-class firms.

than 93 percent of the total capitalization of the combined New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX), and Nasdaq markets.

For most of the analysis of this paper, we match the IRRC data to the Center for Research in Security Prices (CRSP) and, where necessary, to Standard and Poor's Compustat database. CSRP matching is done by ticker symbol and is supplemented by handchecking names, exchanges, and states of incorporation. These procedures enable us to match 100 percent of the IRRC sample to CRSP, with about 90 percent of these matches having complete annual data in Compustat.

It is important to note that the IRRC dataset is not intended to be an exhaustive and real-time listing of all provisions. Although firms are given the opportunity to review their listing and point out mistakes before publication, the IRRC does not update every company in each new edition of the book, so some changes may be missed. Also, for some companies, the charter and bylaws are not available and most provisions must be inferred from proxy statements and other filings. Overall, the IRRC intends their listings as a starting point for institutional investors to review governance provisions, and not the final word. Thus, these listings should be viewed as a noisy measure for the existence of governance provisions, but there is no reason to suspect any systematic bias in this measure. Also, all of our analysis uses data available at time t to forecast performance at time $t+1$ and beyond, so there is no possibility of look-ahead bias induced by our statistical procedures.

To build the dataset, we hand-coded the data from the individual firm profiles in the IRRC books. As an example of the primary source material, the 1990 and 1998 profiles for GTE Corporation are included as Appendix B. For each firm, we recorded the identifying information (ticker symbol, state of incorporation) along with the presence of each provision. Although

many of the provisions can apply to varying degrees – e.g., supermajority voting can require different percentage thresholds across firms – we make no strength distinctions within provisions and code all of them as simply “present” or “not present”. This methodology sacrifices precision for the simplicity necessary to build an index.

The IRRC firm-level data do not include provisions that apply automatically under state law. Thus, we supplement the IRRC firm-level data with state-level variation in takeover laws as given by Pinnell (2000), another IRRC publication. From this publication, we code the presence of six types of so-called “second-generation” state takeover laws: “antigreenmail”, “fair-price”, “directors’ duties”, “control-share acquisition”, “business combination”, and “control-share cash out”.⁷

Antigreenmail, fair-price, and directors’-duties laws work similarly to firm-level provisions of the same name (see Appendix A) and as of September 1990 were in place in seven, 25, and two states, respectively.⁸ We code all firms incorporated in these states as though they had the respective firm-level provisions in their charter or bylaws. Control-share acquisition laws give “non-interested” shareholders the right to decide on the voting power of a large shareholder. These laws, in place in 25 states by September 1990 and one additional state in 1991, work much like supermajority-voting provisions (see Appendix A) and are coded equivalently. Business-combination laws provide a moratorium on certain kinds of transactions,

⁷ These laws are classified as “second-generation” in the literature to distinguish them from the “first-generation” laws passed by many states in the 60s and 70s and held to be unconstitutional in 1982. See Comment and Schwert (1995) and Bittlingmayer (2000) for a discussion of the evolution and legal status of state takeover laws and firm-specific takeover defenses. The constitutionality of almost all of the second-generation laws and the firm-specific takeover defenses was clearly established by 1990. All of the state takeover laws cover firms incorporated in their home state. A few states have laws that also cover firms incorporated outside of the state that have significant business within the state. The rules for “significant” vary from case to case but usually cover only a few very large firms. We do not attempt to code for out-of-state coverage.

⁸ Two states added a fair-price law in 1991, otherwise there were no additions or deletions to these three laws during the 1990s. Pinnell (2000) lists 31 states with directors’-duties laws, but explains that only two states (Indiana and Pennsylvania) have laws that explicitly expand the duties beyond an “affirmation of the corporate common law” (page A-7).

such as asset sales or mergers, between firms and large shareholders. These are the most stringent of the state takeover laws and were in place in 25 states by September 1990 and two additional states by 1998.⁹ Since there is no analogue for these laws in the list of IRRC provisions, we code business-combination laws as a separate item. Control-share cash-out laws provide a mechanism for existing shareholders to “cash out” at the expense of a large shareholder. Like business-combination laws, control-share cash-out laws have no analogue among the firm-level provisions, and so are given their own item in our index. Three states had a control-share cash-out law in September 1990, and no new laws were passed during the decade.

In total, there are six different state takeover laws covered by our analysis, but only one state (Pennsylvania) is covered by all of them, with most states (44) covered by three or fewer.¹⁰ Almost all states allow firms to “opt out” of these laws through bylaw or charter amendments; Rosenbaum (1990, 1993, 1995, and 1998) includes this information along with other firm-level data, and we code it from this source. If a firm opts out of a law, then we treat the firm as if the law did not exist in its state.¹¹ The decision to opt out of laws often results from shareholder pressure, and is most common in Pennsylvania, which has both the highest number and most stringent of these laws.¹²

⁹ About half of the IRRC sample firms are incorporated in Delaware, which has a Business Combination law (but does not have any of the other five laws).

¹⁰ There is also some state-level variation in laws pertaining to other provisions on classified boards, cumulative voting, and shareholder limitations to amend bylaws, charter etc. For a summary of these laws, see Gartman and Issacs (1998). These laws are subject to numerous opt-ins and opt-outs and are often (but not always) evident in other documents reviewed by the IRRC; e.g., cumulative voting or classified boards will be clear from proxy statements. Thus, for these provisions we rely on the firm-level data and do not attempt to code these laws separately.

¹¹ A few state laws require that a firm “opt in” in order to be covered. If a firm elects to opt in, we code it as though it has the provision. In the absence of an opt-in, we code the provision as absent. There are only a few examples of firms with an opt-in.

¹² In the September 1990 sample, 38 out of the total 50 Pennsylvania firms had opted out of at least one state law.

II. The Governance Index

Provisions tend to cluster within firms. Out of $(24 * 23)/2 = 276$ total pairwise correlations between the provisions, 199 are positive, and 120 of these positive correlations are significant. (Unless otherwise noted, all statements about statistical significance refer to significance at the five-percent level.) In contrast, only 20 of the 77 negative correlations are significant. This same pattern holds if we exclude state laws and focus only on firm-level provisions. This clustering suggests that firms may differ significantly in the balance of power between investors and management, and motivates the construction of an index to proxy for this difference.

Our index construction is straightforward: for every firm, we add one point for every provision that restricts shareholder rights. Such restrictions can also be interpreted as increases in managerial power. This power distinction is straightforward in most cases, as will be discussed below. While such a simple weighting scheme for these provisions makes no attempt to accurately reflect the relative impacts of different provisions, it has the advantage of being transparent and easily reproducible. In constructing this index, we are not making any judgments as to the efficacy or wealth effects of any of these provisions. Rather, we care only about what a given provision does to the balance of power.

For example, there is a long debate, summarized in Comment and Schwert (1995), about the wealth effects and efficacy of poison pills. Notwithstanding this debate, it is clear that poison pills give current management some additional power to resist the control actions of large shareholders. If management uses this power judiciously, then it could possibly lead to an increase in overall shareholder wealth. If management uses this power to maintain private benefits of control, then poison pills would decrease shareholder wealth. In either case, it is clear

that poison pills increase the power of managers and weaken the control rights of large shareholders. Most of the provisions can be viewed in a similar way; in almost every case, these provisions give management some tool to resist different types of shareholder activism, be it calling special meetings, changing the firm's charter or bylaws, suing the directors, or just replacing them in one fell swoop.

In most cases, the existence of a provision indicates an active move by management and an attempt to restrict shareholder rights. There are two exceptions to this rule – “secret ballots” and “cumulative voting” – in which the provisions tend to come from shareholder pressure. A secret ballot, also called “confidential voting” by some firms, designates a third-party to count proxy votes and does not allow management to know how specific shareholders vote. Cumulative voting allows shareholders to concentrate their directors' votes so that a large minority holder can ensure some board representation. (See Appendix A for longer descriptions). Both of these provisions tend to be proposed by shareholders and opposed by management after they have been proposed.¹³ In contrast, none of the other 22 provisions enjoy consistent shareholder support or management opposition; in fact, many of these provisions receive significant numbers of shareholder proposals for their repeal [Ishii (2000)]. Thus, we consider the presence of secret ballots and cumulative voting to be *increases* in shareholder rights. For the Governance Index, we add one point for all firms that do *not* have these provisions.

Out of the 24 provisions listed in Table 1 and Appendix A, there are only two – antgreenmail and golden parachutes – whose classification seems ambiguous. Greenmail – the payment of above-market prices to corporate raiders in order to reduce their threat of takeover –

¹³ In the case of secret ballots, shareholder fiduciaries argue that it enables voting without threat of retribution. The most common concern here is the loss of investment-banking business by brokerage-house fiduciaries. See Gillan and Bethel (2001) and McGurn (1989).

is certainly a discretionary tool that adds to managerial power once a raider has accumulated a large stake. In this respect, an antigreenmail provision reduces managerial power, and, by extension, increases shareholder rights. It is also true, however, that greenmail is a profitable exit route for raiders, and the prohibition of greenmail payments will make the accumulation of large “raider” stakes less profitable, *ex ante*. In this respect, prohibitions on greenmail payments are like prohibitions on paying ransom to kidnappers. By restricting their later options, managers reduce the probability of ever receiving hostile attention in the first place. The net impact on both managerial entrenchment and shareholder wealth of these two different effects – discretion and deterrence – is unclear [Shleifer and Vishny (1986)]. To gain some clarification, we turn to the correlation evidence. The presence of antigreenmail restrictions is positively correlated with 20 out of the other 23 provisions, is significantly positive in eight of these cases, and is not significantly negative for any of them.¹⁴ Furthermore, states with antigreenmail laws tend to pass them in conjunction with laws designed, less ambiguously, to prevent takeovers [Pinnell (2000)]. Since it seems likely that most firms and states perceive antigreenmail as a takeover “defense”, we are persuaded to treat antigreenmail provisions like the other defenses and code it as a decrease in shareholder rights.

Golden parachutes – large payments to senior executives in the event of job separation following a change in control – are another case with some ambiguity. While such payments would appear to deter takeovers by increasing their costs, one could argue that these parachutes also ease the passage of mergers through contractual compensation to the managers of the target company [Lambert and Larcker (1985)]. While the net impact on managerial entrenchment and shareholder wealth is ambiguous, the more important effect is the clear decrease in shareholder

¹⁴ These correlations are based on the firm-level antigreenmail provisions, and do not include firms that have antigreenmail restrictions only through state law.

rights. In this case, the “right” is the ability of a controlling shareholder to fire management without incurring an additional cost. If the takeover discipline for managers is sweetened by a golden parachute, managerial power would go up in all states: like children who are “punished” with extra ice cream, managers would feel free to misbehave. Furthermore, golden parachutes, like antigreenmail provisions, are highly correlated with all the other takeover defenses. Out of 23 pairwise correlations with the other provisions, 19 are positive, 11 of these positive correlations are significant, and only one of the negative correlations is significant. Thus, we treat golden parachutes as a restriction of shareholder rights.¹⁵

Constructed in this manner, the Governance Index, which we refer to as “ G ”, is just the sum of one point for the existence (or absence) of each provision, with an Index range from 0 to 24. Table 2 gives summary statistics for G in 1990, 1993, 1995, and 1998. Table 2 also shows the frequency of G by year, broken up into groups beginning with $G \leq 5$, then each value for G from $G = 6$ through $G = 13$, and finishing with $G \geq 14$. These ten “deciles” are similar but not identical in size, with relative sizes that are fairly stable from 1990 to 1995. Most of the changes in the distribution of G come from changes in the sample due to mergers, bankruptcies, and additions of new firms by the IRRC. In 1998, the sample size increases by about 25 percent, with the distribution of these new firms tilted towards lower values of G . At the firm level, G is relatively stable; for individual firms, the mean (absolute) change in G between publication dates (90, 93, 95, 98) is 0.60, and the median (absolute) change between publication dates is zero.

¹⁵ A related provision is “silver parachutes”, which offers payments to a larger number of employees. Since silver parachutes have additional costs to a merger but offer much lower merger incentives to senior management, their classification as a reduction of shareholder rights is less ambiguous. Similarly, “severance” agreements are like golden parachutes but do not require a change in control. Thus, they serve to entrench managers without the offsetting effect for takeovers. Note that such severance agreements may be *ex ante* efficient, but what matters for index construction is that they affect the *ex post* division of power between (harder-to-fire) managers and shareholders.

In the remainder of the paper, we pay special attention to the two extreme portfolios. The “Management Portfolio” is comprised of the firms with the weakest shareholder rights (highest management power): $G \geq 14$. The “Shareholder Portfolio” is comprised of the firms with the strongest shareholder rights (lowest management power): $G \leq 5$. These portfolios are updated at the same frequency as G . Table 3 lists the ten largest firms (by market capitalization) in both of these portfolios in 1990 and gives the value of G for these firms in 1990 and 1998. Of the ten largest firms in the Shareholder Portfolio in 1990, six of them are still in the Shareholder Portfolio in 1998, three have dropped out of the portfolio and have $G = 6$, and one (Berkshire Hathaway) has disappeared from the sample.¹⁶ The Management Portfolio has a bit more activity, with only two of the top ten firms remaining in the portfolio, four firms dropping out with $G = 13$, and three firms leaving the sample through mergers or the addition of another class of stock.¹⁷ Thus, 40 percent (eight out of 20) of the largest firms in the extreme portfolios in 1990 were also in these portfolios in 1998. This is roughly comparable to the full set of firms: among all firms in the Shareholder and Management Portfolios in 1990, 31 percent were still in the same portfolios in 1998.

III. Governance: Descriptive Statistics

Table 4 gives summary statistics and correlations for G in September 1990 with Tobin’s Q , firm size, dividend yield, past five-year stock return, and past five-year sales growth. (The construction for each of these variables is given in the table note.) No causal relationships can be inferred from this table – the results are meant to be descriptive and to provide some background

¹⁶ Berkshire Hathaway disappears because they added a second class of stock before 1998. Firms with multiple classes of common stock are not included in our analysis.

¹⁷ NCR disappears after a merger. It reappears in the sample in 1998 after an earlier spin-out, but since it receives a new permanent number from CRSP we treat the new NCR as a different company.

for the analyses in the following sections. The only significant correlation with G is for past five-year sales growth, suggesting that high- G firms had relatively lower sales growth over the second half of the 1980s, the same period when many of the provisions of G were first being adopted. If we restrict the comparison to just the means of the Shareholder and Management Portfolios, the only significant difference is for Q , with firms in the Shareholder Portfolio having values of Q that are 30 percentage points higher, on average, than firms in the Management Portfolio. We explore the relationship between G and Q in greater detail in Section V.

We next analyze the relationship between G and the probability of being taken over during the 1990s. Many authors have studied the impact of takeover defenses on merger-target probabilities and premia, with mixed results [Ambrose and Megginson (1992), Bhagat and Jefferis (1993), Comment and Schwert (1995), Pound (1987)]. Since takeover defenses are more likely to be adopted by firms facing greater takeover risk, we cannot easily measure deterrent effects using our available data. Instead, we seek only to descriptively analyze the empirical relationship between G and takeovers, while leaving aside any issue of causality.¹⁸

To analyze this empirical relationship, we use the Mergers & Acquisitions database of the Securities Data Corporation (SDC) to compile a comprehensive list of all merger transactions during our sample period. Then, for each year in the sample, we code whether or not each firm was the “target” company of a completed transaction. Out of the 12,511 firm-years that appear during the 1991 to 1999 period, 466 firm-years fall into this target group. We then estimate a

¹⁸ Comment and Schwert (1995) find that the adoption of a poison pill signals a higher probability of a future takeover. In their empirical work, they handle the endogeneity of poison pill adoption through a two-step estimation procedure. As our data on timing of provision adoption are not as fine as theirs, such procedures are not feasible here.

pooled logit regression of “target in year t ?” (1 if yes, 0 if no) on G , the log book-to-market ratio and log of size at the beginning of year t .¹⁹

The results are summarized in Table 5. This table gives the coefficient estimates where G is an explanatory variable. The results show a positive but insignificant coefficient on G . Thus, takeover rate is not significantly correlated with G during the 1990s. Again, this does not mean anything for the deterrence effect of G , but rather represents the joint effect of any deterrence along with differential likelihoods for adopting provisions.

Takeover activity tends to be concentrated within specific industries during each takeover wave [Gort (1969), Mitchell and Mulhurin (1996), Andrade, Mitchell, and Stafford (2001)]. If takeover defenses and other provisions are indeed adopted as a function of perceived takeover threat, then one might expect G to vary across industries as well. While there is not enough takeover activity in the 1990s to allow a meaningful identification of industry effects in the pooled regression of Table 5, it is possible to examine the industry composition of the Shareholder Portfolio and Management Portfolio and then adjust other analyses for industry differences. Table 6 lists the top five industries for both portfolios in 1990 and 1998. We define 48 industries from four-digit SIC codes as in Fama and French (1997).²⁰ Panel A ranks industries by the fraction of firms in each portfolio, and Panel B ranks by the fraction of market value. The portfolios appear to be broadly similar to each other in both years, with a mix of “old-economy” and “new-economy” industries. Each portfolio has an important new-economy component: “Computers” comprise the largest industry by market value in the Shareholder

¹⁹ Previous studies have found size to be the best predictor of takeover probabilities, with the book-to-market ratio sometimes significant as well. (Comment and Schwert (1995), Hasbrouck (1985), Morck, Shleifer and Vishny (1988a), and Palepu (1986)).

²⁰ The industry names are from Fama and French (1997), but use a slightly updated version of the SIC classification into these industries that is given on Ken French’s website (June 2001). In Sections IV, V, and VI, we use both this updated classification and the corresponding industry returns, also from the French website.

Portfolio in 1990, with 22.4 percent of the portfolio, but this industry falls to third place with 12.3 percent of the value in 1998; “Communications” does not make the top five in market value for the Management Portfolio in 1990, but shoots up to first place with 25.3 percent of the portfolio in 1998.

IV. Governance and Returns

If corporate governance matters for firm performance *and* this relationship is fully incorporated by the market, then a stock price should quickly adjust to any relevant change in the firm’s governance. This is the logic behind the use of event studies to analyze the impact of takeover defenses. If such a reaction occurs, then expected returns on the stock would be unaffected beyond the event window. If, however, governance matters but is not incorporated immediately into stock prices, then realized returns on the stock would differ systematically from equivalent securities. In this section, we analyze whether such a systematic difference exists.

In Section I, we defined the Management Portfolio as containing all firms with $G \geq 14$, and the Shareholder Portfolio as containing all firms with $G \leq 5$. An investment of \$1 in the (value-weighted) Management Portfolio on September 1, 1990, when our data begin, would have grown to \$3.39 by December 31, 1999. In contrast, a similar \$1 investment in the Shareholder Portfolio would have grown to \$7.07 over the same period. This is equivalent to annualized returns of 14.0 percent for the Management Portfolio and 23.3 percent for the Shareholder Portfolio, a difference of more than nine percent per year. What can explain this disparity in performance?

One possible explanation is that the performance differences are driven by differences in the riskiness or “style” of the two portfolios. Researchers have identified several equity

characteristics that explain differences in realized returns. In addition to differences in exposure to the market factor (“beta”), a firm’s market capitalization (or “size”), book-to-market ratio (or other “value” characteristics), and immediate past returns (“momentum”) have all been shown to significantly forecast future returns.²¹ If the Management Portfolio differs significantly from the Shareholder Portfolio in these characteristics, then these differences may explain at least part of the difference in annualized raw returns.

Several methods have been developed to account for these style differences in a system of performance attribution. We employ two of them here. First, the four-factor model of Carhart (1997) is estimated by:

$$R_t = \alpha + \beta_1 * RMRF_t + \beta_2 * SMB_t + \beta_3 * HML_t + \beta_4 * Momentum_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

where R_t is the excess return to some asset in month t , $RMRF_t$ is the month t value-weighted market return minus the risk-free rate, and the terms SMB_t (small minus big), HML_t (high minus low), and $Momentum_t$ are the month t returns to zero-investment factor-mimicking portfolios designed to capture size, book-to-market, and momentum effects, respectively.²² Although there is an ongoing debate about whether these factors are proxies for risk, we take no position on this issue and simply view the four-factor model as a method of performance attribution. Thus, we interpret the estimated intercept coefficient, “alpha”, as the abnormal return in excess of what could have been achieved by passive investments in the factors.

²¹ See Basu (1977) (Price-to-Earnings ratio), Banz (1981) (size), Fama and French (1993) (size and book-to-market), Lakonishok, Shleifer and Vishny (1994) (several value measures), and Jegadeesh and Titman (1993) (momentum).

²² This model extends the Fama-French (1993) three-factor model with the addition of a momentum factor. For details on the construction of the factors, see Fama and French (1993) and Carhart (1997). We are grateful to Ken French for providing the factor returns for SMB and HML . $Momentum$ returns were calculated by the authors using the procedures of Carhart (1997).

The first row of Table 7 shows the results of estimating (1) where the dependent variable, R_t , is the monthly return difference between the Shareholder and Management Portfolios. Thus, the alpha in this estimation should be interpreted as the abnormal return on a zero-investment strategy that buys the Shareholder Portfolio and sells short the Management Portfolio. For this specification, the alpha is 71 basis points (bp) per month, or about 8.5 percent per year. This point estimate is statistically significant at the one-percent level. Thus, very little of the difference in raw returns can be attributed to style differences in the two portfolios.

The remaining rows of Table 7 summarize the results of estimating (1) for all ten “deciles” of G , including the extreme deciles comprising the Shareholder ($G \leq 5$) and Management ($G \geq 14$) Portfolios. As the table shows, the significant performance difference between the Shareholder and Management Portfolios is driven both by overperformance (for the Shareholder Portfolio) and underperformance (by the Management Portfolio). The Shareholder Portfolio earns a positive and significant alpha of 29 bp per month, while the Management Portfolio earns a negative and significant alpha of -42 bp per month.

The results also demonstrate a strong pattern of decreasing alpha as G increases. The Shareholder Portfolio earns the highest alpha of all the deciles, and the next two highest alphas, 24 and 22 bp, are earned by the third ($G = 7$) and second ($G = 6$) deciles, respectively. The Management Portfolio earns the lowest alpha, and the second lowest alpha is earned by the eighth ($G = 12$) decile. Furthermore, the four lowest G deciles earn positive alphas, while the three highest G deciles earn negative alphas. More formally, a Spearman rank-correlation test of the null hypothesis of no correlation between G -decile rankings and alpha rankings yields a test statistic of 0.842, and is rejected at the one-percent level.

What else might be driving the return difference between the Shareholder and Management Portfolios? The bull market in the second half of the 1990s was both long and narrow: five consecutive years of large positive returns on the S&P 500 were driven by a relatively small number of large corporations, particularly those in the technology sector. Table 8 explores whether these known phenomena from the 1990s can explain the return differential between the Shareholder and Management Portfolios. In each case, we estimate (1) on the return difference between the Shareholder and Management Portfolios, while changing some aspect of the portfolio construction or return calculation. The first row of Table 8 is a replication of the first row of Table 7: the dependent variable in (1) is the value-weighted return difference between the portfolios. The remaining rows of the table summarize robustness checks using equal-weighted returns, industry-adjusted returns, fixed 1990 levels of G , a subsample that includes only Delaware firms, and subsamples split between the first half and the second half of the time period.

First, to check whether the result is driven solely by a few of the largest stocks, we estimate (1) using equal-weighted returns, with results summarized in the second row of Table 8. The estimated alpha of 45 bp per month is reduced by about one-third from the benchmark, but is still significant. The remaining regressions in the table use value-weighted returns.

Next, we test whether industry differences drive the result. Table 6 in Section II showed that the Shareholder and Management Portfolios differed somewhat in their industry compositions. While factor models such as equation (1) should price industry differences on average, small-sample results from a special decade like the 1990s could lead us to misinterpret industry effects as firm-specific effects. To study this possibility, we use the four-digit SIC code to match each firm to one of 48 industry portfolios as in Table 6. We then subtract the industry

return from each firm in each month and compute an industry-adjusted return for both the Shareholder and Management Portfolios. Finally, we use the difference between these industry-adjusted returns as the dependent variable in equation (1). The results, summarized in the third row of Table 8, show a statistically significant alpha of 47 bp per month. Thus, industry adjustments explain about one-third of the overall return difference between the Shareholder and Management Portfolios.

Although G is relatively stable for most firms over the sample period, there is still substantial turnover in the Shareholder and Management Portfolios: about 31 percent of the firms in these portfolios in 1990 are still in the same portfolios in 1998. In addition to “natural” attrition from delistings²³, this turnover is caused by changes in G and from additions and deletions of firms by the IRRC. We next analyze how much of the benchmark return differential is driven by these changes in the sample, and how much is driven by the level of G at the beginning of the sample. To investigate this issue, we fix the Shareholder and Management Portfolios in September 1990 and continue to hold the same firms in these portfolios as long as they are listed in CRSP, even if their G changes or if the IRRC deletes them from later editions of their books. Also, we do not add any new firms that were first listed in later editions of the IRRC book. We then compute value-weighted returns to the portfolios and use the difference as the dependent variable in (1). The results of this regression are summarized in the fourth row of Table 8. The significant alpha of 53 bp per month reflects a return differential driven entirely by cross-sectional variation in G for 1990. Thus, the time-series variation in G and in sample

²³ If a stock is delisted from CRSP, we include the delisting return from the CRSP files, where available. We do not include any approximations for missing delisting returns. Since few stocks in our sample disappear for performance-related reasons, and those performance delists tend to have relatively small market capitalizations, there should be no bias induced in our value-weighted analysis due to missing delisting returns. See CSRP (2001) and Shumway (1997).

construction adds only 18 bp of the total 71 bp benchmark alpha given in the first row of the table.

The index G includes both firm-specific provisions and state-specific laws. It would be interesting to know how much of the benchmark alpha is driven by each component. To the extent that state of incorporation is correlated with regional economic shocks, the attribution of state-level variation would also be useful as a robustness check on the benchmark results. To answer this question, one cannot just separate the provisions from the laws, because provision adoption may depend on whether an equivalent law exists in the state. As an alternative, we eliminate state-level variation by restricting the analysis to include only the firms incorporated in Delaware, which represents 47.0 percent of sample firms and 47.5 percent of sample market value (in 1990). We then calculate the value-weighted returns to the Shareholder and Management Portfolios and use their difference as the dependent variable in (1). The results of this regression are summarized in the fifth row of Table 8. The alpha of 63 bp per month has a t -statistic of 1.88 (p -value = 0.07). With a point estimate only 8 bp less than the benchmark result, it is clear that state-level variation is *not* the main driver of the overall return differential.

As a final robustness check, we divide the sample into “early” and “late” halves, 56 months for each. The early half of the sample begins in September 1990 and runs through April 1995; the late half runs from May 1995 to December 1999. Since the most anomalous period for technology stocks occurred in the second half of the decade, this sample split should provide a further check on unmeasured industry differences as the driver for the results. The results, summarized in the last two rows of Table 8, are alphas of 45 bp per month for the first half and 75 bp per month for the second half. While the second half of the sample shows abnormal returns 30 bp per month higher than the first half, the point estimate from the first half is

economically large and even has a slightly larger t -statistic than the point estimate from the second half (1.91 vs. 1.85). Thus, we conclude that the benchmark result is not driven solely by the second half of the sample.

The results in Tables 7 and 8 rely on a factor-model representation for expected returns. In this context, our finding of nonzero alphas can reflect either abnormal returns to the underlying strategy (Shareholder minus Management) or misspecification of the model. Furthermore, the necessity of forming portfolios for time-series regressions renders it difficult to separately analyze different components of G . To solve these problems, we employ a second method of performance analysis: cross-sectional regressions of returns on stock characteristics. In addition to providing another robustness check for the benchmark result, this method also allows for a separate regressor for each component of G .

For each month in the sample period, September 1990 to December 1999, we estimate

$$r_{it} = a_t + b_t X_{it} + c_t Z_{it} + e_{it}, \quad (2)$$

where, for firm i in month t , r_{it} are the returns (either raw or industry-adjusted), X_{it} is a vector of governance variables (either G or its components), and Z_{it} is a vector of firm characteristics. As elements of Z , we include the full set of regressors used by Brennan, Chordia, and Subrahmanyam (1998), plus the addition of five-year sales growth, which is included because of its significant correlation with G (see Table 4) and the finding by Lakonishok, Shleifer, and Vishny (1994) that five-year sales growth explains some cross-sectional variation in stock returns. Variable definitions are given in the note to Table 9, and in greater detail in Appendix C.

Following the method of Fama and Macbeth (1973), we estimate (2) separately for each month and then calculate the mean and time-series standard deviation of the 112 monthly estimates of the coefficients. Table 9 summarizes the results. The first two columns of Panel A give the results when the sample is restricted to stocks in either the Shareholder ($G \leq 5$) or Management ($G \geq 14$) Portfolios. In the first column, the dependent variable is the “raw” monthly return for each stock. In the second column, the dependent variable is the industry-adjusted return for each stock, where industry adjustments are relative to the Fama and French (1997) 48 industries. The key independent variable in these regressions is the shareholder-portfolio dummy, set equal to one if the stock is in the Shareholder Portfolio and zero if the stock is in the Management Portfolio. For both the raw and industry-adjusted returns, the coefficient on this dummy variable is positive and significant at the one-percent level. The average point estimate can be interpreted as a monthly abnormal return; these point estimates, 88 bp per month raw and 72 bp per month industry-adjusted, are similar to those found in the factor models, and provide a further robustness check to the benchmark result.

Columns 3 (raw) and 4 (industry-adjusted) of Panel A give the results for the full sample of firms in each month with G as the key independent variable. In both regressions, the average coefficient on G is negative but is not significant. The point estimates are not small: for example, the point estimate for the coefficient on G in column 3 implies a lower return of approximately 4 bp per month (= 48 bp per year) for each additional point of G , but it would require estimates nearly twice as large before statistical significance would be reached. When combined with the evidence from Table 7 and from the first two columns of Table 9, this result suggests that the 1990s relationship between G and returns may follow a threshold pattern, with most of the return difference driven by the top and bottom quartiles on each end.

Panel B of Table 9 summarizes the results of 112 cross-sectional regressions when all components are included separately on the right-hand-side of (2). The dependent variable is the industry-adjusted return for each stock; results for raw returns are qualitatively similar and are not given in the table. In Panel B, 16 of the 24 provision coefficients are negative, but for only one of these – “silver parachutes” – is the coefficient significant. (With this many regressors, we would expect one to be “significant” just by chance.) These results illustrate the difficulty of measuring return differences for individual provisions. One problem is the multicollinearity due to correlations in the adoption of these provisions. Indeed, many of the point estimates imply return effects above 10 bp per month (= 1.2 percent per year), but are still far from being statistically significant. This result also suggests that the Shareholder-minus-Management return differences are not driven by the presence or absence of any one provision.

V. Governance and the Value of the Firm

It is well established that the state and national laws of corporate governance affect firm value. La Porta et al. (2001) show that firm value depends on international variation in laws protecting the rights of minority shareholders. Daines (2001) finds that, other things equal, firms incorporated in Delaware have higher valuations than other U.S. firms. In this section, we study whether variation in firm-specific governance, as proxied by G , is also related to cross-sectional differences in firm value. More importantly, we analyze whether there are any differences in the governance/value relationship between the beginning and end of the decade. Since there is evidence of differential stock returns as a function of G , we would expect to find relative “mispricing” between 1990 and 1999 as a function of G .

Our valuation measure is Tobin's Q , which has been used for this purpose in corporate-governance studies since the work of Demsetz and Lehn (1985) and Morck, Shleifer, and Vishny (1988b). We follow Kaplan and Zingales (1997) and compute Q as the market value of assets divided by the book value of assets (Compustat data item 6), where the market value of assets is computed as book value of assets plus the market value of common stock less the sum of the book value of common stock (Compustat data item 60) and balance sheet deferred taxes (Compustat item 74). All book values for fiscal year t (from Compustat) are combined with the market value of common equity at the calendar end of year t . We then estimate

$$Q_{it} = a_t + b_t G_{it} + c_t W_{it} + e_{it}, \quad (3)$$

where W_{it} is a vector of firm characteristics. As elements of W , we follow Shin and Stulz (2000) and use the log of the book value of assets, the log of firm age as of December of year t , and dummy variables for each of the 48 Fama and French (1997) industries.²⁴ Since Daines (2001) found that Q is different for Delaware and non-Delaware firms, we also include a Delaware dummy as an element of W . As a further robustness check on the results, we also estimate (3) using only Delaware firms.

We estimate annual cross-sections of (3) with statistical significance assessed within each year (by cross-sectional standard errors) and across all years (with the time-series standard error of the mean coefficient). We also use this procedure when studying operating measures, capital expenditure, and acquisition activity in Section VI. This method of assessing statistical significance deserves some explanation. In particular, one may wonder why a pooled setup with

²⁴ Unlike Shin and Stulz (2000), we do not trim the sample of observations that have extreme independent variables; results with a trimmed sample are nearly identical and are available from the authors.

firm fixed effects and time-varying coefficients is not used. We avoid fixed effects mainly because there are relatively few changes over time in the Governance Index, and the inclusion of fixed effects would force identification of G from only these changes. In effect, we are imposing a structure on the fixed effects that they must be a linear function of G or its components.

Table 10 summarizes the results. The first two columns give the results when all firms are included in the sample. Each row of these columns gives the coefficients and t -statistics for a different year of the sample; the last row gives the average coefficient and time-series t -statistic of these coefficients. The coefficients on G are negative in every year and significantly negative in eight of the ten years. The largest absolute value point estimate occurs in 1999, and the second largest is in 1998. The point estimate in 1999 is economically large: a one-point increase in G – equivalent to adding a single governance provision – is associated with an 8.9 percentage point lower value for Q . Under the assumption that the point estimates in 1990 and 1999 are independent from each other, then the difference between these two estimates ($0.089 - 0.024 = 0.065$) is statistically significant. We also report the coefficients and t -statistics on the Delaware dummy, which tend to be positive at the beginning of the sample and negative towards the end, with an average coefficient that is negative and significant. This is the opposite of Daines' (2001) finding, which may be due to differences in the samples, time periods, or control variables.

The third column of Table 10 shows the annual and mean coefficients on G when the sample includes only Delaware firms. If anything, the difference between 1990 and 1999 is even larger, with point estimates of -0.034 in 1990 and -0.109 in 1999. All ten point estimates are negative, seven of them are significant, and the mean coefficient is significant at the one-percent level. Combined with the results from the full sample with the Delaware dummy, this

demonstrates that the level and change in the governance/value relationship is not driven by state-level variation.

Overall, the results for returns and prices tell a consistent story. Firms with the weakest shareholder rights (high values of G) significantly underperformed firms with the strongest shareholder rights (low values of G) during the 1990s. Over the course of the 1990s, these differences have been at least partially reflected in prices. While high- G firms already sold at a significant discount in 1990, this discount became much larger by 1999.

VI. Governance and Agency Costs

There are many ways that agency costs at high- G firms can directly affect firm performance. In the specific case of state takeover laws – where causality is easier to establish – researchers have found that the passage of such laws led firms to increase CEO pay, decrease leverage, and have lower productivity at the plant level. [Garvey and Hanka (1999), Bertrand and Mullainathan (1999a, 1999b, and 2000)]. Given these results, one might expect high- G firms to have worse operating performance than low- G firms. To the extent that these differences were anticipated in 1990, they should have no impact on stock prices or returns over the subsequent decade. While our sample does not include a natural experiment to identify G as the cause of operational differences, we attempt to control for “expected” cross-sectional differences by using the log book-to-market ratio as an explanatory variable.

Table 11 shows the results of annual regressions for three different operational measures on G and the log book-to-market ratio. The three operational measures are the net profit margin (income divided by sales), the return on equity (income divided by book equity), and (one-year) sales growth. All of these measures are industry-adjusted by subtracting out the median for this

measure in the corresponding Fama-French (1998) industry. This adjustment uses all available Compustat firms. To reduce the influence of large outliers – a common occurrence for all of these measures -- we estimate median (least-absolute-deviation) regressions in each case. The log book-to-market ratio (BM) is included as a control, albeit an imperfect one, for the market's valuation of the firm's equity. The coefficients on BM are negative and highly significant for every measure in every year, indicating that the market is indeed discounting some of the differences in performance: firms with higher book-to-market ratios in year $t-1$ have, other things equal, worse performance in year t . The main variable of interest is G . We find that the average coefficient on G is negative and significant for both the net-profit-margin and sales-growth regressions, and is negative but not significant for the return-on-equity regressions. Thus, we conclude that high- G firms had worse performance than low- G firms, even after controlling for expectations through the book-to-market ratio.

Capital expenditure is another channel where governance can affect performance. Some papers argue that takeover defenses can offset myopia and allow managers to make the “long-term” decision to increase R&D and other capital expenditures. [Stein (1988 and 1989)]. Under this view, takeover defenses would increase capital expenditure, and this increase could be a net positive for firm value. On the other hand, a long literature, dating back at least to Baumol (1959), Marris (1964) and Williamson (1964), discusses the motivation for managers to undertake inefficient projects in order to extract private benefits. These problems are particularly severe when managers are entrenched and can resist hostile takeovers [Jensen and Ruback (1983), Shleifer and Vishny (1989)]. Under this view, if capital expenditure does rise following takeover defenses, this increase would be a net negative for firm value.

The empirical evidence on the impact of takeover defenses on R&D and capital expenditures is mixed, with one study finding an increase [Pugh, Page and Jahera (1992)], but most studies finding a *decrease* [Meulbroek et al (1990), Johnson and Rao (1997), Daines and Klausner (2001)]. The evidence on firm performance following capital expenditure, however, is clearer. Titman, Wei and Xie (2001) find that firms with the highest capital expenditures subsequently earn negative abnormal returns. This relationship is economically large and is stronger for firms with more financial slack and weaker during periods of hostile takeovers. While we cannot settle the causality argument with our evidence, we can see whether G is correlated with higher expenditure; in light of the findings of Titman, Wei, and Xie (2001), such a correlation could help explain some of the relationship between G and returns in the 1990s.

To examine the empirical relationship between capital expenditure and governance, we estimate annual least-absolute-deviation regressions for capital expenditure (CAPEX), scaled by either sales or assets, on G and the log book-to-market ratio (BM). Industry adjustments are done as in the previous analysis for operating measures. Table 12 summarizes the results. The coefficients on BM are negative and significant every year; not surprisingly, high-BM (“value”) firms invest less than low-BM (“growth”) firms. Even with this control, and industry dummies (suppressed from the table), the average coefficient on G is positive and significant in both specifications. Other things being equal, high- G firms have higher CAPEX than do low- G firms.

Another outlet for capital expenditure is for firms to acquire other firms – the other side of the takeover market. Some of the strongest evidence about the importance of agency costs comes from the negative returns to acquirer stocks when a bid is announced. Considerable evidence shows that these negative returns are correlated with other agency problems, including

low managerial ownership [Lewellen, Loderer and Rosenfeld (1985)], high free-cash flow [Lang, Stulz, and Walkling (1991)], and diversifying transactions [Morck, Shleifer, and Vishny (1990)].

In addition to negative announcement returns, there is also long-run evidence of negative abnormal performance by acquirer firms [Loughran and Vijh (1997), Rao and Vermaelen (1998)].²⁵ Taken together, these studies suggest acquisitions as another pathway for governance to affect performance.

To analyze the relationship between acquisition activity and G , we use the SDC database to identify all transactions in which a sample firm acted as either the acquirer or the seller during the sample period. From January 1991 through December 1999, there are 12,694 acquisitions made by sample firms, of which SDC has an acquisition price for just under half. For each firm, we calculate the sum of the price of all acquisitions in each calendar year, and we divide this sum by the firm's average market capitalization for the first day and last day of the year. We define this ratio as the "Acquisition Ratio" for the firm in that year.

Table 13 gives summary statistics for the average number of acquisitions and the average Acquisition Ratio for the Shareholder Portfolio, Management Portfolio, and all sample firms in each year from 1991 to 1999. The average number of acquisitions by firms in the Management Portfolio is higher than the corresponding average in the Shareholder Portfolio in every year, and significantly higher in 1995, 1996, and 1997. Over all nine years, the average of these annual averages is 1.04 in the Management Portfolio. This is significantly higher than the overall average of 0.64 for the Shareholder Portfolio. For the average Acquisition Ratio, the

²⁵ Mitchell and Stafford (2000) have challenged the magnitude of this long-run evidence, but still allow for some underperformance for acquisitions financed by stock. A related debate on whether diversifying acquisitions destroy value has now grown too large to survey here. The seminal works are Lang and Stulz (1994) and Berger and Ofek (1995). Recent work is summarized in Holmstrom and Kaplan (2001) and Stein (2001).

Management Portfolio is higher in six of the nine years, and the average Acquisition Ratio is 4.93 percent for the Management Portfolio and 2.78 percent for the Shareholder Portfolio.

Table 14 summarizes the results of annual regressions of Acquisition Ratios in year t on G , the log of size, the log of the book-to-market ratio, and 48 industry dummies, all measured at year-end $t-1$. Since many firms make no acquisitions in a year, the dependent variable is effectively left-censored at zero. We estimate Tobit regressions to account for this censoring. The results show a consistent positive relationship between the Acquisition Ratio and G . The coefficient on G is positive in every year, and the time-series average coefficient on G is positive and significant. Thus, even after adjustments for relative market valuations (as proxied by BM) and firm size, high- G firms are more likely to make acquisitions.

In summary, we find that G is correlated with poorer levels of operating performance, as well as greater capital expenditure and acquisition activity. One interpretation of these results is that agency costs were larger (smaller) at high- G (low- G) firms during the 1990s, which would partially explain the relative stock returns and changes in value for these firms if these agency costs were unexpected.

VII. Conclusion

The power-sharing relationship between investors and managers is defined by the rules of corporate governance. In the United States, these rules are given in corporate legal documents and in state and federal laws. There is significant variation in these rules across different firms, resulting in large differences in the balance of power between investors and managers. Using a sample of about 1,500 firms per year and 24 corporate-governance provisions during the 1990s, we build a Governance Index, denoted as “ G ”, to proxy for the balance of power between

managers and shareholders in each firm. We then analyze the empirical relationship of this index to stock returns, firm value, operating measures, capital expenditure, and acquisition activity.

We find that corporate governance is strongly correlated with stock returns during the 1990s: an investment strategy that purchased shares in the firms with the lowest G (strongest shareholder rights), and sold short firms with the highest G (weakest shareholder rights), earned abnormal returns of 8.5 percent per year. At the beginning of the sample, there is already a significant relationship between valuation and governance: each one-point increase in G is associated with a 2.4 percentage point lower value for Tobin's Q . By the end of the decade, this difference has increased significantly, with a one-point increase in G associated with an 8.9 percentage point lower value for Tobin's Q .

The results for both stock returns and firm value are economically large and are robust to controls for industry effects, sample composition changes, or sample subperiods. Taken together, this evidence indicates that stock market investors were surprised by the relative performance of high- G and low- G firms in the 1990s. What might have caused this surprise? One possibility is that governance was cross-sectionally correlated with “unexpected” agency costs as proxied by operating performance, capital expenditure, or acquisition activity in the 1990s. The evidence shows significant relationships with all of these measures: while controlling for market valuations and industry differences, we find that relative to low- G firms, high- G firms have lower net profit margins and sales growth while also making more capital expenditures and corporate acquisitions.

One explanation for these results is that differences in managerial power directly caused differences in agency costs and these differences were not properly incorporated into market

prices by 1990. If this causal explanation is correct, then the policy implication is clear: a reduction of provisions and decrease in managerial power would decrease agency costs and increase shareholder wealth. This causal interpretation also has implications for takeover laws at the state level and for the ongoing debate about takeover regulation in Europe. While this causal chain has some support from studies of state takeover laws by other researchers, there are still two missing links before such a strong conclusion can be drawn here.

First, we present no evidence in this paper that a high level of G actually entrenches managers. It could be that high G is merely a signal or symptom, and not the source, of managerial power. In this case, governance provisions could be like a “beware of dog” sign; if such signs were banned then dog owners could probably find another way to signal their resistance to burglars. In this case, the removal of governance provisions would have no effect on agency costs or firm performance, except that firms might need to find a more costly signal. Changes in state laws would also have no effect.

Second, it could be that prescient managers in the 1980s foresaw the problems their firms would have in the 1990s and put governance provisions in place to protect their jobs. In this case, the stock in these companies would be relatively overvalued in 1990, even though objective measures (e.g., Q regressions) would suggest that it was undervalued relative to observable characteristics. When the poor performance occurs, the market is surprised, but the managers are not. Furthermore, the high capital expenditures can be explained by a flight to new business lines. Acquisitions can be explained as an attempt to use overvalued stock as currency before the market realizes its true long-run value. Shleifer and Vishny (2001) develop a model to show how such acquisitions can be in the best interests of shareholders even if the stock subsequently underperforms. In this case, performance may have been just as bad without the additional

governance provisions, and the only difference is the relative ease of blaming and firing management. A policy change that removed all provisions would then do nothing but allow for more managerial turnover, with no reduction of agency costs or increase in firm value.

The multiple causal explanations stand as a challenge for future research. The empirical evidence of this paper establishes the high stakes of this challenge. If an 8.9 percentage point difference in firm value were even partially “caused” by each additional governance provision, then the long-run benefits of eliminating multiple provisions would be enormous.

Appendix A – Corporate-Governance Provisions

This appendix describes the provisions listed in Table 1 and used as components of the Governance Index. The shorthand title of each provision, as used in the text of the paper, is given in bold. These descriptions are similar to Rosenbaum (1998).

Antigreenmail – Greenmail refers to the agreement between a large shareholder and a company in which the shareholder agrees to sell his stock back to the company, usually at a premium, in exchange for the promise not to seek control of the company for a specified period of time. Antigreenmail provisions prevent such arrangements unless the same repurchase offer is made to all shareholders or the transaction is approved by shareholders through a vote. They are thought to discourage accumulation of large blocks of stock because one source of exit for the stake is closed, but the net effect on shareholder wealth is unclear (Shleifer and Vishny (1986a)). Five states have specific antigreenmail laws, and two other states have “recapture of profits” laws, which enable firms to recapture raiders’ profits earned in the secondary market. We consider recapture of profits laws to be a version of antigreenmail laws (albeit a stronger one). The antigreenmail category includes both firms with the provision and those incorporated in states with either antigreenmail or recapture of profits laws.

Blank check preferred stock – This is preferred stock over which the board of directors has broad authority to determine voting, dividend, conversion, and other rights. While it can be used to enable a company to meet changing financial needs, it can also be used to implement poison pills or to prevent takeover by placement of this stock with friendly investors. Companies who have this type of preferred stock but who have required shareholder approval before it can be used as a takeover defense are *not* coded as having this provision in our data.

Business Combination laws – These laws impose a moratorium on certain kinds of transactions (e.g., asset sales, mergers) between a large shareholder and the firm for a period usually ranging between three and five years after the shareholder’s stake passes a pre-specified (minority) threshold.

Bylaw and **Charter** amendment limitations – These provisions limit shareholders’ ability to amend the governing documents of the corporation. This might take the form of a supermajority vote requirement for charter or bylaw amendments, total elimination of the ability of shareholders to amend the bylaws, or the ability of directors beyond the provisions of state law to amend the bylaws without shareholder approval.

Classified board – A classified board is one in which the directors are placed into different classes and serve overlapping terms. Since only part of the board can be replaced each year, an outsider who gains control of a corporation may have to wait a few years before being able to gain control of the board. This provision may also deter proxy contests, since fewer seats on the board are open each year.

Compensation plans with changes in control provisions – These plans allow participants in incentive bonus plans to cash out options or accelerate the payout of bonuses should there be a change in control. The details may be a written part of the compensation agreement, or discretion may be given to the compensation committee.

Director indemnification **contracts** – These are contracts between the company and particular officers and directors indemnifying them from certain legal expenses and judgments resulting from lawsuits pertaining to their conduct. Some firms have both “indemnification” in their bylaw/charter and these additional indemnification “contracts”.

Control-share cash-out laws enable shareholders to sell their stakes to a “controlling” shareholder at a price based on the highest price of recently acquired shares. This works something like fair-price provisions (see below) extended to non-takeover situations.

Cumulative voting – Cumulative voting allows a shareholder to allocate his total votes in any manner desired, where the total number of votes is the product of the number of shares owned and the number of directors to be elected. By enabling them to concentrate their votes, this practice helps enable minority shareholders to elect favored directors. Cumulative voting and secret ballot (see below), are the only two provisions whose presence is coded as an *increase* in shareholder rights, with an additional point to *G* if the provision is absent.

Directors’ duties allow directors to consider constituencies other than shareholders when considering a merger. These constituencies may include, for example, employees, host communities, or suppliers. This provision provides boards of directors with a legal basis for rejecting a takeover that would have been beneficial to shareholders. 31 states also have laws with language allowing an expansion of directors’ duties, but in only two of these states (Indiana and Pennsylvania) are the laws explicit that the claims of shareholders should not be held above those of other stakeholders [Pinnell (2000)]. We treat firms in these two states as though they had an expanded directors’ duty provision unless the firm has explicitly opted out of coverage under the law.

Fair-Price Requirements – These provisions limit the range of prices a bidder can pay in two-tier offers. They typically require a bidder to pay to all shareholders the highest price paid to any during a specified period of time before the commencement of a tender offer and do not apply if the deal is approved by the board of directors or a supermajority of the target’s shareholders. The goal of this provision is to prevent pressure on the target’s shareholders to tender their shares

in the front end of a two-tiered tender offer, and they have the result of making such an acquisition more expensive. This category includes both the firms with this provision and the firms incorporated in states with a fair price law.

Golden parachutes – These are severance agreements which provide cash and non-cash compensation to senior executives upon a triggering event such as termination, demotion, or resignation following a change in control. They do not require shareholder approval.

Director **indemnification** – This provision uses the bylaws and/or charter to indemnify officers and directors from certain legal expenses and judgments resulting from lawsuits pertaining to their conduct. Some firms have both this “indemnification” in their bylaws/charter and additional indemnification “contracts”. The cost of such protection can be used as a market measure of the quality of corporate governance [Core (2000)].

Limitations on director **liability** – These charter amendments limit directors’ personal liability to the extent allowed by state law. They often eliminate personal liability for breaches of the duty of care, but not for breaches of the duty of loyalty or for acts of intentional misconduct or knowing violation of the law.

Pension parachute – This provision prevents an acquirer from using surplus cash in the pension fund of the target in order to finance an acquisition. Surplus funds are required to remain the property of the pension fund and to be used for plan participants’ benefits.

Poison pills – These securities provide their holders with special rights in the case of a triggering event such as a hostile takeover bid. If a deal is approved by the board of directors, the poison pill can be revoked, but if the deal is not approved and the bidder proceeds, the pill is triggered. In this case, typical poison pills give the holders of the target’s stock other than the bidder the right to purchase stock in the target or the bidder’s company at a steep discount, making the

target unattractive or diluting the acquirer's voting power. The early adopters of poison pills also called them "shareholder rights" plans, ostensibly since they give current shareholders the "rights" to buy additional shares, but more likely as an attempt to influence public perceptions. A raider-shareholder might disagree with this nomenclature.

Secret ballot – Under secret ballot (also called confidential voting), either an independent third party or employees sworn to secrecy are used to count proxy votes, and the management usually agrees not to look at individual proxy cards. This can help eliminate potential conflicts of interest for fiduciaries voting shares on behalf of others, or can reduce pressure by management on shareholder-employees or shareholder-partners. Cumulative voting (see above) and secret ballot, are the only two provisions whose presence is coded as an *increase* in shareholder rights, with an additional point to *G* if the provision is absent.

Executive **severance** agreements – These agreements assure high-level executives of their positions or some compensation and are not contingent upon a change in control (unlike Golden or Silver parachutes).

Silver parachutes – These are similar to golden parachutes in that they provide severance payments upon a change in corporate control, but unlike golden parachutes, a large number of a firm's employees are eligible for these benefits.

Special meeting requirements – These provisions either increase the level of shareholder support required to call a special meeting beyond that specified by state law or eliminate the ability to call one entirely.

Supermajority requirements for approval of mergers – These charter provisions establish voting requirements for mergers or other business combinations that are higher than the threshold requirements of state law. They are typically 66.7, 75, or 85 percent, and often exceed

attendance at the annual meeting. This category includes both the firms with this provision and the firms incorporated in states with a “control-share acquisition” law. These laws require a majority of disinterested shareholders to vote on whether a newly qualifying large shareholder has voting rights. In practice, such laws work much like supermajority requirements.

Unequal voting rights – These provisions limit the voting rights of some shareholders and expand those of others. Under time-phased voting, shareholders who have held the stock for a given period of time are given more votes per share than recent purchasers. Another variety is the substantial-shareholder provision, which limits the voting power of shareholders who have exceeded a certain threshold of ownership.

Limitations on action by **written consent** – These limitations can take the form of the establishment of majority thresholds beyond the level of state law, the requirement of unanimous consent, or the elimination of the right to take action by written consent.

Incorporated: New York

Takeover Defenses

Charter provisions

- Classified board (1986)
- Fair price (1986)
- Antigreenmail (1986)
- Consider nonfinancial effects of merger (1986)
- Limited ability (80%) to amend bylaws (1986)
- Blank check preferred stock

Bylaw provisions

Other

- Poison pill (1986)

Other Corporate Governance Features

- Golden parachute(s)
- Pension parachute
- Compensation plans with change in control provisions
- Limited director liability (1988)

Shareholder Proposals

1988: Shareholder proposal to report attendance of directors at meetings. Sponsored by Jeanne C. Smith. For: 14.8%; Against: 85.2%.

1990: Shareholder proposal to provide for confidential voting. Sponsored by the College Retirement Equities Fund. For: 26.3%; Against: 73.7%. 1989: For: 21.8%; Against: 78.2%.

Failed/Withdrawn Management Proposals

1990: A proposal to eliminate shareholder action by written consent was withdrawn.

Appendix B (continued)

GTE Corp.

NYSE: GTE

Incorporated: New York

Corporate Governance Provisions

Charter Provisions

- Blank check preferred stock
- Classified board (1986)
- Fair price (1986)
- Antitakeover (1986)
- Consider nonfinancial effects of merger (1986)
- Limited ability (80%) to amend bylaws (1986)

Bylaw Provisions

- Limited ability to call special meeting
- Shareholders may not call special meeting.

Other

- Poison pill shareholder rights plan (1989)
- Action on poison pill shareholder rights plan
- Original poison pill adopted in 1986.

Other Features

- Director liability (1988)
- Advance notice for shareholder nomination and/or other business (1986)
- Bylaws-between 30 and 60 days before the annual meeting for nominations and other business.
- Confidential voting (1995)
- Executive severance agreement(s) with change in control provisions (1986)
- Compensation plans with change in control provisions

Shareholder Proposals

- 1997: Shareholder proposal to repeal classified board. Sponsored by John Gilbert. For: 42.9%; Against: 57.1%. 1996-For: 38.3%; Against: 61.5%. 1995-For: 38.1%; Against: 61.9%. 1994-For: 28.9%; Against: 71.1%. Sponsored by Lewis and John Gilbert. 1993-For: 27.5%; Against: 72.5%. 1992-For: 27.4%; Against: 72.6%. 1991-For: 26.2%; Against: 73.8%.
- 1997: Shareholder proposal to cap executive pay. Sponsored by the International Brotherhood of Electrical Workers-Langlais. For: 18.1%; Against: 81.9%. 1996-For: 22.4%; Against: 77.6%. 1995-For: 22.2%; Against: 77.8%. 1994-For: 22.4%; Against: 77.6%. 1993-Sponsored by the International Brotherhood of Electrical Workers. For: 23.9%; Against: 76.1%.
- 1997: Shareholder proposal to redeem or vote on poison pill. Sponsored by the International Brotherhood of Electrical Workers Telephone Coordinating Council No. 2. For: 49.7%; Against: 50.3%.
- 1996: Shareholder proposal to cap executive pay. Sponsored by the International Brotherhood of Electrical Workers-Davis. For: 22.1%; Against: 77.9%. 1995-For: 22.4%; Against: 77.6%. 1994-For: 22.4%; Against: 77.6%. 1993-Sponsored by the International Brotherhood of Electrical Workers Telephone Coordinating Council No. 2. For: 23.8%; Against: 76.2%.
- 1996: Shareholder proposal to restrict non-employee director pensions. Sponsored by William Steiner-Investors' Rights Association of America. For: 42.3%; Against: 57.7%. 1995-For: 33.2%; Against: 66.8%.
- 1994: Shareholder proposal to provide for confidential voting. Sponsored by the College Retirement Equities Fund. For: 41.8%; Against: 58.2%. 1993-For: 37.8%; Against: 62.2%. 1992-For: 35.5%; Against: 64.5%.

Appendix C – Regression Variable Definitions

The following variables are used on the right-hand-side of (2) in Section IV. Results of the regression are given in Table 9. This list includes all variables used by Brennan, Chordia, and Subrahmanyam (1998) plus the addition of SGROWTH. All variables are in natural logs unless explicitly noted otherwise.

NASDUM - A dummy variable equal to 1 if the firm traded on the Nasdaq Stock Market at the beginning of month t and 0 otherwise.

BM - The ratio of book value of common equity (previous fiscal year) to market value of common equity measured at previous calendar year end. Book value of common equity is the sum of book common equity (Compustat item 60) and deferred taxes (Compustat item 74). This variable, and all other variables that use Compustat data, are recalculated each July and held constant through the following June.

SIZE - Market capitalization in millions of dollars at the end of month $t-2$.

PRICE - Price at the end of month $t-2$.

NYDVOL - The dollar volume of trading in month $t-2$ for stocks that trade on the New York Stock Exchange (NYSE) or American Stock Exchange (AMEX). Approximated as stock price at the end of month $t-2$ multiplied by share volume in month $t-2$. For Nasdaq stocks, NYDVOL equals zero.

NADVOL - The dollar volume of trading in month $t-2$ for stocks that trade on the Nasdaq. Approximated as stock price at the end of month $t-2$ multiplied by share volume in month $t-2$. For NYSE and AMEX stocks, NYDVOL equals zero.

YLD - The ratio of dividends in the previous fiscal year (Compustat item 21) to market capitalization measured at calendar year end (Not in logs).

RET2-3 - Compounded gross returns for months t-3 and t-2.

RET4-6 - Compounded gross returns for months t-6 through t-4.

RET7-12 - Compounded gross returns for months t-12 through t-7.

SGROWTH - The growth in sales (Compustat item 12) over the previous five fiscal years (not in logs).

References

- Ambrose, Brent W., and William L. Megginson 1992, The role of asset structure, ownership structure, and takeover defenses in determining acquisition likelihood, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 575-589.
- Andrade, Gregor, Mark Mitchell, and Erik Stafford, 2001, New evidence and perspective on mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120.
- Banz, Rolf, 1981, The relation between return and market value of stocks, *Journal of Financial Economics* 38, 269-296.
- Basu, Sanjoy, 1977, The investment performance of common stocks in relation to their price-to-earnings: A test of the efficient markets hypothesis, *Journal of Finance* 32, 663-682.
- Baumol, William, 1959, *Business Behavior, Value, and Growth* (MacMillan, New York).
- Berger, Philip G., and Eli Ofek, 1995, Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Berle, Adolf, and Gardiner Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property* (Macmillan, New York).
- Bertrand, Marianne, and Sendhil Mullainathan, 1999a, Is there discretion in wage setting? *Rand Journal of Economics* 30, 535-554.
- Bertrand, Marianne, and Sendhil Mullainathan, 1999b Corporate governance and executive pay: Evidence from takeover legislation, Working paper, MIT.
- Bertrand, Marianne, and Sendhil Mullainathan, 2000, Enjoying the quiet life? Managerial behavior following anti-takeover legislation, Working paper, MIT.
- Bhagat, Sanjai, and B.S. Black, 1999, The uncertain relationship between board composition and firm performance, *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, eds. K. Hopt, M. Roe, and E. Wymeersch.
- Bhagat, Sanjai, and Richard H. Jefferis 1993, Is defensive activity effective?, Working paper (University of Colorado, Boulder, CO).
- Bittlingmayer, George, 2000, The market for corporate control (including takeovers), *Encyclopedia of Law and Economics, Vol. III – The Regulation of Contracts*, Edward Elgar.
- Borokhovich, Kenneth A., Kelly R. Brunarski, and Robert Parrino, 1997, CEO contracting and antitakeover amendments, *Journal of Finance* 52, 1495-1518.

- Borokhovich, Kenneth A, Robert Parrino, and Teresa Trapani, 1996, Outside Directors and CEO Selection, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 337-355.
- Brennan, Michael J., Tarun Chordia, and Avanidhar Subrahmanyam, 1998, Alternative factor specifications, security characteristics, and the cross-section of expected stock returns, *Journal of Financial Economics* 49, 345-375.
- Byrd, John, and Kent Hickman, 1992, Do outside directors monitor managers? *Journal of Financial Economics* 32, 195-221.
- Carhart, Mark, 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82.
- Comment, Robert, and G. William Schwert, 1995, Poison or Placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures, *Journal of Financial Economics* 39, 3-43.
- Core, John, 2000, The directors' and officers' insurance premium: An outside assessment of the quality of corporate governance, *Journal of Law, Economics, and Organization* 16, 449-477.
- Core, John E., Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, 1999, Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
- Center for Research in Security Prices, 2001, CRSP delisting returns.
- Daines, Robert, 2001, Does Delaware law improve firm value?, Forthcoming in the *Journal of Financial Economics*.
- Daines, Robert, and Michael Klausner, 2001, Do IPO charters maximize firm value? Antitakeover protection in IPOs, Forthcoming in the *Journal of Law, Economics, and Organization*.
- DeAngelo, Harry, and Edward M. Rice, 1983, Antitakeover charter amendments and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 11, 329-360.
- Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1993, Common risk factors in the returns on bonds and stocks, *Journal of Financial Economics* 33, 3-53.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1997, Industry costs of equity, *Journal of Financial Economics* 43, 153-194.

- Fama, Eugene F., and Michael Jensen, 1983a, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fama, Eugene F., and Michael Jensen, 1983b, Agency problems and residuals claims, *Journal of Law and Economics* 26, 327-349.
- Fama, Eugene F., and James D. MacBeth, 1973, Risk, return, and equilibrium: Empirical tests, *Journal of Political Economy* 81, 607-636.
- Gartman, Grant A., and Jack D. Isaacs, 1998, *Corporate Governance State by State: A guide to selected statutes*, Investor Responsibility Research Center.
- Garvey, Gerald T., and Gordon Hanka, 1999, Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage, *Journal of Finance* 54, 519-546.
- Gillan, Stuart, and Jennifer Bethel, 2001, Managerial control of the proxy process: the impact on shareholder voting, Working paper, Babson College.
- Gort, Michael, 1969, An economic disturbance theory of mergers, *Quarterly Journal of Economics* 83, 624-642.
- Hermalin, Benjamin, and Michael Weisbach, 1991, The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management* 20, 101-112.
- Holmstrom, Bengt, and Steven N. Kaplan, Corporate governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives* 15, 121-144.
- Ishii, Joy L., Corporate governance in the 1990s: New evidence on the role of shareholder proposals, Senior Honors Thesis, Harvard University.
- Jarrell, Gregg A., and Annette B. Poulsen, 1988, Shark repellents and stock prices: the effects of antitakeover amendments since 1980, *Journal of Financial Economics* 19, 127-168.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman, 1993, Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency, *Journal of Finance* 48, 65-91.
- Jensen, Michael, 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, Michael, and William Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

- Jensen, Michael, and Richard Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Johnson, Mark S., and Ramesh P. Rao, 1997, The impact of antitakeover amendments on corporate financial performance, *Financial Review* 32, 659-690.
- Kaplan, Steven N., and Luigi Zingales, 1997, Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics* 112, 169-216.
- Karpoff, Jonathan M., and Paul H. Malatesta, 1989, The wealth effects of second-generation state takeover legislation, *Journal of Financial Economics* 25, 291-322.
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1994, Contrarian investment, extrapolation, and risk, *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
- Lambert, Richard A., and David F. Larcker, 1985, Golden parachutes, executive decision-making and shareholder wealth, *Journal of Accounting and Economics* 7, 179-203.
- Lang, Larry H. P., and René M. Stulz, 1994, Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance, *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.
- Lang, Larry H. P., René M. Stulz, and Ralph A. Walkling, 1989, Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers, *Journal of Financial Economics* 24, 137-154.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 2000, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3-28.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 2001, Investor protection and corporate valuation, Working paper, Harvard University.
- Lewellen, Wilbur, Claudio Loderer, and Ahron Rosenfeld, 1985, Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms, *Journal of Accounting and Economics* 7, 209-231.
- Loughran, Tim, and Anand M. Vijh, 1997, Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?, *Journal of Finance* 52, 1765-1790.
- Marris, Robin, 1964, *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Free Press of Glencoe, Illinois.
- McGurn, Patrick S., 1989, *Confidential Proxy Voting*, Investor Responsibility Research Center Inc., Washington, D.C..

- Meulbroeck, Lisa K., Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin, Jeffrey M. Netter, and Annette B. Poulsen, 1990, Shark repellants and managerial myopia: An empirical test, *Journal of Political Economy* 98, 1108-1117.
- Mitchell, Mark L., and J. Harold Mulherin, 1996, The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, *Journal of Financial Economics* 41, 193-229.
- Mitchell, Mark L., and Erik Stafford, 2000, Managerial decisions and long-term stock price performance, *The Journal of Business* 73, 287-330.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1988a, Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers, in A. Auerbach, Ed.: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (University of Chicago Press, Chicago).
- Morck Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1988b, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1990, Do managerial objectives drive bad acquisitions?, *Journal of Finance* 45, 31-48.
- Palepu, Krishna G., 1986, Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis, *Journal of Accounting and Economics* 8, 3-55.
- Pinnell, Maria Carmen S., 2000, *State Takeover Laws*, Investor Responsibility Research Center, Washington, D.C.
- Pound, John, 1987, The effects of antitakeover amendments on takeover activity: Some direct evidence, *Journal of Law and Economics* 30, 353-367.
- Pugh, William M., Daniel E. Page, and John S. Jahera Jr., 1992, Antitakeover charter amendments: effects on corporate decisions, *Journal of Financial Research* 15, 57-67.
- Rau PR, and Theo Vermaelen, 1998, Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, 49, 223-253.
- Rosenbaum, Virginia, 1990, 1993, 1995, 1998, *Corporate Takeover Defenses* (several editions), Investor Responsibility Research Center, Washington, D.C.
- Shin, Hyun-Han, and René M. Stulz, 2000, Firm value, risk, and growth opportunities, NBER working paper #7808.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1986, Greenmail, white knights, and shareholder's interest, *Rand Journal of Economics* 17, 293-309.

- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1989, Management entrenchment: The case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics* 25, 123-140.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1990, Equilibrium short horizons of investors and firms, *American Economic Review* 80, 148-153.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 2001, Stock market driven acquisitions, Working paper, Harvard University.
- Shumway, Tyler, 1997, The delisting bias in CRSP data, *Journal of Finance* 52, 327-340.
- Stein, Jeremy C., 1988, Takeover threats and managerial myopia, *Journal of Political Economy* 96, 61-80.
- Stein, Jeremy C., 1989, Efficient markets, inefficient firms, a model of myopic firm behavior, *Quarterly Journal of Economics* 104, 655-669.
- Stein, Jeremy C., 2001, Agency, Information, and Corporate Investment, in *Handbook of the Economics of Finance*, George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, eds., Amsterdam, North-Holland.
- Stulz, Rene M, 1988, Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- Titman, Sheridan, K.C. John Wei, and Feixue Xie, 2001, Capital investments and stock returns, Working paper, University of Texas at Austin.
- Weisbach, Michael, 1988, Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.
- Williamson, Oliver, 1964, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Yermack, David, Higher market valuation for firms with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.

Table 1
Governance Provisions

This table presents the percentage of firms with each provision between 1990 and 1998. The data are drawn from the IRRC Corporate Takeover Defenses publications (Rosenbaum 1990, 1993, 1995, and 1998) and are supplemented by data on state takeover legislation coded from Pinnell (2000). See Appendix A for detailed information on each of these provisions. The sample consists of all firms in the IRRC research universe except those with dual class stock.

	Percentage of firms with governance provisions in			
	1990	1993	1995	1998
<i>Antigreenmail</i>	19.5	20.6	20.0	17.2
<i>Blank Check</i>	76.4	80.0	85.7	87.9
<i>Business Combination</i>	83.9	87.4	87.5	88.3
<i>Bylaws</i>	14.4	16.1	16.0	18.1
<i>Charter</i>	3.2	3.4	3.1	3.0
<i>Classified Board</i>	59.0	60.4	61.7	59.4
<i>Compensation Plans</i>	44.7	65.8	72.5	62.4
<i>Contracts</i>	16.4	15.2	12.7	11.7
<i>Control-Share Cash-Out</i>	4.1	3.7	3.6	3.2
<i>Cumulative Voting</i>	18.5	16.5	14.9	12.2
<i>Directors' Duties</i>	10.3	11.0	10.9	10.1
<i>Fair Price</i>	57.8	59.0	57.6	49.2
<i>Golden Parachutes</i>	53.1	55.5	55.1	56.6
<i>Indemnification</i>	40.9	39.6	38.7	24.4
<i>Liability</i>	72.3	69.1	65.6	46.8
<i>Pension Parachutes</i>	3.9	5.2	3.9	2.2
<i>Poison Pill</i>	53.9	57.4	56.6	55.3
<i>Secret Ballot</i>	2.9	9.5	12.2	9.4
<i>Severance</i>	13.4	5.5	10.3	11.7
<i>Silver Parachutes</i>	4.1	4.8	3.5	2.3
<i>Special Meeting</i>	24.5	29.9	31.9	34.5
<i>Supermajority</i>	38.8	39.6	38.5	34.1
<i>Unequal Voting</i>	2.4	2.0	1.9	1.9
<i>Written Consent</i>	24.4	29.2	32.0	33.1
Number of Firms	1357	1343	1373	1708

Table 2
Distribution and Composition of the Governance Index

This table provides sample statistics on the distribution of G , the Governance Index, over time. G is calculated from the 24 provisions listed in Table 1 as described in Section II. Appendix A gives detailed information on each provision. We divide the sample into ten portfolios based on the level of G and list the number of firms in each portfolio. The Shareholder Portfolio is composed of all firms where G is 5 or smaller, and the Management Portfolio contains all firms where G is 14 or greater.

	1990	1993	1995	1998
Governance Index				
Minimum	2	2	2	2
Mean	9.0	9.3	9.4	8.9
Median	9	9	9	9
Mode	10	9	9	10
Maximum	17	17	17	18
Standard Deviation	2.9	2.8	2.8	2.8
Number of Firms				
$G \leq 5$ (Shareholder Portfolio)	158	139	120	215
$G=6$	119	88	108	169
$G=7$	158	140	127	186
$G=8$	165	139	152	201
$G=9$	160	183	183	197
$G=10$	175	170	178	221
$G=11$	149	168	166	194
$G=12$	104	123	142	136
$G=13$	84	100	110	106
$G \geq 14$ (Management Portfolio)	85	93	87	83
Total	1357	1343	1373	1708

Table 3
The Largest Firms in the Shareholder and
Management Portfolios in 1990

This table presents the firms having the largest market capitalizations at the end of 1990 of all companies within the Shareholder Portfolio and the Management Portfolio. The Shareholder Portfolio is composed of all firms where the Governance Index, G , is 5 or smaller, and the Management Portfolio contains all firms where G is 14 or greater. The calculation of G is described in Section II. The companies are listed in descending order of market capitalization.

1990 Shareholder Portfolio			
	State of Incorporation	1990 Governance Index	1998 Governance Index
IBM	New York	5	6
Wal-Mart	Delaware	5	5
Du Pont de Nemours	Delaware	5	5
Pepsico	North Carolina	4	3
American International Group	Delaware	5	5
Southern Company	Delaware	5	5
Hewlett Packard	California	5	6
Berkshire Hathaway	Delaware	3	—
Commonwealth Edison	Illinois	4	6
Texas Utilities	Texas	2	4
1990 Management Portfolio			
	State of Incorporation	1990 Governance Index	1998 Governance Index
GTE	New York	14	13
Waste Management	Delaware	15	13
General Re	Delaware	14	16
Limited Inc	Delaware	14	14
NCR	Maryland	14	—
K Mart	Michigan	14	10
United Telecommunications	Kansas	14	—
Time Warner	Delaware	14	13
Rorer	Pennsylvania	16	—
Woolworth	New York	14	13

Table 4
1990 Financial Characteristics

This table gives descriptive statistics for the relationship of G with several financial and accounting measures. *Size* is market capitalization in millions of dollars at the end of July 1990. *YLD* equals the ratio of dividends (Compustat item 21) in fiscal year 1989 to market capitalization on December 31, 1989. Q is the ratio of the market value of assets to the book value of assets: the market value is calculated as the sum of the book value of assets (item 6) and the market value of common stock less the book value of common stock (item 60) and deferred taxes (item 74). The market value of equity is measured on December 31, 1989, and the accounting variables are measured in fiscal year 1989. *5-Year Return* is the return from August 1, 1985 through July 31, 1990. *SGROWTH* is the five-year sales growth (item 12) from fiscal year 1984 through fiscal year 1989. The first column gives the correlations for each of these variables with the Governance Index, G , in September 1990. The calculation of G is described in Section II. The second and third columns give means for these same variables within the original (1990) Shareholder and Management Portfolios. The Shareholder Portfolio is composed of all firms where G is 5 or smaller, and the Management Portfolio contains all firms where G is 14 or greater. The final column gives the difference of the two means with the t -statistic for the test of equal means in parentheses. Significance at the five-percent and one-percent levels is indicated by * and **, respectively.

	Correlation with G	Mean, Shareholder Portfolio	Mean, Management Portfolio	Difference
Q	-0.04	1.77	1.47	0.30* (2.10)
<i>Size</i>	0.01	\$1,978.7	\$1,784.7	194.0 (0.30)
<i>YLD</i>	0.03	4.20%	7.20%	-3.00% (-0.69)
<i>5-Year Return</i>	-0.01	90.53%	85.41%	5.12% (0.25)
<i>SGROWTH</i>	-0.08**	62.74%	44.78%	17.96% (1.83)

Table 5
Pooled Logit Regressions for Target Probability

This table presents the results of binary logit regressions where the dependent variable, *Target*, equals 1 if a company was the target in a completed merger during the calendar year and 0 otherwise. The explanatory variables are *G*, the Governance Index, *SIZE*, and *BM*. The calculation of *G* is described in Section II. *G* is lagged by one year, *SIZE* is market capitalization in millions of dollars at the end of the previous calendar year, and *BM* is the log of the ratio of book value (the sum of book common equity and deferred taxes) in the previous fiscal year to size at the end of the previous calendar year. Asymptotic z-statistics are reported in parentheses below the coefficients, and significance at the one-percent level is indicated by **.

	<i>Target</i>
<i>G</i>	0.01 (0.55)
<i>SIZE</i>	-0.27** (-6.43)
<i>BM</i>	-0.34** (-4.11)
Constant	-1.98** (-7.07)

Table 6
1990 and 1998 Industry Characteristics

This table summarizes the most prominent industries in the Shareholder and Management Portfolios in September 1990 and December 1998, first by percentage of firms (Panel A) and then by market capitalization as a percentage of the total portfolio size (Panel B). The Shareholder Portfolio is composed of all firms where the Governance Index, G , is 5 or smaller, and the Management Portfolio contains all firms where G is 14 or greater. The calculation of G is described in Section II. We match four-digit SIC codes to the 48 industries designated by Fama and French (1997).

Panel A							
Shareholder Portfolio				Management Portfolio			
1990		1998		1990		1998	
Trading:	11.1%	Business Services:	10.7%	Trading:	14.6%	Utilities:	9.0%
Utilities:	10.5%	Electronic Equipment:	7.6%	Retail:	11.0%	Trading:	7.7%
Business Services:	6.5%	Retail:	7.1%	Machinery:	7.3%	Retail:	6.4%
Insurance:	5.9%	Transportation:	6.6%	Consumer Goods:	4.9%	Consumer Goods:	5.1%
Retail:	5.9%	Trading:	5.6%	Petroleum & Natural Gas:	4.9%	Insurance:	5.1%
				Restaurants, Hotels & Motels:	4.9%	Machinery:	5.1%

Panel B							
Shareholder Portfolio				Management Portfolio			
1990		1998		1990		1998	
Computers:	22.4%	Retail:	18.6%	Trading:	23.3%	Communications:	25.3%
Retail:	14.2%	Banking:	13.9%	Retail:	14.5%	Chemicals:	8.3%
Utilities:	12.8%	Computers:	12.3%	Other:	13.5%	Trading:	7.6%
Chemicals:	9.9%	Trading:	11.6%	Petroleum & Natural Gas:	10.0%	Banking:	6.5%
Candy & Soda:	9.9%	Chemicals:	7.4%	Insurance:	5.2%	Insurance:	6.3%

Table 7**Performance-Evaluation Regressions for Governance Index Portfolio Returns**

We estimate four-factor regressions (equation 1 from the text) of value-weighted monthly returns for portfolios of firms sorted by G . The calculation of G is described in Section II. The first row contains the results when we use the portfolio that buys the Shareholder Portfolio ($G \leq 5$) and sells short the Management Portfolio ($G \geq 14$). The portfolios are reset in September 1990, July 1993, July 1995, and February 1998, which are the months after new data on G become available. The explanatory variables are $RMRF$, SMB , HML , and $Momentum$. These variables are the returns to zero-investment portfolios designed to capture market, size, book-to-market, and momentum effects, respectively. (Consult Fama and French (1993) and Carhart (1997) on the construction of these factors.) The sample period is from September 1990 through December 1999. t -statistics are reported in parentheses and significance at the five-percent and one-percent levels is indicated by * and **, respectively.

	α	$RMRF$	SMB	HML	$Momentum$
Shareholder-Management	0.71** (2.77)	-0.04 (-0.57)	-0.22* (-2.47)	-0.55** (-5.35)	-0.01 (-0.13)
$G \leq 5$ (Shareholder)	0.29* (2.16)	0.99** (25.44)	-0.24** (-5.09)	-0.21** (-3.83)	-0.05 (-1.59)
$G=6$	0.22 (1.23)	0.99** (19.41)	-0.18** (-2.96)	0.05 (0.69)	-0.08 (-1.83)
$G=7$	0.24 (1.29)	1.05** (19.45)	-0.10 (-1.59)	-0.14 (-1.90)	0.15** (3.07)
$G=8$	0.08 (0.56)	1.02** (25.15)	-0.04 (-0.76)	-0.08 (-1.48)	0.01 (0.18)
$G=9$	-0.02 (-0.15)	0.97** (28.21)	-0.20** (-4.90)	0.14** (2.93)	-0.01 (-0.39)
$G=10$	0.03 (0.28)	0.95** (29.46)	-0.17** (-4.35)	-0.00 (-0.02)	-0.08** (-2.85)
$G=11$	0.18 (1.11)	0.99** (21.69)	-0.14* (-2.52)	-0.06 (-0.95)	-0.01 (-0.23)
$G=12$	-0.25 (-1.69)	1.00** (24.06)	-0.11* (-2.20)	0.16** (2.69)	0.02 (0.63)
$G=13$	-0.01 (-0.08)	1.03** (24.77)	-0.21** (-4.15)	0.14* (2.40)	-0.08* (-2.13)
$G \geq 14$ (Management)	-0.42* (-2.24)	1.03** (19.30)	-0.02 (-0.30)	0.34** (4.58)	-0.05 (-0.98)

Table 8**Performance-Evaluation Regressions under Alternative Portfolio Construction**

This table presents the results of four-factor regressions for variations on the Shareholder minus Management Portfolio. The Shareholder Portfolio is composed of all firms where the Governance Index, G , is 5 or smaller, and the Management Portfolio contains all firms where G is 14 or greater. The calculation of G is described in Section II. The portfolios are reset in September 1990, July 1993, July 1995, and February 1998, which are the months after new data on G become available. The sample period is September 1990 to December 1999. The first row duplicates the results contained in the first row of Table 7, where the dependent variable is the difference of the value-weighted monthly returns to the Shareholder and Management Portfolios. In the second row, the monthly portfolio returns are equal-weighted. The remaining rows are value-weighted. The third row contains the results using industry-adjusted returns, with industry adjustments done using the 48 industries of Fama and French (1997). In the fourth row, portfolio returns are calculated maintaining the 1990 portfolios for the entire sample period. The fifth row shows the results of restricting the sample to firms incorporated in Delaware. In the sixth and seventh rows, the sample period is divided in half at April 30, 1995 and separate regressions are estimated for the first half and second half of the period (56 months each). The explanatory variables are $RMRF$, SMB , HML , and $Momentum$. These variables are the returns to zero-investment portfolios designed to capture market, size, book-to-market, and momentum effects, respectively. (Consult Fama and French (1993) and Carhart (1997) on the construction of these factors.) t -statistics are reported in parentheses and significance at the five-percent and one-percent levels is indicated by * and **, respectively.

	α	$RMRF$	SMB	HML	$Momentum$
Shareholder-Management, Value-Weighted	0.71** (2.77)	-0.04 (-0.57)	-0.22* (-2.47)	-0.55** (-5.35)	-0.01 (-0.13)
Equal-Weighted	0.45* (2.06)	-0.00 (-0.01)	0.23** (3.02)	-0.38** (-4.30)	-0.16** (-2.79)
Industry-Adjusted	0.47* (2.16)	-0.00 (-0.04)	-0.20** (-2.63)	-0.46** (-5.28)	-0.02 (-0.42)
1990 Portfolio	0.53* (2.18)	-0.09 (-1.35)	-0.05 (-0.55)	-0.36** (-3.65)	-0.03 (-0.42)
Delaware Portfolio	0.63 (1.88)	-0.06 (-0.66)	-0.26* (-2.24)	-0.46** (-3.41)	0.07 (0.78)
Early Half	0.45 (1.91)	-0.19* (-2.54)	-0.37** (-3.45)	-0.21* (-2.15)	-0.19** (-2.76)
Late Half	0.75 (1.85)	-0.02 (-0.21)	-0.22 (-1.87)	-0.77** (-4.87)	0.12 (1.31)

Table 9
Fama-MacBeth Regressions of Returns on the Governance Index
and its Components

Panel A of this table presents the average coefficients and time-series t -statistics for 112 cross-sectional regressions for each month from September 1990 to December 1999. The dependent variable is the stock return for month t . The results are presented using both raw and industry-adjusted returns, with industry adjustments done using the 48 industries of Fama and French (1997). In the first two columns, the sample is restricted to firms in either the Shareholder or Management Portfolios and we use the independent variable, *Shareholder Portfolio*, a dummy variable that equals 1 when the firm is in the Shareholder Portfolio and 0 otherwise. The Shareholder Portfolio is composed of all firms where the Governance Index, G , is 5 or smaller, and the Management Portfolio contains all firms where G is 14 or greater. The calculation of G is described in Section II. The third and fourth columns include all firms with data for all right-hand side variables and use G as an independent variable. *NASDUM* is a dummy variable equal to 1 if the firm trades on the Nasdaq Stock Market and 0 otherwise. *BM* is the log of the ratio of book value (the sum of book common equity and deferred taxes) in the previous fiscal year to size at the end of the previous calendar year. *SIZE* is the log of market capitalization in millions of dollars and *PRICE* is the log of the price, where both *SIZE* and *PRICE* are measured at the end of the second to last month. *NYDVOL* equals the log of the dollar volume of trading in a NYSE or AMEX security during the second to last month, and equals zero for all other securities. *NADVOL* is defined analogously for Nasdaq securities. *YLD* equals the ratio of dividends in the previous fiscal year to size at the end of the previous calendar year. *RET2-3* is the log of the compounded gross returns from months $t-3$ to $t-2$, and *RET4-6* and *RET7-12* are defined analogously for months $t-4$ to $t-6$ and months $t-7$ to $t-12$, respectively. *SGROWTH* is the five-year sales growth ending in the previous fiscal year. Appendix C lists the Compustat data items used for each of these variables. In Panel B, we regress monthly industry-adjusted returns on each governance provision (see Appendix A for detailed information about each provision) and the same controls. All regressions are estimated with weighted least squares where all variables are weighted by market value at the end of month $t-1$. Significance at the five-percent and one-percent levels is indicated by * and **, respectively.

Panel A:
Governance Index

	Raw	Industry- Adjusted	Raw	Industry- Adjusted
<i>Shareholder Portfolio</i>	0.88** (2.75)	0.72** (2.76)		
<i>G</i>			-0.04 (-1.12)	-0.02 (-0.95)
<i>NASDUM</i>	-9.24 (-1.41)	-10.83 (-1.76)	-0.88 (-0.13)	-0.18 (-0.03)
<i>BM</i>	0.12 (0.32)	0.18 (0.60)	0.00 (0.01)	0.15 (1.25)
<i>SIZE</i>	0.44 (1.18)	0.14 (0.46)	0.08 (0.31)	0.24 (1.50)
<i>PRICE</i>	0.26 (0.81)	0.40 (1.30)	0.28 (1.16)	0.19 (0.98)
<i>NYDVOL</i>	-0.49 (-1.42)	-0.16 (-0.55)	-0.06 (-0.23)	-0.26 (-1.40)
<i>NADVOL</i>	-0.01 (-0.02)	0.38 (1.03)	0.06 (0.13)	-0.19 (-0.67)
<i>YLD</i>	7.33 (0.50)	4.46 (0.38)	8.00 (0.77)	8.88 (1.29)
<i>RET2-3</i>	-1.55 (-0.65)	-2.10 (-1.19)	-0.46 (-0.32)	-0.91 (-0.86)
<i>RET4-6</i>	-2.06 (-1.01)	-1.46 (-1.01)	-0.47 (-0.35)	-0.54 (-0.57)
<i>RET7-12</i>	0.17 (0.13)	-1.69 (-1.66)	2.36* (2.36)	0.74 (1.13)
<i>SGROWTH</i>	0.62 (1.30)	0.30 (0.69)	-0.00 (-0.00)	0.04 (0.23)
Constant	1.92 (0.59)	-1.11 (-0.40)	0.09 (0.04)	0.50 (0.28)

Panel B
Individual Provisions

	Industry-Adjusted Monthly Return	
<i>Antigreenmail</i>	-0.07 (-0.40)	<i>Severance</i> -0.03 (-0.14)
<i>Business Combination</i>	0.12 (0.47)	<i>Silver Parachutes</i> -0.52* (2.08)
<i>Bylaws</i>	-0.19 (-0.95)	<i>Special Meeting</i> -0.10 (-0.66)
<i>Blank Check</i>	0.10 (0.37)	<i>Supermajority</i> -0.12 (-0.66)
<i>Charter</i>	-0.13 (-0.44)	<i>Unequal Voting</i> -0.36 (-0.70)
<i>Classified Board</i>	0.01 (0.06)	<i>Written Consent</i> 0.15 (1.19)
<i>Compensation Plans</i>	0.12 (0.73)	<i>NASDUM</i> -2.08 (-0.50)
<i>Contracts</i>	-0.07 (-0.35)	<i>BM</i> 0.15 (1.22)
<i>Control Share Cashout</i>	0.15 (0.58)	<i>SIZE</i> 0.18 (1.04)
<i>Cumulative Voting</i>	-0.14 (-0.62)	<i>PRICE</i> -0.03 (-0.30)
<i>Directors' Duties</i>	-0.10 (-0.34)	<i>NYDVOL</i> -0.12 (-0.73)
<i>Fair Price</i>	0.07 (0.50)	<i>NADVOL</i> 0.02 (0.09)
<i>Golden Parachutes</i>	-0.11 (-0.69)	<i>YLD</i> 2.70 (0.55)
<i>Indemnification</i>	0.16 (1.43)	<i>RET2-3</i> -0.07 (-0.07)
<i>Liability</i>	-0.03 (-0.14)	<i>RET4-6</i> 0.46 (0.52)
<i>Pension Parachutes</i>	-0.40 (-1.26)	<i>RET7-12</i> 1.38* (2.29)
<i>Poison Pill</i>	-0.16 (-0.96)	<i>SGROWTH</i> 0.12 (0.79)
<i>Secret Ballot</i>	-0.09 (-0.63)	Constant -0.97 (-0.64)

Table 10
Fama-MacBeth Regressions of Q on the Governance Index

This table presents regressions of Tobin's Q on the Governance Index, G , and control variables. The calculation of G is described in Section II. Q is the ratio of the market value of assets to the book value of assets: the market value is calculated as the sum of the book value of assets and the market value of common stock less the book value of common stock and deferred taxes. The market value of equity is measured at the end of the current calendar year and the accounting variables are measured in the current fiscal year. In the first two columns, the explanatory variables are G , a dummy variable for incorporation in Delaware, and control variables. The third column restricts the sample to Delaware firms and includes G and the controls as explanatory variables. We include as controls the log of assets in the current fiscal year, the log of firm age measured in months as of December of each year, and industry dummy variables. We create industry dummies by matching the four-digit SIC codes from December of each year to the 48 industries designated by Fama and French (1997). The coefficients on the controls and the constant are suppressed from the table. The coefficients and t -statistics from each annual cross-sectional regression are reported in each row, and the time-series averages and time-series t -statistics are given in the last row. * and ** indicate significance at the five-percent and one-percent levels, respectively.

	All Firms		Delaware Firms
	G	<i>Delaware</i>	G
1990	-0.024** (-3.071)	0.057 (1.253)	-0.034** (-2.732)
1991	-0.036** (-2.910)	0.005 (0.065)	-0.044* (-2.235)
1992	-0.033** (-3.275)	0.002 (0.037)	-0.041* (-2.470)
1993	-0.035** (-3.222)	-0.087 (-1.368)	-0.031* (-2.152)
1994	-0.025** (-2.828)	-0.067 (-1.310)	-0.024* (-1.981)
1995	-0.032** (-2.670)	-0.062 (-0.941)	-0.021 (-1.376)
1996	-0.021 (-1.751)	-0.091 (-1.360)	-0.015 (-0.975)
1997	-0.012 (-0.867)	-0.113 (-1.467)	-0.010 (-0.525)
1998	-0.052* (-2.545)	-0.078 (-0.693)	-0.060* (-1.980)
1999	-0.089** (-3.124)	-0.033 (-0.207)	-0.109** (-2.538)
Mean	-0.036** (-5.243)	-0.047* (-2.774)	-0.039** (-4.285)

Table 11**Fama-MacBeth Regressions of Operating Measures on the Governance Index**

This table gives the results of annual median (least absolute deviation) regressions for net profit margin, return on equity, and sales growth on the Governance Index, G , measured in the previous year, and BM . The calculation of G is described in Section II. Net profit margin is the ratio of income before extraordinary items available for common equity to sales; return on equity is the ratio of income before extraordinary items available for common equity to the sum of the book value of common equity and deferred taxes; BM is the log of the ratio of book value (the sum of book common equity and deferred taxes) in the previous fiscal year to size at the close of the previous calendar year. Each dependent variable is net of the industry median, which is calculated by matching the four-digit SIC codes of all firms in the CRSP-Compustat merged database in December of each year to the 48 industries designated by Fama and French (1997). The coefficients and t -statistics from each annual cross-sectional regression are reported in each row, and the time-series averages and time-series t -statistics are given in the last row. Constants are suppressed from the table. Significance at the five-percent and one-percent levels is indicated by * and **, respectively. All coefficients are multiplied by 1000.

	Net Profit Margin		Return on Equity		Sales Growth	
	G	BM	G	BM	G	BM
1991	-0.70 (-1.79)	-40.7** (-26.6)	-1.19* (-1.99)	-84.8** (-36.3)	-2.30 (-1.67)	-31.4** (-5.8)
1992	-0.52 (-0.89)	-42.0** (-17.8)	0.42 (0.69)	-89.5** (-36.3)	-1.43 (-1.35)	-28.7** (-6.7)
1993	-0.76 (-1.57)	-36.9** (-17.7)	-0.34 (-0.43)	-86.3** (-25.1)	-3.35** (-2.87)	-17.8** (-3.6)
1994	-0.83 (-1.71)	-32.7** (-15.3)	-1.07 (-1.75)	-89.6** (-33.1)	-2.71* (-2.45)	-17.2** (-3.5)
1995	-0.72 (-1.07)	-29.7** (-10.4)	-1.39 (-1.86)	-87.4** (-27.3)	-0.89 (-0.52)	-14.3* (-2.0)
1996	-0.43 (-1.07)	-32.3** (-19.6)	0.90 (1.38)	-95.2** (-35.7)	-2.44 (-1.76)	-22.5** (-4.0)
1997	0.21 (0.38)	-33.3** (-14.5)	0.66 (0.82)	-95.6** (-28.5)	0.01 (0.00)	-21.7** (-3.2)
1998	-0.73 (-1.16)	-35.9** (-13.9)	-1.28 (-1.27)	-101.8** (-24.3)	-1.45 (-0.97)	-12.5* (-2.0)
1999	-1.27* (-2.18)	-36.5** (-18.7)	0.93 (1.11)	-91.8** (-32.0)	-0.52 (-0.27)	-40.7** (-6.3)
Mean	-0.64** (-4.86)	-35.5** (-26.5)	-0.26 (-0.79)	-91.3** (-50.8)	-1.68** (-4.56)	-23.0** (-7.5)

Table 12**Fama-MacBeth Regressions of Investment Measures on the Governance Index**

This table presents the results of annual median (least absolute deviation) regressions of CAPEX/assets and CAPEX/sales on the Governance Index, G , measured in the previous year, and BM . CAPEX is capital expenditures, and BM is the log of the ratio of book value (the sum of book common equity and deferred taxes) in the previous fiscal year to size at the close of the previous calendar year. Both dependent variables are net of the industry median, which is calculated by matching the four-digit SIC codes of all firms in the CRSP-Compustat merged database in December of each year to the 48 industries designated by Fama and French (1997). The coefficients and t -statistics from each annual cross-sectional regression are reported in each row, and the time-series averages and time-series t -statistics are given in the last row. Constants are suppressed from the table. Significance at the five-percent and one-percent levels is indicated by * and **, respectively. All coefficients are multiplied by 1000.

	CAPEX/Assets		CAPEX/Sales	
	G	BM	G	BM
1991	1.32** (4.92)	-13.10** (-12.59)	0.70* (2.23)	-8.24** (-6.75)
1992	0.42 (1.21)	-10.63** (-7.68)	0.54 (1.53)	-4.56** (-3.24)
1993	0.81* (2.19)	-9.41** (-5.92)	0.09 (0.27)	-4.93** (-3.38)
1994	0.51 (1.58)	-9.48** (-6.64)	-0.07 (-0.18)	-3.72* (-2.26)
1995	0.35 (0.91)	-11.29** (-6.91)	0.32 (0.82)	-6.06** (-3.64)
1996	0.75 (1.95)	-8.64** (-5.50)	0.31 (0.94)	-6.51** (-4.81)
1997	0.74* (2.21)	-13.63** (-9.77)	0.70 (1.77)	-5.61** (-3.41)
1998	0.80* (2.14)	-8.58** (-5.62)	0.37 (1.07)	-5.17** (-3.62)
1999	-0.15 (-0.40)	-6.66** (-5.03)	-0.32 (-0.85)	-2.29 (-1.80)
Mean	0.62** (4.57)	-10.16** (-13.58)	0.30* (2.57)	-5.23** (-9.26)

Table 13
Acquisitions Summary Statistics

This table presents summary statistics on acquisitions in the Shareholder and Management portfolios and in the entire sample. The data on acquisitions are from the SDC database. The Shareholder Portfolio is composed of all firms where the Governance Index, G , is 5 or smaller, and the Management Portfolio contains all firms where G is 14 or greater. The calculation of G is described in Section II. Acquisition Ratio is defined as the sum of the value of all corporate acquisitions during a calendar year scaled by the average of market value at the beginning and end of the year. The figures are in bold when the means from the Shareholder and Management Portfolios are significantly different from each other at the five-percent level.

	Average Number of Acquisitions			Average Acquisition Ratio		
	Shareholder Portfolio	Management Portfolio	All firms	Shareholder Portfolio	Management Portfolio	All firms
1991	0.37	0.55	0.64	0.82%	1.34%	1.96%
1992	0.41	0.69	0.65	1.22%	0.91%	2.65%
1993	0.55	0.72	0.81	1.65%	3.84%	2.56%
1994	0.57	0.98	0.93	2.03%	1.37%	2.94%
1995	0.61	1.22	1.14	3.62%	3.53%	4.42%
1996	0.57	1.17	1.07	1.03%	8.14%	4.76%
1997	0.68	1.13	1.10	4.06%	8.10%	5.10%
1998	1.13	1.59	1.36	4.09%	10.01%	6.93%
1999	0.90	1.33	1.10	6.49%	7.10%	6.46%
Mean	0.64	1.04	0.98	2.78%	4.93%	4.20%

Table 14**Fama-MacBeth Regressions of Acquisition Ratio on the Governance Index**

This table presents annual Tobit regressions of the *Acquisition Ratio* on the Governance Index, *G*, measured in the previous year, *SIZE*, *BM*, and industry dummy variables. The calculation of *G* is described in Section II. *Acquisition Ratio* is defined as the sum of the value of all corporate acquisitions during a calendar year scaled by the average of market value at the beginning and end of the year. The data on acquisitions are from the SDC database. *SIZE* is the log of market capitalization at the end of the previous calendar year and *BM* is the log of the ratio of book value (the sum of book common equity and deferred taxes) in the previous fiscal year to size at the end of the previous calendar year. Industry dummy variables are created by matching the four-digit SIC codes of all firms in the CRSP-Compustat merged database in December of each year to the 48 industries designated by Fama and French (1997). The coefficients and asymptotic z-statistics from each annual cross-sectional regression are reported in each row, and the time-series averages and time-series t-statistics are given in the last row. The coefficients on the industry dummies are suppressed. Significance at the five-percent and one-percent levels is indicated by * and **, respectively. All coefficients are multiplied by 100.

	<i>G</i>	<i>SIZE</i>	<i>BM</i>
1991	0.51 (1.08)	4.20** (4.35)	1.46 (0.652)
1992	0.10 (0.20)	1.58 (1.49)	-1.86 (-0.73)
1993	0.70 (1.26)	1.25 (1.10)	-0.87 (-0.31)
1994	0.75 (1.56)	2.95** (2.96)	-0.48 (-0.19)
1995	0.41 (0.94)	3.17** (3.38)	1.89 (0.80)
1996	1.33* (2.23)	5.83** (4.80)	0.37 (0.12)
1997	0.99* (1.96)	6.00** (5.58)	4.65 (1.68)
1998	1.47 (1.95)	3.01* (2.01)	-2.59 (-0.69)
1999	0.84 (1.14)	9.01** (5.64)	0.45 (0.13)
Mean	0.79** (5.45)	4.11** (5.01)	0.34 (0.46)