



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير  
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

# مجلة البحوث الإدارية

## Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُدكّمة - دورية ربع سنوية

للسنة الأربعين

Vol. 40, No.4; Oct. 2022

عدد أكتوبر 2022



[jso.journals.ekb.eg](http://jso.journals.ekb.eg)

رئيس مجلس الإدارة  
أ.د. محمد حسن عبد العظيم  
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

رئيس التحرير  
أ.د. أحمد سمير رشدي  
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

ISSN : 1110-225X

# أثر هيكل الملكية في الأداء المالي وقيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري

دكتور

**محمد محمود عبد العليم**

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

دكتور

**أحمد سمير العدل**

دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

## الملخص باللغة العربية:

استهدفت الدراسة استكشاف أثر هيكل الملكية في الأداء المالي وقيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضيتها تم الاعتماد على التحليل المالي للقوائم المالية وإيضاحاتها لجمع البيانات والمعلومات، وبلغت عينة الدراسة (36) شركة ممثلة لمجتمع الدراسة، تحتوي على (8) قطاعات أعمال مختلفة بالسوق المصري خلال الفترة الممتدة من 2015 وحتى 2020، ولاختبار درجة التأثير؛ فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط معنوي إحصائي بين هيكل الملكية والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية، ووجود تأثير معنوي لهيكل الملكية في القيمة السوقية في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية.

## الكلمات المفتاحية:

هيكل الملكية، الأداء المالي، القيمة السوقية، الحوكمة، الهيكل التمويلي، سوق المال.

### **The Abstract:**

The study aimed to explore the impact of ownership structure on financial performance and enterprise value by applying it to companies registered in the Egyptian stock market. To achieve the objectives of the study and test its hypothesis, we relied on the financial analysis of the financial statements and their explanations to collect data and information. The study sample was (36) companies representative of the study population, containing (8) different business sectors in the Egyptian market during the period from 2015 to 2020, and to test the degree of influence; Multiple regression analysis was used. The study found that there is a statistically significant relationship between ownership structure and economic value added (EVA) in companies registered in the Egyptian Stock Market, and that there is a statistical relationship between ownership structure and market value in companies registered in the Egyptian Stock Market.

**Key words:** Ownership structure, financial performance, market value, governance, financing structure, capital market.

# أثر هيكل الملكية في الأداء المالي وقيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري

دكتور

**محمد محمود عبد العليم**

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

دكتور

**أحمد سمير العدل**

دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

## أولاً: مقدمة

يُصور هيكل الملكية (Ownership structure) تفويض وإسناد السلطة وحقوق الإدارة من مالكي الشركة إلى الأفراد داخل المنظمة لإدارتها. إن مكونات نظام التشغيل لها تأثير كبير في كيفية نجاح الشركة في تحقيق أهدافها وتحقيق أقصى قدرٍ من ثروة المساهمين وقيمتهم. فالمنظمات لديها العديد من الأهداف القصيرة والطويلة الأجل التي تحاول تحقيقها. بشكل عام، تدور الأهداف قصيرة الأجل حول تحقيق عوائد إيجابية خلال إطار زمني محدد، في حين تهتم الأهداف طويلة الأجل بتعظيم قيمة المنشأة مع تلبية توقعات المساهمين (Rusyda 2018). أشار (Ullah 2017) إلى أن تركيز ملكية الشركة يؤثر بشكلٍ كبير في قدرة المديرين على استخدام الموارد المالية بشكلٍ فعال في الأنشطة التي تمكن من تحقيق الأهداف المحددة مسبقاً. علاوة على ذلك، وثق المؤلفون أن إساءة استخدام الأموال الناتجة عن سوء المراقبة يشكل عواقب وخيمةً على قيمة الشركة.

ترتبط قيمة الشركة بشكلٍ فعال بالإدارة ونظام التشغيل. وفي هذا الصدد، تبين أن التحسن في نظام التشغيل الفعال يؤدي إلى نمو ملحوظ وتحسين في الالتزامات المالية، مما يُسهم في النهاية في زيادة قيمة الشركة. قدمت الأدلة التجريبية من الأبحاث السابقة نتائج

غير حاسمة (Almudehki and Zeitun 2012) (Eulaiwi, Al-Hadi et al. 2016) (Rusyda 2018).

توصلت دراسة (Globerman, Peng et al. 2011) إلى عدم وجود تأثير معنوي كبير لملكية الشركات في الأداء المالي، وهو ما يعزوه إلى ضعف الأنظمة القانونية والملكية المركزية واحتفاظ الأسرة بالملكية. في حين توصلت دراسة (Singam 2003) إلى أن الدرجة العالية من تركيز الملكية تؤثر سلباً في إجراءات حوكمة الشركات، مما يؤثر بدوره في الأداء المالي. كما توصلت دراسة (Morck, Wolfenzon et al. 2005) إلى أن تركيز الملكية يُعيق التنفيذ الفعال لحوكمة الشركات بسبب الصراعات بين المساهمين. أما دراسة (Al-Ahdal, Alsamhi et al. 2020) توصلت إلى أن المساهمين الذين لديهم حصة مسيطرة كبيرة لهم تأثير كبير في قرارات المنظمة ويعطون الأولوية لمصالحهم الشخصية على مصالح المساهمين الآخرين ويقوضون مصالح مساهمي الأقلية. تُعد ملكية الشركات آلية إدارية مهمة تمت دراستها على نطاق واسع في مجالات مختلفة، مثل: الاقتصاد وإدارة الأعمال والتمويل، وقد تم فحصها في كلٍ من الاقتصادات المتقدمة (Ducassy, Montandrou et al. 2015) والاقتصادات النامية (Abdallah, Ismail et al. 2017) (Yahaya 2018).

وجدير بالذكر أن هيكل الملكية يُعد من أهم العوامل التي تؤثر وتقلل من حدة مشكلات الوكالة في الشركة؛ فمثلاً تركيز الملكية قد يخفف من الضغط على المديرين من قبل المستثمرين الخارجيين والجهات الأخرى التي تمارس المساءلة (Carney and practice 2005)، وتركز على الأداء المالي من خلال المؤشرات المالية لقياس تحقيق الأهداف وكفاءة استخدام الموارد المالية التي تعتمد عليها الشركات؛ بغرض الاستثمار في مختلف المجالات وتوضيح إلى أي حد قدرة الشركة على توليد إيرادات من الأنشطة المختلفة التشغيلية والرأسمالية وتحقيق فائض من هذه الأنشطة (Vallejo-Alonso, García-) (Merino et al. 2015). وفي شركات المساهمة يساعد هيكل الملكية على تحديد

الأطراف الحاكمة في الشركة وتعتبر عنها نسبة حملة الأسهم الذين لديهم قوة التأثير في سياسات واستراتيجيات المؤسسة، وهناك عدد من أنواع هيكل الملكية في المنشأة تختلف في الاتجاهات والسلوك والتي تصبغ الشركة بصبغة حكومية أو مملوكة للدولة أو شركات أجنبية أو شركات محلية (Barako, Tower et al. 2007). ويعد هيكل الملكية إحدى آليات الحوكمة في الشركات، الذي يُعد أداة رقابية على الإدارة التنفيذية في تلك الشركات. ومما لاشك فيه أن العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي تعد علاقة مهمة في تأثيرها في مصالح الأطراف المهمة في الشركات، حيث إنها تؤدي دورًا مهمًا في الاقتصاد القومي وتحقيق الاستدامة والتنمية الشاملة.

إن العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي يُعد من الأمور المهمة والموضوعات التي اهتم بها الأكاديميون ورجال الأعمال في السوق. حيث تُعد مفتاح الكفاءة الخاصة بالحوكمة، بالإضافة إلى استخدام هياكل ملكية مختلفة تسمح بتقدير أفضل من الأداء المالي في الشركات (Hua and Zin 2007).

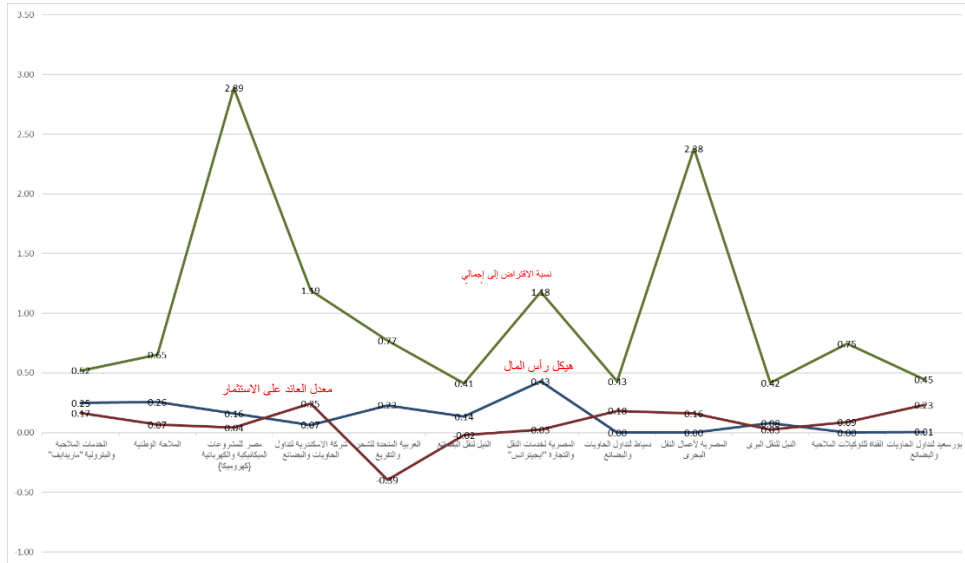
بالاعتماد على ما سبق؛ فإن البحث سوف يدرس أثر هيكل الملكية في الأداء المالي وقيمة المنشأة، وذلك بالتطبيق على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري، وذلك لأهمية تلك العلاقة، وكذلك لملاحظة الباحث إلى ندرة الدراسات السابقة في الحقل.

### ثانيًا: مشكلة البحث

تُعد هياكل الملكية من السمات المميزة المركزية للأنظمة المالية. كما أن العلاقة بين هيكل الملكية وأداء وقيمة المنظمة كانت موضوع نقاش مهم ومستمر في أدبيات تمويل الشركات. يعود هذا النقاش إلى Berle and Means, 1932 ، اللذان وجدوا علاقة عكسية بين تشتت الملكية وأداء الشركة. وقد تم التشكيك في هذه الفكرة بعد ذلك من قبل Demsetz, 1983 الذي ادّعى أن هيكل ملكية الشركة من المفترض أن يكون نتيجة داخلية للقرارات التي تعكس تأثير المساهمين وتداول الأسهم في السوق.

ومع ذلك، فإن غالبية المؤلفات المتعلقة بالملكية المؤسسية وتركز الملكية وتأثيرهما في أداء وقيمة المنظمة لا تتناول إلا الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الناشئة الكبيرة. في حين تجاهلت الأدبيات الاقتصادات الناشئة الصغيرة مثل مصر. وتسد هذه الدراسة جزءاً من هذه الفجوة من خلال دراسة تأثير أبعاد هيكل الملكية (تركز الملكية، ملكية المستثمر الأجنبي، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الحكومية) في الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري.

سعيًا لتحديد مشكلة الدراسة قام الباحث بإجراء دراسة استطلاعية لاستكشاف الأداء المالي وهيكل الملكية في بعض الشركات محل الدراسة وذلك كما هو واضح في الشكل التالي:



شكل رقم (1)

### متوسط الأداء المالي لعينة من شركات الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث نتيجة لتحليل القوائم المالية للشركات محل الدراسة

يتضح من الشكل السابق أن هناك تذبذب مستمر في معدل العائد على الأصول حيث تتذبذب نسبته من منظمة إلى أخرى وكذلك في المنظمة الواحدة، ويتضح أيضاً من الشكل السابق أن هناك العديد من المنظمات يرتفع فيها معدل هيكل رأس المال والاعتماد على الديون في حين هناك العديد من المنظمات ينخفض في معدل الديون، كما يتضح من الشكل السابق بذبذب نسبة الديون إلى إجمالي الأصول بشكل كبير. ويرى الباحث أن انخفاض وتذبذب متوسط العائد على الاستثمار وهيكل رأس المال والديون إلى إجمالي الأصول بالشركات محل الدراسة قد يرجع إلى سياسات التمويل بالمنظمة، الأمر الذي نتج عنه عدم استقرار النتائج بالشركات محل الدراسة.

يرى الباحث أن مشكلة البحث يمكن بلورتها في محورين يمكن صياغتهما بشكلٍ محدد على النحو الآتي:

- هل يؤثر هيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المساهمة المصرية؟
  - هل يؤثر هيكل الملكية في قيمة المنشأة للشركات المساهمة المصرية؟
- إن الإجابة عن هذه التساؤلات سوف تؤدي إلى إيجاد حلول لمعالجة القصور في تحليل مضمون وأساليب تقييم الأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية؛ كما أنه لا بد من الإجابة بوضوح عن أثر هيكل الملكية والأداء المالي والقيمة في تلك الشركات وأبعاد ومستويات هذه العلاقة.

#### ثالثاً: فروض البحث

- هناك تأثير معنوي لهيكل الملكية والأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية.
- هناك تأثير معنوي لهيكل الملكية وقيمة المنشأة في الشركات المساهمة المصرية.

#### نماذج اختبار فروض الدراسة:



قام الباحث بتوصيف النماذج الآتية لاختبار التأثير بين متغيرات الدراسة، وذلك في ضوء فروض البحث على النحو الآتي:

#### - النموذج الأول لاختبار الفرض الأول:

ينص على أنه: " هناك تأثير معنوي لهيكل الملكية والأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية".

$$EVA = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 GO_{it} + \beta_5 FS_{it} + \beta_6 DEBTR_{it} + E_{it}$$

#### - النموذج الثاني لاختبار الفرض الثاني:

ينص على أنه: " هناك تأثير معنوي لهيكل الملكية وقيمة المنشأة في الشركات المساهمة المصرية".

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 MO_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 GO_{it} + \beta_5 FS_{it} + \beta_6 DEBTR_{it} + E_{it}$$

#### رابعاً: هدف البحث

مع النتائج المتباينة التي تم التوصل إليها في الأبحاث السابقة؛ جنباً إلى جنب مع الدراسات القليلة في أدبيات هذا المجال من التمويل في دولة نامية مثل مصر - فإن الأهداف الرئيسية للدراسة هي:

- تقييم تأثير متغيرات هيكل الملكية (تركز الملكية، ملكية المستثمر الأجنبي، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الحكومية) في الأداء المالي للشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري.
- تقييم تأثير متغيرات هيكل الملكية (تركز الملكية، ملكية المستثمر الأجنبي، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الحكومية) في قيمة الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري.
- الوقوف على أفضل توليفة من متغيرات هيكل الملكية (تركز الملكية، ملكية المستثمر الأجنبي، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الحكومية)؛

تساعد القائمين على اتخاذ القرار في تحسين أداء وقيمة الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري.

#### خامساً: أهمية البحث

هناك نقاش عام في الأدبيات حول تأثير الملكية المؤسسية وتركز الملكية على تقلبات الأسهم. ستسهم هذه الدراسة في النقاش حول الأدبيات من خلال دراسة تأثير الملكية المؤسسية وتركز الملكية في عوائد الأسهم والتقلبات والسيولة في مصر بحسبانها واحدة من الأسواق الناشئة الصغيرة التي تم بحثها قليلاً في الأدبيات. علاوة على ذلك، توسع هذه الدراسة تحليل (السيد، 2018) من خلال تحليل نوع الملكية إلى شركات التأمين وجمعيات الموظفين والإدارة العليا والأفراد والبنوك العامة والخاصة والحيازات والشركات واستخدام العوائد والمخاطر المسبقة.

تُعد مصر اقتصاداً صغيراً ناشئاً يختلف عن الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الاقتصادات المتقدمة، وهذه الاختلافات مهمة. فالنظام القانوني في الاقتصادات المتقدمة؛ يحدد الهياكل والممارسات المالية الراسخة ويشكل سن قانون الشركات. بالنسبة للدول الناشئة الصغيرة، تحكم البيئة التشريعية أسواق الأوراق المالية وتتأثر بالقانون المدني الفرنسي. تتمتع دول القانون العام عموماً بالأقوى، بينما تتمتع دول القانون المدني الفرنسي، مثل دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، بأضعف حماية قانونية للمستثمرين. تشير الدراسات الحديثة لحوكمة الشركات إلى أن المواقع الجغرافية، والنظام الضريبي، ومستوى التنمية الصناعية، والاختلافات الثقافية إلى جانب عوامل أخرى يمكن أن تؤثر في هيكل الملكية، وبالتالي تؤثر في أداء الشركة (مسمح، 2018). ومن غير المعروف ما إذا كانت الاختلافات الحالية في الهيكل المؤسسي والهيئة التنظيمية والنظام التشريعي تترجم أيضاً إلى اختلافات في درجة تأثير هيكل الملكية وأداء الشركة.

يكتسب هذا البحث أهميةً من زاويتين، هما:

- الأهمية العلمية: في ضوء ما استقر عليه الفكر الاقتصادي والتمويلي وهو أهمية أساليب تقييم الأداء المالي وأصبح من الأهمية معرفة المتغيرات التي تؤثر في هيكل وتركيب الأداء المالي وتدرجه من البساطة إلى التعقيد. ومن هنا كان ضرورة للوقوف على العوامل الأساسية المؤثرة في أداء وقيمة المنظمة ومن أهم تلك المتغيرات هو طبيعة هيكل الملكية.
- الأهمية العملية: يسعى البحث إلى الوصول لدليل تطبيقي على طبيعة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي وقيمة المنشأة في شركات المساهمة المصرية؛ حتى تصبح للمنشأة دورًا مؤثرًا في التعامل مع السياقات التنافسية المختلفة. كما تقدم هذه الدراسة إسهامين للفكر التمويلي، وهما:

الأول: دراسة تعطي دليلًا تطبيقيًا عن الأثر التفاعلي بين هيكل الملكية وآليات الحوكمة في الأداء المالي وقيمة المنظمة.

الثاني: يعطي الدراسة فهما أدق من الأبحاث السابقة عن هيكل الملكية لبيان أن هناك منشآت معينة ذات هياكل معينة تؤثر بصورة إيجابية في الأداء المالي وقيمة المنشأة وأخرى قد يكون الحل في تغيير هيكل الملكية لتحسين الأداء المالي.

#### سادسًا: حدود البحث

هناك عدد من الاعتبارات التي تمثل حدودًا فاصلة لهذا البحث عن غيره من الأبحاث من ناحية، وفي ضوء هدف ومنهجية البحث من ناحية ثانية ولاعتبارات المنافسة بين الشركات من ناحية ثالثة ويمكن إيضاح هذه الحدود فيما يأتي:

1- الحدود المكانية: يقتصر هذا البحث على الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

2- الحدود الزمنية: يتم إجراء البحث خلال الفترة من 2015 إلى 2020، أي لمدة 6 سنوات للوقوف على أثر هيكل الملكية في الأداء المالي وقيمة المنشأة. وقد تم اختيارها بناءً على عدة معايير تتمثل فيما يأتي:

- استبعاد قطاع البنوك والمؤسسات المالية؛ لأن هذه الشركات لها قواعد ومعايير خاصة بها تختلف عن الشركات الأخرى.
- استبعاد الشركات التي لا تتوافر تقارير مجلس إدارتها، وذلك لأهمية تقرير مجلس الإدارة كجزء من التقرير المالي وكمصدرٍ أساسي لتحديد هياكل الملكية.

سابقًا: خطة البحث

1/7 الإطار المفاهيمي للدراسة:

1/1/7 تركيز الملكية (OC) وعلاقته بالأداء المالي  
وقيمة المنشأة:

يعني تركيز الملكية: مدى توزيع الملكية على مجموعات المستثمرين، فقد تمتلك مجموعة أو عدة مجموعات جزءًا كبيرًا من الملكية، وقد يكون تركيز الملكية بيد مستثمر فرد أو مجموعة من الأفراد ينتمون إلى عائلة معينة أو وحدة اقتصادية بغض النظر عن طبيعة نشاطها (يوسف، 2012). ويُعد تركيز الملكية من أهم الأساليب التي تساعد على حل المشكلات المصحوبة بالملكية المشتتة، وغالبًا ما يتمكن المستثمرون من السيطرة على عمل الشركة والتأثير في القرارات الإدارية؛ من خلال امتلاكهم حصة كبيرة من الأسهم العادية القابلة للتصويت تمنحهم حق المشاركة في قرارات الإدارة والرقابة على تصرفاتها (الفتلاوي وناجي، 2011).

استهدفت دراسة (Ozili and Uadiale 2017) تقييم ما إذا كان تركيز الملكية يؤثر في ربحية المنظمة في الدول النامية، وتوصلت الدراسة إلى أن التركيز العالي للملكية يؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمار. واستهدفت دراسة (Al-Matari, Al-Matari et al. 2017) الوقوف على التأثير المباشر لتركيز الملكية والملكية الإدارية في أداء وقيمة المنظمة، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين تركيز الملكية والعائد على الأصول.

أما دراسة (Sulong, Nor et al. 2010) فاستهدفت فحص كيف أثرت سياسات توزيع الأرباح، والأنواع المختلفة من أنظمة التشغيل، وحوكمة مجلس الإدارة على قيمة الشركة باستخدام بيانات من 403 شركات مساهمة في بورصة ماليزيا بين عامي 2002 و2005، وتوصلت الدراسة إلى أهمية تركيز الملكية في تحسين قيمة الشركة، وخاصة نظام التشغيل.

أما دراسة (Laporšek, Dolenc et al. 2021) فقد توصلت إلى وجود صلة ذات معنى بين الأداء المالي للمنظمة وتركز ملكيتها. تفترض هذه الدراسة أن تركيز الملكية من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي بناءً على الدراسات السابقة. في حين استهدفت دراسة (Endang, Suhadak et al. 2020) الحصول على أدلة تجريبية لتأثير هيكل الملكية وقيمة المنظمة في شركات التصنيع المدرجة في بورصة أندونيسيا في الفترة 2012-2016 وذلك على مستوى 145 شركة. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير لهيكل الملكية في قيمة المنظمة.

إن تركيز الملكية أمر مهم؛ لأنه يؤثر ويحد من قدرة المديرين في تحويل الأرباح كمنافع مالية لصالحهم أو إضعاف القدرة على رقابة الملاك للإدارة؛ مما يؤدي إلى تخفيض في قيمة الشركة (Ozili and Uadiale 2017).

توصلت دراسة (Santoso, Santasyacitta et al. 2020) إلى أن هناك أثرًا إيجابيًا لتركز الملكية في أداء وقيمة المنظمة، وكذلك وجود أثر إيجابي للملكية المؤسسية والعائلية في أداء وقيمة المنظمة، وهناك تأثير سلبي للملكية الحكومية في الأداء المالي ولا يوجد أثر نهائي للملكية الأجنبية في الأداء المالي. بينما يرى كلٌّ من (Kerim, James et al. 2021) أنه بفحص العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي في الشركات الصناعية النيجيرية المسجلة في سوق الأوراق المالية - أظهرت أثرًا سلبيًا لتركز ملكية الاصول في أداء وقيمة المنظمة.

أما دراسة (Ibrahim, Samad et al. 2011) عند فحصها لأثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات الغانية المسجلة في البورصة - وجد أنها غطت دراستهم الفترة من 2005 حتى 2009 وبالاعتماد على معاملي ارتباط بيرسون والانحدار الخطى على أداء وقيمة المنظمة؛ بينما عند تناولهم للعلاقة بين الملكية الأجنبية والمؤسسية وتركز الملكية، توصلوا إلى ان هناك علاقة سلبية مؤثرة بين تركيز الملكية وأداء الشركة، كما توصلت الدراسة إلى أن الملكية المحلية والمؤسسية لها علاقة موجبة مع أداء وقيمة المنظمة. على الجانب الآخر توصلت دراسة (Khamis, Hamdan et al. 2015) والتي أجريت على 42 شركة من كل القطاعات خلال الفترة من 2007 إلى 2011 وأداء المنظمة باستخدام معدل العائد على الاستثمار ومستويات Tobin، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك أثرًا إيجابيًا للملكية المؤسسية في أداء وقيمة المنظمة ولا أثر للملكية الإدارية في أداء وقيمة المنظمة. بينما توصلت دراسة (Ogaluzor, Omesi et al. 2019) إلى وجود علاقة سالبة بين تركيز الملكية والأداء المالي لشركات السلع الاستهلاكية النيجيرية.

مما سبق يتضح للباحث أن بعض الدراسات توافق على أن هناك علاقة موجبة لتركيز الملكية على الأداء المالي (Ozili and Uadiale 2017). ويرى الباحث مما سبق أن التركيز في الملكية يُعد عنصرًا مهمًا في الشركات، حيث إنه يخفف من تكاليف الوكالة ويحسن عملية الرقابة على الأداء وحوكمة فعالة عكس بعض الدراسات التي ترى أن هناك علاقة سالبة بين تركيز الملكية والأداء المالي. كما أن هناك عددًا من الدراسات توصلت إلى عدم وجود علاقة من الأساس بين هذين المتغيرين موضع الدراسة الحالية.

## **2/1/7 ملكية المستثمر الأجنبي (FIO) Foreign Investors Ownership والأداء المالي وقيمة المنشأة:**

يقصد بملكية المستثمر الأجنبي امتلاك مستثمر من غير مواطني الدولة التي منحت الترخيص لتأسيس الشركة عدد من الأسهم العادية للشركة. وتؤثر الملكية الأجنبية في عمل الشركات من خلال توفير مصادر تمويل خارجية قليلة التكلفة، يتوقع أن يكون

للمستثمرين الأجانب خبرة أكبر من المستثمرين المحليين ويكون هناك أيضًا ميل لمراقبة سلوك الإدارة بدقة؛ مما يؤدي إلى تحسين نوعية تقارير الشركات والحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات، كما وتسعي الإدارة بدورها إلى طمأنة المستثمرين الأجانب والتقليل من تكلفة الوكالة. لذلك من المتوقع أن يكون للتحرك لكل من الإدارة والمستثمرين الأجانب تأثير إيجابي في أداء المنظمة (عبدالزهره، 2016).

يُعد الاستثمار الأجنبي من أهم محركات النمو الاقتصادي في أي اقتصاد حيث تهتم الحكومات بجذب الاستثمار الأجنبي لخلق وظائف جديدة، تطوير الهيكل الاقتصادي جذب تكنولوجيا حديثة واستحداث طرائق إدارية جديدة، ولكي تصل لتلك الأهداف؛ تحاول الحكومات خلق بيئة أعمال جديدة للمستثمر الأجنبي في شكل حماية استثمارية قوية للمستثمرين الأجانب في شكل إدارة حكومية قوية وبيئة ضريبية مشجعة للاستثمار الأجنبي (Al-Gamrh, Al-Dhamari et al. 2020). وفي دراسة (Ma 2012) ظهر بوضوح أن وجود المستثمرين الأجانب أمر مهم، وخاصة في الاقتصادات النامية، وهذا راجع في الأساس إلى محدودية الموارد في تلك الاقتصادات؛ مما يجعل معظم تلك الدول تلجأ إلى سياسة تحرير الأسواق والانفتاح على المستثمرين الأجانب لجذب الاستثمارات الأجنبية. ولقد توصلت دراسة (AlQudah, Azzam et al. 2019) أن هناك ارتباطًا سلبيًا معنويًا للملكية الأجنبية والعائد على الأصول.

بينما في دراسة أخرى (Abu-Serdaneh, Zuriekat et al. 2010) توصلت إلى أن الملكية الأجنبية لها تأثير في الأداء المالي في الشركات وأن الملكية العربية تؤثر سلبيًا في الأداء المالي، أما الملكية غير العربية لها أثر إيجابي في الأداء المالي. وأيدت تلك النتيجة دراسة (Haat, Rahman et al. 2008). كما توصلت دراسة (Arouri, Hossain et al. 2014) أن هناك أثرًا إيجابيًا معنويًا للملكية الأجنبية على قيمة المنظمة، وذلك مقاسًا بأسلوب Tobin Q. أما دراسة (Nzau 2021) فقد توصلت لوجود تأثير هيكلي للملكية في أداء وقيمة المنظمة في كينيا؛ وأن الملكية الأجنبية تؤثر سلبيًا في الأداء

المالي في الشركات الصناعية المسجلة في سوق الأوراق المالية. كما توصلت دراسة (Phung and Mishra 2016) لمجموعة من النتائج أهمها وجود علاقة غير خطية بين الملكية الأجنبية وأداء المنظمات. بينما أداء وقيمة المنظمة يتزايدان بصورة غير خطية مع تزايد نسبة الملكية الأجنبية على النقيض ورد في دراسة (Yahaya 2018) أنه لا يوجد علاقة معنوية بين الملكية الأجنبية وأداء وقيمة المنظمات.

مما سبق يتضح للباحث أن بعض الدراسات تتفق على أن هناك علاقة موجبة للملكية على أداء وقيمة المنظمة مبررة تلك العلاقة بأن المستثمرين الأجانب لديهم الخبرة أكثر من خبرة المستثمرين المحليين في التحكم في سلوك وطموحات الإدارة، وهذا بدوره يحسن من الأداء ويخفض ظاهرة عدم تماثل المعلومات، كما أن هناك دراسات أخرى وافقت على وجود علاقة سلبية بين الملكية الأجنبية لأداء وقيمة المنظمة (Nzau 2021) مبررة آراءهم على أساس أن المالك الأجنبي يضع ضغطاً عالياً على الإدارة للتحكم في سلوكه تجاه خدمة مصالح هؤلاء المستثمرين؛ مما يؤدي إلى مشاكلات وكالة بينهم وتزايد تكاليف الوكالة.

### **3/1/7 الملكية المؤسسية (IO) Institutional Ownership والأداء المالي وقيمة المنشأة:**

تعنى الملكية المؤسسية نسبة مجموع الأسهم المملوكة من قبل منظمات إلى رأس المال المدفوع للمنظمة. وتعد ملكية المؤسسات أحد أهم أساليب الحوكمة الخارجية الفعالة، وتتمتع هذه المؤسسات بالخبرة الكافية، وتمتاز عن الأفراد بخبرتها في استخدام التقارير المالية لأغراض التحليل المالي؛ مما يشكل دافعاً لاهتمامها بجودة التقارير المالية (مسمح، 2018)، (سمور & درغام 2020).



تعد الملكية المؤسسية أحد العوامل التي يمكن أخذها في الحسبان عند الاستثمار؛ لأنه مع الملكية المؤسسية، تتمتع الشركة بقيمة مؤسسية جيدة. صورة الشركة هي ما يراه المستثمرون فيما يتعلق بجودة وأداء الشركة. مع الصورة الجيدة، يمكن القول: إن الشركة تتمتع بأداء جيد وسيكون لها تأثيرٌ على جودة الشركة ويمكن أن تزيد من قيمة الشركة. يمكن للملكية المؤسسية الإشراف على جميع أنشطة الشركة من خلال الاستفادة من المعلومات التي تحتفظ بها المؤسسات. حتى تتمتع الشركة بأداء جيد. ويمكن الاستنتاج أنه كلما ارتفعت الملكية المؤسسية، ارتفعت قيمة الشركة. وهذا يتوافق مع نظرية الوكالة التي تصف العلاقات التي تحدث بين المساهمين أو الملكية المؤسسية والإدارة (الوكلاء) في عملية صنع القرار في الشركات والتي يمكن أن تؤثر في قيمة الشركة ( Purba and Africa 2019).

في مجال دراسة العلاقة بين هيكل الملكية المؤسسية وأداء وقيمة المنظمة؛ ورد عدد من الدراسات كما ورد في دراسة (Alfaraih, Alanezi et al. 2012) وفحصت أثر الملكية المؤسسية في أداء الشركة بسوق الأوراق المالية الكويتي. وقد استخدمت الدراسة الملكية المؤسسية كمتغير مستقل وأداء الشركة كمتغير تابع وذلك بتطبيق نموذجي انحدار متعدد المتغيرات. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين أداء وقيمة الشركة والملكية المؤسسية. وقد دعمت تلك الدراسة دراسة أخرى ( Santoso, Santasyacitta et al. 2020) بوجود أثر إيجابي في أداء وقيمة المنظمة وبين الملكية المؤسسية. وكذلك كما ورد من دعم آخر لنفس نتائج الدراسات السابقة (Herremans, Nazari et al. 2016). حيث أثبتت وجود علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية والأداء المالي، وهو ما توصلت إليه دراسة (Kerim, James et al. 2021).

توصلت دراسة (Akbar, Hussain et al. 2020) إلى أن المستثمرين الأصليين يساهمون بصورة إيجابية في أداء وقيمة الشركة، حيث إنهم لديهم قدرات أكبر بالإضافة إلى أن لديهم حوافز لتخفيض سلوك الإدارة الطموح لتحقيق رغباتها.

قد توصلت دراسة (El-Habashy and Journal 2019) أيضا إلى أن هناك ارتباطاً خطئاً بين الملكية المؤسسية ومعدل العائد على الأصول.

في حين توصلت دراسة (Purba and Africa 2019) لعدم وجود تأثير للملكية المؤسسية وقيمة المنظمة.

مما سبق أصبح جلياً للباحث أن معظم الدراسات توافق على وجود علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية وأداء وقيمة الشركات مبررةً تلك النتيجة على أن المستثمرين المؤسسين هم أداة مهمة للحوكمة داخل الشركة لتحسين صافي الأداء؛ من خلال قدراتهم للرقابة على مديري الشركة. كما أن هناك بعض الدراسات وافقت على وجود علاقة سالبة للملكية المؤسسية والأداء المالي مثل دراسات (Shan and Gong 2017)؛ مبررةً تلك العلاقة على أن التنوع في الملكية المؤسسية يعنى استثمارات من شركات مختلفة؛ مما يؤدي إلى اختلاف في الرؤى بين هذه الشركات في إدارة الاستثمارات، بالإضافة إلى مباشرة الحقوق أو المصالح لصالح المستثمرين المؤسسين؛ مما يزيد في الصراعات وإضعاف الرقابة مما يؤثر سلباً في أداء وقيمة المنظمة.

#### **4/1/7 الملكية الإدارية (MO) Managerial Ownership والأداء المالي وقيمة المنشأة:**

الملكية الإدارية هي مقدار الأسهم المملوكة للإدارة العليا والمديرين والمؤسسين.

لا يزال الجدال حول العلاقة بين قيمة المنظمة والملكية الإدارية قائماً (Davies, Hillier et al. 2005)، تُعد الملكية الإدارية أحد العوامل التي يمكن أخذها في الحسبان عند الاستثمار؛ لأنه مع الملكية الإدارية، تتمتع الشركة بقيمة مؤسسية جيدة. فصورة المنظمة هي ما يراه المستثمرون فيما يتعلق بجودة وأداء الشركة. مع الصورة الجيدة؛ يمكن للملكية الإدارية الإشراف على جميع الأنشطة الداخلية للمنظمة مباشرة؛ حتى تتمتع الشركة بالجودة والأداء الجيدين. فكلما ارتفعت الملكية الإدارية، ارتفعت قيمة المنظمة. وفقاً لنظرية

الوكالة، فإن العلاقات التي تحدث بين المساهمين (المديرين) والملكية الإدارية (الوكلاء) في عملية صنع القرار في الشركة - يمكن أن تؤثر في قيمة الشركة ( Purba and Africa 2019).

كما أن النتائج التي توصلت إليها الأبحاث السابقة حول العلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي وقيمة المنظمة غير متسقة. بينما تظهر بعض الدراسات وجود ارتباط إيجابي؛ تشير دراسات أخرى إلى وجود ارتباط سلبي (Almudehki and Zeitun 2012) من خلال بيانات من 29 شركة غير مالية تتداول في بورصة قطر المحلية لتقييم الأبعاد المختلفة لنظام تشغيل الشركة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية كبيرة بين متغيرات الملكية وأداء وقيمة المنظمة، بالإضافة إلى ذلك، ارتبطت الملكية الإدارية بشكل إيجابي مع أداء وقيمة المنظمة.

توصلت دراسة (Fauzi and Musallam 2015) إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية وأداء الشركة وقيمة المنظمة، ويرجع ذلك لرغبة المديرين لتعظيم ثروة المساهمين. وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Rusyda 2018) التي توصلت إلى أن المديرين يتصرفون بما يحقق مصلحة المساهمين؛ من خلال تنفيذ استراتيجيات تعمل على تحسين الأداء التشغيلي وزيادة القيمة الإجمالية للمنظمة. وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (Mishra and Kapil 2017) التي توصلت إلى وجود علاقة بين الملكية الإدارية وقيمة المنظمة. في حين توصلت دراسة (Florackis, Kostakis et al. 2009) إلى أن الملكية الإدارية ليس لها تأثير قوي في الأداء المالي.

مما سبق اتضح للباحث أن بعض الدراسات توافق أن هناك علاقة موجبة للملكية الإدارية على الأداء المالي وأخرى وافقت على أن هناك علاقة سلبية بين الملكية الإدارية والأداء المالي (Kerim, James et al. 2021). وهناك دراسات توصلت إلى عدم تأثير الملكية الإدارية وقيمة المنظمة (Purba and Africa 2019).

## 5/1/7 الملكية الحكومية (GO) State Ownership والأداء المالي وقيمة المنشأة:

تمتلك الحكومات في معظم الدول عددًا من الأسهم في الشركات، وهناك نظريتان مبررتان لحاجة الدولة للمشاركة في الشركات؛ الأول لتمويل الشركات للأغراض الاجتماعية والتنمية الاقتصادية في الدول التي تعاني من التخلف، والمبرر الثاني يتمثل في أن الدول الفقيرة ماليًا وذات أداء مالي ضعيف تمول الشركات من أجل توفير وظائف (Wang, Yi et al. 2022).

استهدفت دراسة (Oudat, Ali et al. 2021) الوقوف على العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي للبنوك التجارية: توصلت الدراسة إلى أن هناك أثرًا إيجابيًا للحكومة والملكية العائلية في الأداء المالي المقاس بواسطة معدل العائد على الأصول. توصلت دراسة (Tihanyi, Aguilera et al. 2019) إلى أن هناك علاقة سالبة بين الملكية الحكومية والأداء المالي.

## 2/7 منهجية الدراسة:

إن قياس المتغيرات المستقلة تتكون من (هيكل الملكية) والمتغيرات التابعة تتكون من (الأداء المالي، قيمة المنشأة) والمتغيرات الرقابية (حجم المنشأة - نسبة المديونية). ويوضح جدول رقم 1 كيفية قياس تلك المتغيرات، كما يأتي:

### جدول (1)

#### متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة	الرمز	طريقة القياس
تركز الملكية .	OC	يقاس باستخدام إجمالي الأسهم المملوكة؛ بواسطة حملة الأسهم الذين لديهم 5% أو أكثر (Saidat, Seaman et al. 2019).

المتغيرات المستقلة	الرمز	طريقة القياس
ملكية المستثمر الأجنبي.	FIO	$100 \times \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب}}{\text{إجمالي عدد الأسهم للشركة}}$
الملكية المؤسسية .	IO	نسبة الأسهم العادية المملوكة بواسطة الملاك المؤسسين التي تملك على الأقل 5% من أسهم الشركة إلى إجمالي عدد الأسهم في الشركة (Alfaraih, Alanezi et al. 2012).
الملكية الإدارية.	MO	تعبير عن ملكية إدارية في الزمن t للشركة i ( Abdallah, Ismail et al. 2017 (al. 2019) Akber et al
الملكية الحكومية.	GO	يقاس بنسبة الأسهم المملوكة بواسطة الدولة ( Grøgaard, Rygh et al. 2019).
المتغيرات التابعة	الرمز	طريقة القياس
القيمة الاقتصادية المضافة.	EVA	صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) - NOPAT=EBIT×(1-T) EBIT= Profit before tax and interest
قيمة المنشأة.	Tobin's Q (TQ)	$\frac{\text{القيمة السوقية لحق الملكية} + \text{القيمة السوقية للديون}}{\text{القيمة الدفترية للأصول} + \text{القيمة الدفترية للديون}}$ (Endang, Suhadak et al. 2020) (Gehring 2015) (Mishra and Kapil 2017)
المتغيرات الرقابية	الرمز	طريقة القياس
حجم الشركة.	(FS)	لوغاريتم طبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة (Akbar, 2019)
نسبة المديونية.	DEBTR	$\frac{\text{إجمالي ديون الشركة طويل الأجل} + \text{إجمالي ديون الشركة قصير الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$ (Topal, Dogan et al. 2014).

المصدر: من إعداد الباحث.

### 3/7 مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من 2015 إلى 2020، وقد تم اختيار الشركات المقيدة في مؤشر Case 100؛ لأنها تمثل الغالبية العظمى للشركات المتداولة في السوق. وتم اختيار عينة من هذه الشركات مكونة من (36) شركة ممثلة لمجتمع الدراسة، تحتوي على (8) قطاعات أعمال مختلفة بالسوق المصري.

### 4/7 الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:

#### 1/4/7: الأساليب الإحصائية الوصفية:

- المتوسط الحسابي Mean: هو أحد مقاييس النزعة المركزية؛ والذي يهدف إلى تحديد قيمة معبرة عن مركز القيم.
- الانحراف المعياري Standard Deviation: هو أحد مقاييس التشتت، والذي يهدف للحصول على معلومات إضافية عن اعتدالية التوزيع الطبيعي للبيانات ومدى ابتعادها عن مركز القيم.
- القيمة الأقل والأكبر Minimum & Maximum: وهما أيضًا أحد مقاييس التشتت.

#### 2/4/7: الأساليب الإحصائية المستخدمة

- نموذج الانحدار المتعدد.
- طريقة المربعات الصغرى في تقدير معاملات نموذج الانحدار المتعدد؛ لأن التقديرات المتحصل عليها من هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، كما أنها تعطي أفضل التقديرات أي أن لها أقل تباين.

- في ضوء ما سبق؛ يتم عرض نتائج الاختبارات الإحصائية، إلا أن طريقة المربعات الصغرى تشترط التأكد من توافر العديد من الاشتراطات لإمكانية تطبيقها؛ لذا فإنه يتم عرض اختبارات إحصائية؛ للتأكد من عدم تعرض نموذج الانحدار لمشاكل القياس؛ ضمناً لصدق استخلاص النتائج، ومن أهم تلك المشاكل ما يأتي:

○ مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation: تعد هذه المشكلة من أخطر وأهم المشاكل التي تواجه الباحثين في تقدير نماذج الانحدار، والتي إذا وقع فيها النموذج لا نستطيع الاعتماد على نتائجها وهي تنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار، ويستخدم Durbin-Watson؛ للتأكد من عدم وقوع نماذج الانحدار في هذه المشكلة. فكلما اقتربت قيمة ديرين واطسون من 2؛ دل ذلك على عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي (الذاتي) بين الأخطاء.

○ مشكلة اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality of Random Errors: يتم التحقق من فرض مهم من فروض تطبيق طريقة التقدير المستخدمة ألا وهو اتباع الأخطاء العشوائية لنموذج الانحدار المقدر للتوزيع الطبيعي، وللتحقق من هذا الفرض الأساسي؛ تم استخدام اختبار Kolmogorov-Smirnov، وجد أن الفرض متحقق وأن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي لنموذج الانحدار المقدر، حيث كانت نتيجة الاختبار غير دالة إحصائياً عند مستوى ثقة 95% بمعنى أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي.

○ مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة Multi-collinearity: تنشأ هذه المشكلة إذا كانت هناك علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة وبعضها مع بعض، وتم التحقق من مدى وقوع نموذج الدراسة في هذه المشكلة؛ من خلال قياس معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor VIF.

## الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في عينة الدراسة:

جدول 1: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في عينة الدراسة

متغيرات الدراسة	حجم العينة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
<b>المتغير التابع</b>					
القيمة الاقتصادية المضافة EVA	216	0.064	0.072	-0.159	0.404
TQ Tobin Q				0.411	1.039
<b>المتغيرات المستقلة</b>					
تركز الملكية OC	216	0.094	0.106	0.00	0.729
الملكية الإدارية MO	216	0.283	0.235	0.00	0.956
الملكية المؤسسية IO	216	0.417	0.211	0.00	0.917
الملكية الحكومية GO	216	0.133	0.060	0.00	0.343
<b>المتغيرات الضابطة</b>					
حجم الشركة (FS)	216	8.985	0.874	6.605	12.69
نسبة المديونية DEBTR	216	0.444	0.235	0.000	0.940

المصدر: إعداد الباحثين في ضوء تقارير الشركات وسوق الأوراق المالية المصري خلال فترة الدراسة.

### يتضح من الجدول السابق ما يأتي:

- يبلغ متوسط تركيز الملكية في العينة محل الدراسة حوالي 9.4%، في حين تبلغ نسبة أقل قيمة حوالي 0%، ونسبة أكبر قيمة تبلغ حوالي 72.9%.



- يبلغ متوسط تركيز الملكية الإدارية في العينة محل الدراسة حوالي 28.3%، في حين تبلغ نسبة أقل قيمة حوالي 0%، ونسبة أكبر قيمة تبلغ حوالي 95.6%.
- يبلغ متوسط تركيز الملكية المؤسسية في العينة محل الدراسة حوالي 41.7%، في حين تبلغ نسبة أقل قيمة حوالي 0%، ونسبة أكبر قيمة تبلغ حوالي 91.7%.
- يبلغ متوسط تركيز الملكية الحكومية في العينة محل الدراسة حوالي 13.3%، في حين تبلغ نسبة أقل قيمة حوالي 0%، ونسبة أكبر قيمة تبلغ حوالي 34.3%.

#### الإحصاءات التحليلية لمتغيرات الدراسة:

جدول 2: نتائج مشكلات القياس والتحليل الإحصائي للنموذج

TQ Tobin Q					القيمة الاقتصادية المضافة EVA					متغيرات الدراسة
VIF	قيمة دلالة	قيمة اختبار	الخطأ المعياري	قيمة معاملات	VIF	قيمة دلالة	قيمة اختبار	الخطأ المعياري	قيمة معاملات	
	T (sig)	(T)	Std-Error	$\beta$		T (sig)	(T)	Std-Error	$\beta$	
	0.461	0.962-	0.220	0.252	-	0.452	0.98-	0.216	0.247	المقدار الثابت
1.364	0.033	3.06-	0.009	0.048	1.324	0.032	3.00-	0.009	0.047	تركز الملكية OC
1.212	0.046	2.33-	0.073	0.039	1.203	0.042	2.12-	0.067	0.036	الملكية الإدارية MO
1.175	0.033	2.49	0.060	0.107	1.611	0.032	2.314	0.058	0.103	الملكية المؤسسية IO
1.643	0.628	0.741	0.054	0.057	1.624	0.621	0.742	0.053	0.056	الملكية الحكومية GO
1.407	0.001	2.22	0.013	0.016	1.483	0.001	2.09	0.013	0.016	حجم الشركة (FS)
1.166	0.001	4.92-	0.099	0.019	1.357	0.001	3.91-	0.092	0.018	نسبة المديونية DEBTR
		2.164					2.034			Durbin-Watson
		%37.97					%32.74			R <sup>2</sup>
		7.216					8.314			قيمة F
		0.000					0.000			دلالة اختبار F
		0.219					0.210			دلالة Kolmogorove-SmirnovZ

المصدر: إعداد الباحثين في ضوء تقارير الشركات وسوق الأوراق المالية المصري خلال فترة الدراسة.

يتضح من الجدول السابق لتحليل نموذج الانحدار المتعدد ما يأتي:

- بلغت قيمة معامل اختبار ديرين واطسون Durbin-Watson (2.034, 2.164) على التوالي؛ مما يدل على عدم وقوع نموذج الانحدار في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.
- جميع قيم معامل تضخم التباين (VIF) لمتغيرات نموذج الانحدار لم تتجاوز 10، حيث بلغت أكبر قيمة لمعامل التضخم في النماذج (1.624 و 1.643) على التوالي؛ مما يعني عدم وقوع نموذج الانحدار في مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات.
- بلغت دلالة اختبار "Kolmogorov-Smirnov" (0.210 و 0.219) على التوالي مما يعني أن الأخطاء العشوائية لنموذج الانحدار المقدر تتبع التوزيع الطبيعي.
- نموذج الانحدار المتعدد ككل معنوي عند مستوى معنوية (1%) حيث قيمة  $F = 8.314$  و  $F = 7.216$  على التوالي، وقيمة (Sig=0.000) للنموذجين؛ أي أن هناك متغيراً مستقلاً واحداً على الأقل "المستقلة والضابطة معاً" له تأثير على المتغير التابع "الأداء المالي وقيمة المنشأة"؛ مما يدل على معنوية النموذج في تفسير التباين في المتغير التابع.
- في ضوء ما سبق والدالة على معنوية اختبار (F=test)، يتم اللجوء إلى اختبار (T-Test)؛ لتحديد أيًا من المتغيرات المستقلة له تأثير على المتغير التابع، وبالنظر إلى نتائج اختبار (T-Test) يتضح معنوية المتغير تركيز الملكية عند مستوى معنوية 5% حيث بلغت قيمة (Sig=0.042)، ومعنوية متغير الملكية الإدارية حيث بلغت قيمة (Sig=0.032)، ومعنوية متغير الملكية المؤسسية حيث بلغت قيمة (Sig=0.032) وعدم معنوية المتغير (الملكية الحكومية) في التأثير بالأداء المالي حيث بلغت (Sig=0.621) لمتغير تركيز الملكية. ويتضح من معامل التحديد لنموذج الانحدار 32.74% حيث (R2= 0.3274)، وهو ما يوضح أن العلاقة الخطية تفسر نحو 32.74% من التباين في الأداء المالي، وأن الباقي 67.26% يرجع لعوامل عشوائية أو متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج.
- كما يتضح مما سبق معنوية اختبار (F=test)، يتم اللجوء إلى اختبار (T-Test)؛ لتحديد أيًا من المتغيرات المستقلة له تأثير على المتغير التابع، وبالنظر إلى نتائج اختبار (T-Test)؛ يتضح معنوية المتغير تركيز الملكية عند مستوى معنوية 5% حيث بلغت قيمة (Sig=0.033)، ومعنوية متغير الملكية الإدارية حيث بلغت قيمة (Sig=0.046)، ومعنوية متغير الملكية المؤسسية، حيث بلغت قيمة (Sig=0.033) وعدم معنوية المتغير (الملكية الحكومية) في التأثير بقيمة المنظمة، حيث بلغت (Sig=0.628) لمتغير تركيز الملكية. ويتضح من معامل التحديد لنموذج الانحدار 37.97% حيث (R2= 0.3797)، وهو ما يوضح أن العلاقة الخطية تفسر نحو 37.97% من التباين في الأداء المالي، وأن الباقي 62.03% يرجع لعوامل عشوائية أو متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج.

## نتائج البحث

استهدفت الدراسة الحالية الوقوف على أثر هيكل الملكية في الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المصرية بالأداء المالي بتلك الشركات. وقد ظهر ذلك من خلال تحليل ودراسة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومؤشر Tobin Q لقيمة المنشأة قد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية :-

أولاً: هناك تأثير معنوي لهيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية. وتفسر أبعاد هيكل الملكية التالية حوالي (32.74%) من التغير في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA). ومن هذه النتيجة العامة يمكن التوصل إلى عددٍ من النتائج الفرعية الآتية:

1- هناك تأثير موجب لتركز الملكية في القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية. وأن هذه النتيجة متسقة مع دراسة (Fauzi and (Ozili and Uadiale 2017) (Musallam 2015, Ozili and Uadiale 2017). حيث توصلت تلك الدراسات إلى أن تركيز الملكية تمثل عاملاً مهماً للشركة، حيث إنه كلما تركزت الملكية فإن ذلك يخفض من مشكلات الوكالة. ويرى الباحث أن الأداء المالي يعمل بشكل أفضل عند مستويات تركيز الملكية في المنتصف. ويدعم البحث فكرة أنه مع ارتفاع تركيز الملكية، فإن تأثير المراقبة الإيجابية للملكية المركزة يعمل بشكل جيد في البداية، ولكن مع مرور الوقت، فإن الآثار السلبية مثل عدم مشاركة مساهمي الأقلية تفوق الآثار الإيجابية.

2- هناك أثر سلبي للملكية الإدارية في القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية. وأن هذه النتيجة تتفق مع دراسة (Ozili and Uadiale 2017) (Iwasaki, ) (Mizobata et al. 2020).

3- هناك أثر سلبي للملكية الأجنبية في القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية، وأن هذه النتيجة تتفق مع (AlQudah, Azzam et al. 2019, Tanui, ) (Katana et al. 2021). حيث توصلوا إلى نتيجة مهمة مفادها أن المستثمرين الأجانب يمارسون ضغطاً كبيراً على الإدارة لتوجيه سلوكهم تجاه خدمة هؤلاء المستثمرين. وبهذا يؤدي الأمر إلى وجود مشكلات وكالة بينهم أو ربما يقسر ذلك زيادة في نسبة الملكية الأجنبية في معظم الشركات وخسائرهم الكبيرة أو المكاسب الضعيفة خلال سنوات السلسلة الزمنية التي اعتمد عليها الباحث في هذا البحث

4- هناك أثر سلبي للملكية الحكومية في القيمة الاقتصادية المضافة، وأن هذا يتفق مع دراسة (Tihanyi, ) (Aguilera et al. 2019).

5- هناك أثر موجب للملكية المؤسسية في القيمة الاقتصادية المضافة، وأن هذه النتيجة تتفق مع دراسة كل من (Yahaya 2018) (Khamis, Hamdan et al. 2015) (Alfaraih, Alanezi et al. 2012). حيث توصلوا إلى أن المستثمرين المؤسسيين كإحدى آليات الحوكمة التي تحسن من الأداء، وذلك من خلال قدرتهم للمتابعة والرقابة على إدارة تلك الشركات. ويرى الباحث أن امتلاك المستثمر المؤسسي لجزء من أسهم المنظمة له تأثير إيجابي، فالمستثمر المؤسسي بما يملكه من حصة داخل المنظمة، وخبرات مؤسسية في عملية الرقابة والمتابعة تمكنه من القيام بدور فعال في القيام بالرقابة على ممارسات الإدارة عند تحديد مصادر التمويل المناسبة؛ حيث يمتلك المستثمر المؤسسي القدرات التي تمكنه من إجراء الرقابة الفعالة على أنشطة الإدارة؛ ومن هنا تلجأ الإدارة إلى الاعتماد على التمويل الخارجي للاستفادة من المزايا المختلفة وكذا توفير وسائل رقابية على أنشطة الإدارة. وبناء على ذلك فإن الدراسة تقبل فرض الدراسة الأول القائل بأنه " هناك تأثير معنوي لهيكل الملكية والأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية".

**ثانياً :** هناك تأثير معنوي لهيكل الملكية في القيمة السوقية (Tobin Q) في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية. وتفسر أبعاد هيكل الملكية التالية حوالي (37.97%) من التغير في قيمة المنشأة (Tobin Q). ومن هذه النتيجة العامة يمكن التوصل إلى عددٍ من النتائج الفرعية الآتية:

1- هناك أثر موجب لتركز الملكية في القيمة السوقية (Tobin Q) في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية، وأن هذه النتيجة تتفق مع دراسة (Vural and Bacha 2021). حيث إنهم توصلوا إلى أن تركيز الملكية يؤدي إلى فعالية أكبر ووسائل دعم أكثر للحوكمة في الشركات.

2- هناك أثر سلبي للملكية الإدارية في القيمة السوقية (Tobin Q)، وأن هذه النتيجة تتفق مع (Alhaji and Sciences 2018). حيث رأوا أن مديري الشركات - أحياناً - يمكنهم التلاعب في التقارير أو القوائم المالية للشركة للحصول في مكاسب خاصة. ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات والنتائج عن توافر معلومات عن الأداء لدى الإدارة غير متاحة لدى الأطراف الخارجيين، مما ينتج عنه هيمنة الإدارة على عملية اتخاذ القرارات التي تخدم مصالحها بشكل أكبر من مصالح المساهمين الآخرين وذلك نتيجة لتأثير التحصين.

3- هناك أثر سلبي للملكية الأجنبية في القيمة السوقية (Tobin Q)، وأن هذه النتيجة تتفق مع دراسة (Nzau 2021). حيث توصلوا إلى أن الملكية الأجنبية غير قادرة على اتخاذ قرارات استراتيجية، والتي تؤثر في الأداء في الشركات. وهذا يفسر الزيادة في نسبة الملكية الأجنبية في معظم الشركات وخسائرهم الكبيرة أو المكاسب الضعيفة خلال سنوات الدراسة في هذا البحث.

- 4- هناك تأثير سلبي للملكية الحكومية في القيمة السوقية (Tobin Q) في الشركات المدرجة في البورصة المصرية، وهذه النتيجة تتفق مع الدراسة (نجد وعبدالرحمن، 2011؛ كويري وآخرون، 2021). حيث توصلوا إلى أن الشركات المملوكة للدولة تميل إلى أن تكون ذات دوافع سياسية وليس تجارية؛ مما يؤدي إلى ضعف الأداء المالي.
- 5- هناك تأثير سلبي للملكية المؤسسية في القيمة السوقية (Tobin Q) في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وتتفق هذه النتيجة مع الدراسة (Shan and Gong 2017). حيث يرون أن وجود تنوع في الملكية المؤسسية يعني وجود الاستثمارات بين شركات مختلفة مما يؤدي إلى اختلاف الاستراتيجيات الإدارية بين هذه الشركات؛ مما يؤثر في الأداء.

### التوصيات والدراسات المستقبلية

1. ضرورة وجود جهة مستقلة لمتابعة مستوى تطبيق قواعد وآليات الحوكمة في الشركات المصرية بشكل مستمر، وإتاحة هذه المعلومات لتعزيز مستوى الإفصاح والشفافية.
2. ضرورة عدم قصر تركيز الملكية في أيدي عدد محدود من كبار المساهمين (الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم البنك).
3. يجب على الجهة التشريعية سن القوانين المتعلقة بملكية الشركات والملكية الحكومية؛ لتكون بمثابة آلية رقابية، ولتعزيز أداء الشركات على المدى الطويل.
4. ضرورة الاستفادة من تجارب الدول الأخرى في موضوع الحوكمة وتعزيز أثر هيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مع مراعاة طبيعة البيئة المصرية.
5. تم استبعاد المؤسسات المالية في هذه الدراسة، لاختلاف طبيعة عملها، لذا يمكن دراسة أثر هيكل الملكية على الأداء المالي وقيمة المنظمات المالية المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري.
6. لا يدرس البحث تأثير نوع الصناعة والعوامل السياسية والاقتصادية على العوائد والتقلبات. عوامل كثيرة؛ يمكن للنظام القانوني ومتغيرات الاقتصاد الكلي وعدم الاستقرار السياسي والأزمات المالية العالمية وأسعار الصرف أن يكون لها تأثير على الأداء المالي وكذلك على قيمة المنظمة، وقد تمثل متغيرات كبيرة أيضًا. إن تأثير المتغيرات المذكورة أعلاه على الأداء المالي وقيمة المنظمة يتجاوز اهتمام هذا البحث ويدعو إلى مزيد من التحقيقات في الأبحاث المستقبلية.
7. يركز البحث على مصر. لذا، يجب تفسير نتائج هذا البحث بعناية وعدم تعميمها على جميع الدول الناشئة. ويجب إجراء المزيد من الأبحاث لدراسة المزيد من البلدان الناشئة، من أجل فهم أفضل لتأثير هيكل الملكية والتركيز على العائدات والتقلبات.
8. ومن ناحية أخرى، يرى الباحث أن هذه الدراسة توفر مجالاً واسعاً لمزيد من البحث لبحث العوامل الأخرى وتأثيرها على السوق والأداء المالي في مصر. وفيما يلي بعض الاقتراحات للبحث المستقبلي:

- 
- يمكن تمديد هذا البحث ليشمل المزيد من السنوات (قبل وبعد الفترة المشمولة). ويساعد ذلك في تحديد صورة واضحة لكيفية تأثير هيكل الملكية وتركيزها على العائدات والتقلبات بمرور الوقت.
  - علاوة على ذلك، يمكن إجراء دراسة مقارنة بين مصر ودولة ناشئة أخرى في نفس السياق. وفي هذه الحالة، يمكن للمرء أن يكتسب رؤية أفضل حول التأثير المقارن لهيكل الملكية والتركيز على العائدات والتقلبات في بيئتين مختلفتين.
  - بالإضافة إلى ذلك، كما ذكرنا سابقاً، يمكن للباحثين دراسة العوامل الأخرى (الاقتصاد الكلي، السياسي، إلخ) وتأثيرها على العوائد والتقلبات في البورصة المصرية.
9. إجراء المزيد من الدراسات حول آليات الحوكمة الأخرى التي لم يشملها البحث الحالي، حيث إن النتائج التي توصل إليها الباحث قد لا تنطبق على فترة زمنية أخرى.

## المراجع

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

سمور، محمد علاء إبراهيم & ردرغام، ماهر موسي(2020)، "أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تطبيقية"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد (3)، المجلد (28)، ص ص 1-20.

السيد، محمد صابر حمودة (2018)، "أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية- دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (2)، المجلد (8)، ص ص 1443-1523.

عبدالزهرة، كرار سليم(2016)، "قياس مستوى جودة الأرباح المحاسبية ومدى تأثرها بمحددات هيكل الملكية- دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والإقتصادية، العدد (3)، المجلد (6)، ص ص 145-182.

مسمح، اسل أمين شعيب، (2018)، "أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تطبيقية" كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الجامعة الإسلامية.

Abdallah, A. A.-N., et al. (2017). "Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries." **46**: 98-115

Abu-Serdaneh, J., et al. (2010). "Ownership Structure and Corporate performance in the Jordanian manufacturing companies." **6**(3): 426-440

Akbar, M., et al. (2020). "Corporate governance and firm performance in Pakistan: Dynamic ".panel estimation



- Al-Ahdal, W. M., et al. (2020). "The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation." **51**: 101083
- Al-Gamrh, B., et al. (2020). "The impact of board independence and foreign ownership on financial and social performance of firms: evidence from the UAE." **21**(2): 201-229
- et al. (2017). "Ownership structure, audit quality and firm performance ,Al-Matari, E. M moderating and direct-effect models: An empirical study." **13**(1): 28-35
- Alfaraih, M., et al. (2012). "The influence of institutional and government ownership on firm evidence from Kuwait." **5**(10): 192 :performance
- Alhaji, S. J. I. J. o. A. R. i. B. and S. Sciences (2018). "Managerial Ownership and Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Nigeria Managerial Ownership and Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Nigeria." **8**(9): 1227-1243
- Almudehki, N. and R. J. A. a. S. Zeitun (2012). "Ownership structure and corporate performance: Evidence from Qatar
- AlQudah, A. M., et al. (2019). "The impact of board of directors characteristics on banks performance: Evidence from Jordan." **23**(2): 2-16
- Arouri, H., et al. (2014). "Effects of board and ownership structure on corporate performance: Evidence from GCC countries." **4**(1): 117-130
- Barako, D. G., et al. (2007). "Corporate governance and bank performance: Does ownership matter? Evidence from the Kenyan banking sector." **4**(2): 133-144
- Carney, M. J. E. t. and practice (2005). "Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms." **29**(3): 249-265
- Ownership structure, managerial behavior and corporate value." "(2005) .Davies, J., et al **11**(4): 645-660
- Ducassy, I., et al. (2015). "Corporate social performance, ownership structure, and corporate governance in France." **34**: 383-396
- S. Journal (2019). "The effects of board and ownership .El-Habashy, H. A. J. A. o. A. and F structures on the performance of publicly listed companies in Egypt." **23**(1): 1-15
- Endang, M. W., et al. (2020). "The effect of ownership structure and leverage towards dividend policy and corporate values." **5**(1): 1-4
- Eulaiwi, B., et al. (2016). "Multiple directorships, family ownership and the board nomination committee: International evidence from the GCC." **28**: 61-88

- Fauzi, H. and S. R. J. S. R. J. Musallam (2015). "Corporate ownership and company performance: a study of Malaysian listed companies." **11**(3): 439-448
- .Florackis, C., et al. (2009). "Managerial ownership and performance." **62**(12): 1350-1357
- Gehring, A. J. E. P. N. F. v. S. R. I. (2015). "M&A waves, capital investment and Tobin's Q"
- .Globerman, S., et al. (2011). Corporate governance and Asian companies, Springer. **28**: 1-14
- Grøgaard, B., et al. (2019). "Bringing corporate governance into internalization theory: State ownership and foreign entry strategies." **50**: 131
- Haat, M. H. C., et al. (2008). "Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies." **23**(8): 744-778
- Herremans, I. M., et al. (2016). "Stakeholder relationships, engagement, and sustainability reporting." **138**: 417-435
- Hua, L. L. and R. H. M. J. A. Zin (2007). "Corporate governance: Theory and some insights into the Malaysian practices." **71**: 31-60
- Ibrahim, H., et al. (2011). "Corporate governance mechanisms and performance of public-listed family-ownership in Malaysia." **3**(1): 105-115
- Iwasaki, I., et al. (2020). "Ownership concentration and firm performance in European emerging economies: A meta-analysis." **56**(1): 32-67
- Kerim, A., et al. (2021). "OWNERSHIP STRUCTURE AND FINANCIAL PERFORMANCE ON LISTED MANUFACTURING FIRMS IN NIGERIA." **2**(3): 12-12
- Khamis, R., et al. (2015). "The relationship between ownership structure dimensions and corporate performance: Evidence from Bahrain." **9**(4): 38-56
- Laporšek, S., et al. (2021). "Ownership structure and firm performance—The case of Slovenia." **34**(1): 2975-2996
- Ma, T. J. A. a. h. s. c. (2012). "Financial Reporting Quality and Information Asymmetry: Evidence from the Chinese Stock Market"
- Mishra, R. and S. J. C. G. T. I. J. o. B. i. S. Kapil (2017). "Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India." **17**(4): 700-726
- Morck, R., et al. (2005). "Corporate governance, economic entrenchment, and growth." **43**(3): 655-720

- on Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Kenya, KCA University
- Ogaluzor, O. I., et al. (2019). "Ownership structure and financial performance of listed consumer goods manufacturing companies in Nigeria." **5**(1): 13-26
- et al. (2021). "Ownership Structure and Commercial Banks Performance: An Empirical Study from Emerging Markets." **11**(2): 1654-1665
- Ozili, P. K. and O. J. F. B. J. Uadiale (2017). "Ownership concentration and bank profitability." **3**(2): 159-171
- D. N. and A. V. J. A. E. P. Mishra (2016). "Ownership structure and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms." **55**(1): 63-98
- Purba, J. T. and L. A. J. T. I. A. R. Africa (2019). "The effect of capital structure, institutional managerial ownership, and profitability on company value in manufacturing companies." **9**(1): 27-38
- Rusyda, Z. J. Y. S. U. A. (2018). "The Effect of Ownership Structure on Firm Performance." .pdf
- ownership and firm performance in Jordan." **11**(1): 206-219
- Santoso, A. L., et al. (2020). "Ownership structure and financial performance of Islamic bank in Indonesia." 47-62
- Shan, H. and G. Gong (2017). The impact of ownership structure on firm performance: Static and dynamic panel data evidence from China's listed companies. 2016 National Convention on Sports Science of China, EDP Sciences
- .Singam, K. J. B. L. R. (2003). "Corporate governance in Malaysia." **15**(1): 314-344
- Corporate governance mechanisms and firm valuation in Malaysian listed firms: A panel data analysis." **6**(1): 1
- Tanui, D., et al. (2021). "Ownership structure and financial performance of listed firms in Kenya: Mediation role of corporate diversification
- .Tihanyi, L., et al. (2019). "State ownership and political connections." **45**(6): 2293-2321
- Topal, Y., et al. (2014). "Impact of board size on financial performance: The case of BIST manufacturing industry." **5**(4): 74-79
- o. G. (2017). "Evolving corporate governance and firms performance: evidence from Japanese firms." **18**(1): 1-33

---

Vallejo-Alonso, B., et al. (2015). "Motives for financial valuation of intangibles and business performance in SMEs." **25**(56): 113-128

Vural, G. and S. E. J. P. Bacha (2021). "The nonlinear effects of ownership concentration and board structure on bank performance." **70**(1): 101-126

Wang, J. C., et al. (2022). "Pyramidal ownership and SOE innovation." **59**(7): 1839-1868

Effect of ownership structure on financial performance of deposit money banks in Nigeria. (8)Yahaya, K. (2018). Effect of ownership structure on financial performance of deposit money banks in Nigeria: Yahaya, Khadijat