



## أثر اختلاف هيكل ملكية الشركات على سياسة

## توزيعات الأرباح من منظور محاسبي - دراسة تطبيقية

د/عفت أبوبكر محمد الصاوي

مدرس بقسم المحاسبة كلية التجارة

جامعة الإسكندرية

### Abstract:

This paper examines and tests the effect of different types of ownership structures on the dividend policy for corporate from accounting perspective in the Egyptian capital market. This research relies on inductive analytical approach and it adopts content analysis method (Content Analysis) through analysis of a sample of companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the financial period from 2012 to 2014. we consider the environmental, institutional and cultural characteristics that companies operate in addition to the governance at the state level practices can affect the nature of the relationship between the ownership structure and the policy of dividend payments. The results showed that the presence of Large Shareholders Ownership does not affect the dividend policy also the results of the study indicate that managerial ownership does not affect the dividend policy. On the other hand, our results support that both state ownership and institutional ownership affect the dividend policy. We also find that foreign ownership affect the dividend policy. Finally our results do not support that the dispersion of ownership affect on the dividend policy.

**Keywords:** Dividend policy, Ownership structure, agency theory, corporate governance.

### ملخص البحث:

يهدف هذا البحث إلي فحص واختبار تأثير الأنماط مختلفة لهيكل ملكية الشركات على سياسة توزيع الأرباح وذلك من منظور محاسبي بالتطبيق علي سوق رأس المال المصري. ويعتمد البحث على المنهج التحليلي الاستقرائي من خلال استخدام أسلوب تحليل المحتوى لعينة من الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة المالية من عام ٢٠١٢ حتي عام ٢٠١٤. ويمكن القول أن الخصائص البيئية والمؤسسية والثقافية التي تعمل من خلالها الشركات بالإضافة إلى ممارسات حوكمة الشركات على مستوى الدولة يمكن أن تؤثر على طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح. وقد أظهرت النتائج أن وجود ملكية كبار المساهمين أو المساهم المسيطر لا يؤثر على سياسة توزيع الأرباح، كما تشير نتائج الدراسة إلى أن ملكية الإدارية لا تؤثر على سياسة توزيع الأرباح. من ناحية أخرى، تدعم نتائج الدراسة الحالية أن كلا من ملكية الدولة والملكية المؤسسية تؤثر على سياسة توزيع الأرباح. وكذلك أوضحت نتائج الدراسة أن الملكية الأجنبية تؤثر على سياسة توزيع الأرباح. أخيرا لم تدعم نتائج الدراسة أن تشتت ملكية تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.

## ١ - المقدمة

ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين لأنماط هياكل الملكية فى الشركات وهما الملكية المركزية Concentrated Ownership، والملكية المشتتة Dispersed Ownership. ووفقاً للنوع الأول تتركز الملكية فى يد عدد قليل من المساهمين يطلق عليهم كبار المساهمين أو المساهم المسيطر Con-trolling shareholder يمتلكون نسبة كبيرة من أسهم المنشأة ولديهم الحافز والقدرة على التأثير فى قرارات المنشأة وممارسة دور رقابى على إدارة المنشأة، بينما وفقاً للملكية المشتتة هناك عدد كبير من المساهمين بالمنشأة يمتلك كل منهم عدد قليل من الأسهم، وبالتالي لديهم تأثير ضعيف على قرارات المنشأة (Mosavi et al., 2013).

وبالنسبة للبيئة المصرية، يعد نمط تركيز الملكية هو النمط السائد بشكل كبير باعتبارها من أسواق رأس المال الناشئة، هذا إلى جانب تركيز سياسة الخصخصة التى تبنتها الحكومة المصرية على بعض الأساليب منها أسلوب البيع إلى مستثمر رئيسى، مما أدى بدوره إلى تركيز ملكية الشركات هو نمط هيكل الملكية السائد فى مصر (Abdelsalam et al., 2008).

وبناء على ما سبق، يهدف هذا البحث إلى فحص واختبار تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح للشركات المقيدة فى البورصة المصرية خلال الفترة المالية من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٤، وذلك للوصول إلى فهم أفضل لقرارات توزيعات الأرباح، واستكشاف مدى إمكانية تطبيق النماذج النظرية المفسرة لقرار توزيعات الأرباح على السوق المصرى باعتباره أحد أسواق رأس المال الناشئة.

تعتبر سياسة توزيعات الأرباح من أهم السياسات المالية والإستراتيجية فى منشآت الأعمال، حيث تمثل التوزيعات حجر الزاوية فى مجال تمويل الشركات، هذا إلى جانب انعكاسها على القيمة السوقية للأسهم فى السوق المالية (Lacave and Urtiaga, 2014)، وينظر إلى قرار التوزيعات باعتباره من المكونات الأساسية لسياسة المنشأة وأحد القضايا الهامة فى الأدب المحاسبى والتى مازالت تخضع للكثير من الجدل فى مجال التمويل. وتعتبر توزيعات الأرباح مكافأة للمساهمين عن استثماراتهم فى المنشأة وتحملهم للمخاطر، ومن ناحية أخرى يجب أن تراعى سياسة توزيعات الأرباح أهداف المنشأة بما يساهم فى تعظيم ثروة المساهمين بها (Roy, 2015).

ويعد هيكل ملكية الشركات عاملاً مؤثراً على سياسات الشركة، وأحد هذه السياسات سياسة توزيعات الأرباح، وقد تناولت العديد من الدراسات سياسة التوزيعات وارتباطها بهيكل الملكية، وذلك فى أسواق رأس المال المتقدمة مثل الولايات المتحدة وكندا وإنجلترا وألمانيا وغيرها.

(E.g. Denis. and Osobov, 2007; Farinha, 2002; Gugler and yurtoglu, 2001; Adjaoud and Amar, 2010).

إلا أن القليل من الدراسات التجريبية تمت لدراسة واختبار محددات سياسة التوزيعات فى الأسواق الناشئة ومنها مصر، حيث من المفترض وجود فروق معنوية فى سلوك سياسة التوزيعات بين كل من الدول المتقدمة والدول النامية لإختلاف الخصائص البيئية والمؤسسية فى تلك الأسواق.

## ٢ - مشكلة البحث

تعتبر سياسة توزيعات الأرباح من أهم السياسات والقرارات المالية بعد قرار الاستثمار والتمويل نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على أسعار الأسهم في السوق المالية، كما تعد من القضايا التي مازالت تخضع للكثير من الجدل في مجال الأدب المحاسبي والتمويل، وذلك لإختلاف مستويات تطور الأسواق المالية بين الدول وما يترتب عليه من اختلاف البيئة المؤسسية والحكومية لتلك الاقتصاديات.

وتخضع سياسة توزيع الأرباح لعدة اعتبارات تشمل الربحية، ووضع السيولة، والقواعد والقيود القانونية، والرفع المالي، وفرص النمو، ورغبات المساهمين ونوعية المستثمرين وغيرها من الاعتبارات. وقد ظهرت العديد من النظريات التي حاولت تفسير سياسة التوزيعات منها نظرية عصفور في اليد، نظرية أولويات التمويل، نظرية الإشارة، وغيرها من النظريات (Bhutto, 2015).

وعلى الجانب الآخر، يعتبر هيكل الملكية أحد العوامل الهامة المؤثرة على سياسات الشركات، وإحدى الآليات التي تنظم العلاقة بين الملكية والادارة، ويؤثر نمط الملكية في مستوى حوكمة الشركات وأداء المنشأة وشكل التنظيم داخل المنشأة، ومستويات الاستثمار والرقابة وعلى جوانب الأداء، ومما لا شك فيه يمكن أن يؤثر هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح سواء فيما يتعلق بقرار دفع توزيعات أرباح أو عدم دفع توزيعات، وكذلك مقدار التوزيعات المدفوعة، ومن هنا ينشأ السؤال الرئيسي للبحث بشأن أختلاف أنماط هيكل ملكية الشركات وما يترتب عليه من تأثير على سياسة توزيعات الأرباح.

## ومن ثم تتمثل مشكلة البحث في محاولة

### الاجابة على التساؤلات الآتية:

- لماذا تقوم الشركات بدفع توزيعات الأرباح؟
- ما هي النظريات المفسرة لسياسة توزيعات أرباح الشركات من منظور محاسبي؟
- ما هي محددات سياسة توزيعات الأرباح من منظور محاسبي؟
- ما هي أنواع سياسة توزيعات الأرباح؟
- ما هي الأنماط المختلفة لهيكل ملكية الشركات؟
- ما هو تأثير هيكل ملكية الشركات على سياسة توزيعات الأرباح للشركات المسجلة في البورصة المصرية؟
- إلى أي مدى يدعم الدليل التجريبي للشركات المصرية امكانية تطبيق النماذج النظرية لتفسير سياسة التوزيعات في أحد أسواق رأس المال الناشئة مثل سوق رأس المال المصري؟

## ٣ - هدف البحث

يهدف البحث إلى دراسة واختبار تأثير الأنماط المختلفة لهيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح للشركات من منظور محاسبي، وذلك في أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري.

## ٤ - أهمية ودوافع البحث

يستمد هذا البحث أهميته من أهمية قضية توزيعات الأرباح، والتي تعتبر من القضايا التي مازالت تلقى اهتمام ودراسة من قبل الباحثين ولا تزال تمثل أحد الأغاز في مجال التمويل ولا سيما في الأسواق الناشئة مثل مصر. ويسلط هذا البحث المزيد من الضوء على تأثير هيكل الملكية على سياسات توزيعات الأرباح، وبالتالي مساعدة المستثمرين والمحللين الماليين وغيرهم من الأطراف ذات الصلة بخصوص فهم العلاقة بين هيكل الملكية

## ٦ - حدود البحث وخطة البحث

يقترن البحث على دراسة تأثير الأنماط المختلفة لهيكل ملكية الشركات، وذلك من حيث تأثير ملكية كبار المساهمين، والملكية الإدارية، وملكية المؤسسات، وملكية الدولة، والملكية الأجنبية، وتشتمت الملكية بين عدد كبير من المساهمين على سياسة توزيعات الأرباح.

ويخرج عن نطاق البحث دراسة العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على سياسة التوزيعات مثل آليات الحوكمة وغيرها من العوامل الأخرى. كما سوف تقتصر الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية بعد استبعاد الشركات المالية نظراً لخضوعها لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة.

وفي ضوء مشكلة البحث وهدفه، فسوف يستكمل البحث على النحو التالي:

- توزيعات الأرباح من منظور محاسبي.
- النظريات المفسرة لسياسة توزيعات الأرباح.
- محددات سياسة توزيعات الأرباح.
- أنماط هيكل الملكية.
- تحليل العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح واشتقاق فروض البحث.
- الدراسة التطبيقية.
- النتائج والتوصيات.

## ٧ - توزيعات الأرباح من منظور

### محاسبي

تعتبر الأرباح التي تحققها الشركة نقطة جدل ومحل خلاف بين إدارة الشركة والمساهمين، فهي تعتبر مصدر الاستثمار والتمويل الداخلي للشركة إذا ما تم الاحتفاظ بها واستثمارها داخل الشركة، كما تمثل مكافأة أو عائد للمساهمين إذا ما تم توزيعها

وسياسة توزيعات الأرباح بما يساعد في اتخاذ القرارات المثلى.

وعلى الرغم من أهمية قضية توزيعات الأرباح وتأثير هيكل ملكية الشركات على سياسة التوزيعات، إلا أن معظم الأدلة التجريبية التي تناولت هذه العلاقة تمت في العديد من الدول المتقدمة، والقليل من الدراسات تمت في الأسواق الناشئة، لذلك يوفر سوق رأس المال المصري بيئة جديرة بالاهتمام لاكتشاف ودراسة هذه العلاقة، فمع تركيز ملكية الشركات المصرية وانخفاض جودة ممارسات حوكمة الشركات تزيد تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات، ومن ثم يزيد احتمال استخدام سياسة توزيعات الأرباح كألية لتخفيف مشاكل الوكالة، أو في المقابل استخدام سياسة التوزيعات لتحقيق مصالح كبار المساهمين أو الأطراف المسيطرة، وبالتالي توفر الدراسة الحالية فهم أفضل لسياسة توزيعات الأرباح وعلاقتها بهيكل ملكية الشركات.

## ٥ - منهجية البحث

يعتمد البحث على المنهج الاستقرائي التحليلي، حيث سيتم الاعتماد على المنهج الاستقرائي في الشق النظري للبحث وذلك لتحليل واستقراء الدراسات السابقة المتعلقة بمتغيرات الدراسة، والتي تتمثل في المتغير المستقل وهو أنماط هيكل الملكية، والمتغير التابع والمتمثل في سياسة توزيعات الأرباح، ومدى تأثير أنماط هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح، ومن ثم اشتقاق فروض البحث القابلة للاختبار في البيئة المصرية. كما يعتمد البحث على أسلوب تحليل المحتوى (Content Analysis) حيث تم تحليل التقارير المالية لعينة من الشركات المسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة المالية من عام ٢٠١٢ إلى عام ٢٠١٤.

التوزيعات هي عبارة عن النهج الذي تتبعه الشركة من حيث توزيع الأرباح أو احتجاز تلك الأرباح، بمعنى أن سياسة التوزيعات تحدد ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين والجزء الذي يحتجز ويستخدم كمصدر تمويل داخلي لتمويل عمليات التوسع والنمو وإعادة استثمارها داخل الشركة. وبالتالي تؤثر سياسة توزيعات الأرباح على مقدار ونمط التوزيعات على المساهمين عبر الزمن، كما تؤثر على سعر السهم (Farinha, 2002).

وتستخدم سياسة التوزيعات كإشارة signaling mechanism لإرسال معلومات للمستثمرين والسوق عن التنبؤات الحالية والمستقبلية للشركة، وبالتالي تؤثر على قيمتها السوقية (Anam, 2004). ويتم تصميم سياسة توزيعات الربح بعد الأخذ في الاعتبار تفضيلات المستثمرين للتوزيعات وحاجة المنشأة لتمويل عمليات التوسع، حيث توزيع الجزء الأكبر من أرباح المنشأة يعني احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض أسعار السهم، وبالتالي تعتبر سياسة توزيعات الأرباح أحد القضايا الهامة والأغراض التي تواجه المنشأة لما لها من تأثير على العديد من المجالات المالية في المنشأة مثل الهيكل المالي، والسيولة، معدل النمو، تكلفة الأموال، وما له من أثر في تحقيق هدف تعظيم قيمة المنشأة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين (Mori, 2015).

ومن ناحية أخرى، وفقاً لنموذج تكاليف الوكالة، فإن سياسة التوزيعات يمكن أن تشكل إما وسيلة للرقابة على المديرين أو آلية يمكن للادارة من خلالها أن تعظم مصالحها الخاصة على حساب المساهمين، وتعتمد النتيجة النهائية على مدى كثافة تعارض المصالح وقوة كل طرف منهما

مقابل استثمارهم داخل الشركة وتحملهم للمخاطر، ففي اقتصاديات تمويل الشركات يوجد نوعان من العناصر الرئيسية في ملكية الشركات هما الحق في السيطرة والرقابة والحق في الحصول على صافي أرباح الشركة، ويعد الحصول على التوزيعات هو الوسيلة التي من خلالها يحصل المساهم على العائد من استثماراته في الشركة، وبالرغم من أن توزيعات الأرباح تعتبر واحدة من حقوق المساهمين، إلا أنه في الشركات المساهمة لا يكون من حق المساهمين اجبار الشركات على دفع التوزيعات، فهو قرار اختياري للأطراف الداخلية التي تسيطر على المنشأة سواء توزيع الأرباح أو احتجازها وإعادة استثمارها لتوليد أرباح مستقبلية (Rahman, 2002).

وتعرف التوزيعات بأنها توزيع الأرباح الماضية أو الحاضرة للشركة في شكل أصول حقيقية على مساهمي الشركة بما يتناسب مع ملكيتهم، وتؤثر توزيعات الأرباح على الأسعار السوقية للأسهم لما تتضمنه من محتوى معلوماتي أو اشارات للمستثمرين حول أداء المنشأة (Roy, 2015). كما يعرفها (Alshubiri et al., 2012) بأنها عوائد للمساهمين عن استثماراتهم في المنشأة وتحملهم للمخاطر. ويرى (Kumar, 2006) أن التوزيعات هي مكافأة للمساهمين لتقديم التمويل للمنشأة، وبدون أي توزيعات يصبح السهم بدون قيمة.

ويختلف مفهوم توزيعات الأرباح عن سياسة التوزيعات، فإذا كانت توزيعات الأرباح هي عبارة عن العوائد أو الأرباح التي حققتها الشركة سواء خلال الفترة المالية الحالية أو خلال الفترات الماضية والتي يستحقها المساهمون أو أولئك الذين يملكون حصص في رأس مال الشركة، فإن سياسة

## ٨- محددات سياسة توزيعات الأرباح

تمثل سياسة توزيع الأرباح أحد القضايا الهامة محل اهتمام في مجال التمويل، ويرجع ذلك إلى عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، هذا بالإضافة لما تتضمنه سياسة توزيعات الأرباح من ضرورة الموازنة بين هدفين متناقضين، توزيع الأرباح أم احتجازها، حيث تعتبر الأرباح المحتجزة مصدراً رئيسياً للتمويل الداخلي لتمويل الاستثمار والتوسع داخل الشركات، في حين أن توزيع الأرباح يعد من الأمور المرغوبة للمستثمرين، وبالتالي ارتفاع معدل توزيع الأرباح معناه انخفاض الأرباح المحتجزة والعكس صحيح، وعليه يتطلب الأمر من الشركات الموازنة بين توزيع الأرباح أو احتجازها، وذلك في ضوء أهداف الشركة المتمثلة في تعظيم قيمة المنشأة ككل وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

وبناء على ما سبق، يهدف هذا الجزء في البحث إلى التعرف على طبيعة سياسة توزيعات الأرباح، ودوافع توزيع الأرباح في الشركات، والعوامل المؤثرة في سياسة التوزيعات، وذلك على النحو التالي:

### ٨-١ طبيعة سياسة توزيعات الأرباح

يمكن النظر إلى سياسة توزيعات الأرباح وفقاً لتحديد مقدار ونمط توزيعات الأرباح عبر الزمن من عدة زوايا أهمها ما يلي:

### (١) سياسة فائض التوزيعات Residual dividend policy

تتضمن سياسة فائض التوزيعات تخصيص الأرباح التي حققتها المنشأة بين المساهمين وبين الاستثمارات المتاحة للمنشأة، فإذا كان العائد المتوقع من استثمارات المنشأة أكبر من العائد الذي يطلبه

(Karathanassis and Chrysanthopoulos, 2015).

ويرى (Ramli, 2010) أن سياسة توزيعات الأرباح هي أحد قرارات المنشأة التي وجد أنها تتأثر بهيكل ملكية المنشأة، وتستخدم لتخفيف مشاكل الوكالة في المنشأة، وبالتالي تعتبر بديل للملكية المركزة كآليات للرقابة.

ويمكن النظر إلى سياسة توزيع الأرباح من زاويتين، تتمثل الزاوية الأولى في تأثير قرار توزيع الأرباح على التمويل الذاتي أو الداخلي للمنشأة، ومن ثم على تمويل الاستثمارات من مصدر ذو تكلفة منخفضة بالمقارنة بالمصادر الأخرى مثل المديونية أو زيادة رأس المال. أما الزاوية الثانية، فتتمثل في دراسة قرار توزيع الأرباح من وجهة نظر سوق رأس المال، لما تتضمنه توزيعات الأرباح من ارسال اشارات للمستثمرين الحاليين والمحتملين حول أداء المنشأة (Mitton, 2004).

وبناء على ما سبق، يخلص الباحث إلى أن توزيعات الأرباح هي عبارة عن العوائد التي يتلقاها المساهمون على استثماراتهم في أسهم المنشأة، بينما سياسة توزيع الأرباح هي قرار بالمفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها في المنشأة. وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية بما يعظم قيمة المنشأة ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين، وذلك في ضوء أهداف المنشأة، ومع الأخذ في الاعتبار مجموعة من الاعتبارات أهمها سلامة المركز المالي للمنشأة بعد التوزيع، واختيار الطريقة المثلى لتوزيع الأرباح، وعدم الإضرار بمصالح المساهمين والأطراف ذوي المصالح.

لأن المديرين يكونوا كارهين تخفيض أو قطع التوزيعات Cut dividends. ومن وجهة نظر الوكالة، فإن سلوك تمهيد التوزيعات للشركات هو استجابة لتكاليف الوكالة المتولدة من انفصال الملكية والرقابة في الشركات ذات الملكية المشتتة، حيث المعدل الثابت أو المستقر للتوزيعات يضع حد أدنى لأداء المديرين، وعندما يفشل المديرين في تحقيق هذا المعيار أو الحد يتم رقابتهم، ولذلك تعتبر التوزيعات وظيفة رقابية (Rahman, 2002).

### (٣) سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات

مع ارتفاع الأسعار والتضخم وانخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات، يفضل المساهمون النمو المنتظم في التوزيعات، مما أدى إلى تحول المنشآت من سياسة استقرار مقدار التوزيعات إلى سياسة معدل نمو سنوي ثابت للتوزيعات، وفي هذه الحالة تحدد الشركة معدل نمو مستهدف للتوزيعات ويتم زيادة التوزيعات بتلك النسبة سنوياً، وبالتالي زيادة التوزيعات بمعدل ثابت وهو ما يتضمن عائداً مستقراً للمساهمين (Michaely and Roberts, 2011).

### (٤) سياسة التوزيعات الإضافية:

وفقاً لهذه السياسة تقوم الشركات بإجراء توزيعات منخفضة ولكن بصورة مستمرة ومنظمة، بالإضافة إلى إجراء توزيعات إضافية وذلك في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح ولا توجد حاجة لاحتجازها، ومن ثم هناك حد أدنى من التوزيعات بالإضافة إلى توزيعات إضافية، وتتاسب هذه السياسة المنشآت التي تتصف بالتقلب الشديد في أرباحها.

المساهمين، فلن يعترض المساهمين على قرار احتجاز الأرباح لتمويل تلك الاستثمارات، وبعد قيام المنشأة باستيفاء الاحتياجات التمويلية لتلك الاستثمارات، يتم توزيع الفائض أو النقدية المتبقية على المساهمين، أما إذا استوعبت الاستثمارات الأرباح المحققة بالكامل فلن تقوم بإجراء توزيعات، وبالتالي فإن مقدار التوزيعات سوف يكون متغير بدرجة كبيرة وعادة ما تكون صفر. وبناء عليه تتضمن سياسة فائض التوزيعات اتباع خطوات محددة تتمثل في تحديد هيكل رأس المال للمنشأة، ثم تحديد مقدار الأموال المطلوبة في ظل هذا الهيكل المثالي، واستخدام الأرباح المحجوزة والتمويل الداخلي، وإذا زادت الأرباح المحققة عن مقدار الأموال المطلوبة يتم إجراء توزيعات أرباح على المساهمين (Roy, 2015).

### (٢) سياسة استقرار مقدار التوزيعات Managed dividend policy

إذا اعتقد المديرين والأطراف الداخلية في المنشأة أن سياسة التوزيعات لها تأثير إيجابي على تقييم الأسهم، فإنهم يميلوا إلى تبني سياسة استقرار مقدار التوزيعات، وهذا إلى جانب المحتوى المعلوماتي للتوزيعات، حيث إن عدم استقرار التوزيعات يعد مؤشراً غير جيد عن أداء المنشأة أو انخفاض الأرباح المتوقعة للمنشأة وبالتالي يؤثر على سعر الأسهم في السوق، وبالتالي تتبنى الشركات سياسة التوزيعات المستقرة، وظهور نمط تمهيد التوزيعات dividend Smoothing، حيث تحاول الشركات الحفاظ على استقرار معدل التوزيعات، فمع اختلاف أرباح المنشأة من سنة لأخرى يتم تعديل نسبة التوزيعات المدفوعة وجعلها أقل تقلباً، وذلك

## (٥) سياسة توزيعات ديناميكية Dynamic dividend policy

- تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين من خلال توفير المعلومات بشأن فرص النمو المستقبلي للمنشأة.
- الحد من استغلال صغار المساهمين بواسطة كبار المساهمين.
- تلبية احتياجات المستثمرين.

### ٨-٣ العوامل المؤثرة في سياسة التوزيعات:

- هناك العديد من العوامل والاعتبارات التي تؤثر على سياسة التوزيعات التي تضعها المنشأة، ويجب أخذها في الاعتبار عند وضع السياسة المثلى للمنشأة والأكثر ملائمة لظروفها، وتشمل تلك العوامل الآتي (Esqued, 2015):

#### ١- الشروط الخاصة بالقروض (المديونية)

- زيادة نسبة مديونية الشركة للغير قد يفرض عليها شروط مديونية تضع قيود على توزيعات الأرباح وذلك لسداد أصل الدين والفوائد المستحقة في تواريخ استحقاقها، على سبيل المثال قد تتضمن عقود المديونية النص على أنه لا يتم دفع توزيعات نقدية إلا بعد استيفاء شروط معينة مثل إلا تقل نسبة السيولة أو معدل تغطية الفوائد أو أى معدلات أمان أخرى عن مستوى معين.

#### ٢- شرط عدم الإضرار برأس المال:

- هناك بعض اللوائح والقيود الخاصة بالحفاظ على مستوى رأس المال عند وضع سياسة التوزيعات. والهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول الشركة تزيد على خصومها بهامش معين كحد أدنى كضمان للدائنين والمقرضين بهدف تدعيم المركز المالي للشركة عند اتخاذ قرار التوزيعات، وعدم المساس برأس المال.

وفقاً لهذه السياسة تختلف سياسة التوزيعات عبر دورة حياة المنشأة، نظراً للتغيرات في معدلات نمو الشركة والتدفقات النقدية المتاحة والفرص الاستثمارية المتاحة، وبالتالي تختلف سياسة التوزيعات من فترة لأخرى، فعلى سبيل المثال مع زيادة الأرباح المحققة تزداد التوزيعات المدفوعة والعكس في حالة نقص وتراجع أرباح المنشأة (Anand, 2004).

### ٨-٢ دوافع توزيعات الأرباح

هناك العديد من الدوافع التي تحفز الشركات على توزيع جزء من أرباحها مقابل احتجازها للتمويل الذاتي أو الداخلي، (Hedensted and Raab- 2013; Thanatawee, 2008; alleb, 2008) تتضمن

#### هذه الدوافع الآتي:

- تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة لإرسال معلومات عن التنبؤات الحالية والمستقبلية لأرباح المنشأة وأدائها وبالتالي تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المنشأة.
- تحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهم المنشأة وعدم بيعها، وكذلك تحفيزهم على الاكتتاب عند زيادة رأس المال.
- زيادة ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية.
- تخفيف مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة.
- تدعيم قيمة المنشأة.
- تسهيل رقابة سوق رأس المال لأنشطة وأداء المنشأة.



### ٣- الاحتياجات التمويلية وفرص النمو والتوسع:

يعد تحديد الاحتياجات التمويلية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار التوزيعات، فالتنبؤ بالاحتياجات المالية للمنشأة وتحديد الموقف المالي والنقدي للمنشأة من المتطلبات والاعتبارات الأساسية عند وضع سياسة التوزيعات. وبصفة عامة فإن الشركات الجديدة تفضل الاعتماد على الأرباح المحجوزة لمقابلة فرص النمو والاحتياجات التمويلية، وتستمر في تلك السياسة حتى تصل إلى مرحلة النضوج، حيث تبدأ في توزيع الأرباح بدلاً من الاحتفاظ بها، وبالتالي تتأثر سياسة التوزيعات بفرض النمو والاستثمار لدى المنشأة (Gutierrez and saez, 2015).

### ٤- توافر السيولة النقدية:

يعد وضع السيولة للمنشأة من الاعتبارات الأساسية عند تحديد سياسة توزيعات الأرباح، فقدرة المنشأة على اجراء توزيعات لا يتوقف فقط على مجرد تحقيق الشركة للأرباح، ولكن يعتمد أيضا على مدى توافر السيولة النقدية الكافية لاجراء التوزيعات، فمن الممكن أن تكون المنشأة ذات ربحية عالية وبالرغم من ذلك يكون وضع السيولة لديها ضعيف وخاصة إذا كانت المنشأة تعتمد على البيع الاجل أو يتم استخدام السيولة لسداد القروض أو المنشأة في مرحلة النمو والتوسع.

### ٥- الربحية:

تتأثر سياسة التوزيعات بربحية المنشأة واتجاهات ومقدار الأرباح المستقبلية، فمن الملاحظ أن ثبات معدلات ربحية المنشأة واستقرارها نسبياً يشجع المنشأة على توزيع الأرباح، أما إذا كانت

ربحية المنشأة تنصف بالتقلب الشديد وعدم التأكد وعدم استقرار نسبي فإن هذا يشجع المنشأة على الاحتفاظ بالأرباح أو جزء منها لمواجهة عدم التاكيد المستقبلي.

### ٦- مرحلة نضوج المنشأة:

قد تتأثر سياسة توزيعات بمرحلة نضوج المنشأة أو عمر المنشأة، فالمنشآت الحديثة عادة ما تكون في حاجة إلى أموال لتمويل نشاطها وفرص النمو المتاحة لها، ومن ناحية أخرى تواجه تلك المنشآت صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي، ولذلك تتبع سياسة تخفيض نسب التوزيعات والاحتفاظ بالأرباح واحتجازها كمصادر للتمويل الذاتي أو الداخلى. وفي المقابل الشركات القديمة والتي بلغت مرحلة النضوج سواء في التوسع أو النمو، قد تجد أنه من الأفضل لها اتباع سياسة توزيعات أرباح بمعدلات متزايدة، هذا بالإضافة إلى سهولة وصولها إلى التمويل الخارجي وتوافر السيولة اللازمة لاجراء توزيعات أرباح (Sailva and Leal, 2003).

### ٧- رغبات المساهمين:

هناك تنوع وتباين في رغبات المساهمين والمستثمرين تجاه توزيعات الأرباح، وذلك نظراً لتضارب المصالح بين المساهمين، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين هما أختلاف الموقف الضريبي للمساهم، وحاجة المساهم لدخل دورى مقابل الدخل المستقبلي. فمن ناحية يميز التشريع الضريبي بين التوزيعات والأرباح الرأسمالية، حيث غالباً ما تعفى توزيعات الأرباح من الضرائب بينما تخضع الأرباح الرأسمالية للضريبة، إلا أن خضوع الأرباح الرأسمالية للضريبة لا يتحقق إلا عند قيام المستثمر ببيع ما يملكه من أسهم، وعلى هذا يمكن للمساهم تأجيل

لتوصيل مغزى معين للمساهمين الحاليين والمحتملين، فمن بين هذه النظريات نظرية الوكالة ونظرية الإشارات وحوكمة الشركات. وفيما يلي استعراض لتلك النظريات:

## ٩-١ نظرية حيادية سياسة توزيعات الأرباح:

قدم هذه النظرية كل من (Miller and Modigliani, 1961)، حيث تفترض هذه النظرية أن المعلومات متماثلة لدى جميع المساهمين ومثالية سوق رأس المال، وأن مصادر التمويل الداخلى والخارجى بدائل لبعضهما ولا يوجد أفضلية لأحدهما على الأخرى، وعليه فإن قيمة المنشأة لا تتأثر بهيكل رأس المال، وأن توزيعات الأرباح لا تؤثر على قيمة المنشأة وليست مؤثرة على ثروة المساهم، فى حين تتوقف قيمة المنشأة على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة، وأن كفاءة الاستثمارات هى المحدد الرئيسى لثروة المساهم.

وبناء على هذه النظرية فإن قيام المنشأة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، ومن ثم لا يكون لها تأثير على القيمة السوقية للسهم، مما يعنى عدم وجود سياسة مثلى لتوزيعات الأرباح. ومن الواضح أنه فى الممارسة العملية، فإن سوق رأس المال لا يتصف بالكفاءة وهناك عدم تماثل للمعلومات بالإضافة إلى مشاكل الوكالة مما يكون له تأثير كبير على سياسة التوزيعات والتي بدورها تؤثر على أسعار الأسهم. وبالرغم من عدم واقعية فروض هذه النظرية إلا أنها شكلت الأساس لتطور النظريات الأخرى مثل نظرية الوكالة ونظرية أولويات التمويل (Ahmed, 2008).

الضرائب على الأرباح الرأسمالية ويفضلون الحصول على توزيعات نقدية. وبناء عليه فالمساهم الذى ينتمى إلى شريحة ضريبية عالية يفضل احتجاز الأرباح لاعتقاده بأن ذلك سوف يؤدى إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم أى تحقيق أرباح رأسمالية، بينما المساهم الذى ينتمى إلى شريحة ضريبية منخفضة يفضل توزيعات الأرباح. ومن ناحية أخرى، اختلاف حاجة المساهمين للدخل الجارى مقابل الدخل المستقبلى تؤدى إلى تباين رغبات المساهمين تجاه تفضيل توزيعات الأرباح مقابل احتجازها، فصغار المستثمرين يعتبروا التوزيعات مصدر دخل لهم وبالتالي يعارضون احتجاز الأرباح، وذلك على خلاف كبار المساهمين الذين يفضلون احتجاز الأرباح على توزيعات الأرباح وذلك لتخفيف العبء الضريبى عنهم، وعليه فإن قرار المنشأة بالمفاضلة بين توزيعات الأرباح أو احتجازها سيتفق مع رغبات فئة من المساهمين ويتعارض مع رغبات فئة أخرى.

## ٩-٢ النظريات المفسرة لسياسة توزيعات الأرباح:

يمكن تقسيم النظريات التى تحاول تفسير سياسة توزيعات الأرباح إلى أربعة فئات أساسية، الفئة الأولى تفترض حيادية سياسة توزيع الأرباح وعدم تأثيرها إلى قيمة المنشأة، والفئة الثانية تستند على رغبات المساهمين والتمييز الضريبى، والفئة الثالثة تأخذ فى الاعتبار العوامل الخاصة بالمنشأة مثل فائض النقدية وأولويات التمويل، والفئة الأخيرة من النظريات ترى أن سياسة توزيع الأرباح من القرارات الهامة للمنشأة وتعتبر آلية الرقابة ومؤشر

## ٩-٢ نظرية عصفور فى اليد Bird in hand

تفرض هذه النظرية أن توزيعات الأرباح توفر سيولة للمساهمين، مما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد حول التدفقات النقدية المستقبلية، وهذا بالمقارنة بحالة عدم التأكد المصاحبة للزيادة فى القيمة السوقية للسهم الناتجة عن احتجاز الأرباح. وهذا يعنى أن عائد التوزيعات أكثر تأكيداً من العوائد الرأسمالية، ومن ثم يفضل المستثمر التوزيعات فى الوقت الحالى مقارنة بالأرباح الرأسمالية التى يمكن أن يحققها فى المستقبل، هذا بالإضافة إلى افتراض أن معظم مستثمرين يخططوا لإعادة استثمار توزيعات الأرباح أو اعتبارها دخل دورى يعتمدوا عليه، وبالتالي تفضيل التوزيعات على احتجاز الأرباح (Afza and Mirza, 2010)

## ٩-٣ نظرية فائض النقدية Free Cash Flow Theory

تعتمد هذه النظرية على افتراض أن توزيعات الأرباح يمكن أن تقلل من مستوى الأموال (التدفقات النقدية الحرة) والتى يمكن أن يستخدمها المديرون أو الأطراف الداخلية لتحقيق مصالحهم الشخصية سواء على المكافآت أو الاستثمار فى مشاريع غير مربحة، وبالتالي يمكن أن تقوم الشركات بتوزيع التدفقات النقدية الحرة على المساهمين بدلاً من ضياعها وسوء استغلالها، وبالتالي تستخدم التوزيعات كآلية لتخفيف مشاكل الوكالة الناتجة من التدفقات النقدية الحرة (Abdelsalam et al., 2008).

## ٩-٤ نظرية الوكالة Agency Theory

العلاقة بين سياسة التوزيعات وتكاليف الوكالة تم تطويرها حديثاً فى نظرية التمويل، استناداً إلى الدور الذى يمكن أن تلعبه توزيعات الأرباح فى تخفيض تكاليف الوكالة، وتستند هذه العلاقة على فكرة أن آليات رقابة المنشأة يمكن أن تكون مفيدة فى تخفيض تعارض الوكالة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية.

ويمكن أن تساعد توزيعات الأرباح فى تخفيض مشاكل الوكالة، وذلك لسببين (Mosavi et al., 2013) الأول هو أن توزيعات الأرباح تخفض مقدار التدفقات النقدية الحرة المتاحة لإدارة المنشأة والتى قد تستغل لتحقيق منافع خاصة على حساب المساهمين، والسبب الثانى وهو أن توزيعات الأرباح تعرض المنشأة لمزيد من رقابة سوق رأس المال، وذلك لأن توزيعات الأرباح تحد من الأموال المتاحة وقد تلجأ المنشأة لاسواق رأس المال للوصول إلى تمويل خارجى إذا رغبت فى زيادة الاستثمارات المخططة، مما يضع المنشأة تحت رقابة وتقييم المستثمرين المحتملين، ومن ثم تخفيض مشاكل الوكالة (Vintila, 2013).

## ٩-٥ نظرية الإشارات Signaling Theory

تفترض هذه النظرية أن هناك محتوى معلوماتى لتوزيعات الأرباح، ففى ظل عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، يتوافر للأطراف الداخلية معلومات داخلية مقارنة بالمساهمين، وتمثل توزيعات الأرباح إشارة Signal لنقل أو توصيل معلومات عن الربحية المستقبلية للمنشأة أى إشارة

التوزيعات، وتفضيل المستثمرين لتوزيعات الأرباح تتغير وفقاً لأنماط هيكل الملكية سواء ملكية مركزية أو ملكية مشتتة. وتقتصر هذه النظرية أن سوق رأس المال يكافئ مديري الشركات عند الأخذ في الاعتبار رغبات واتجاهات المستثمرين نحو التوزيعات عند اتخاذ قرارات حول مستوى التوزيعات، ولكن يوجه الانتقاد لهذه النظرية حيث من الصعوبة قياس مشاعر ورغبات واتجاهات المستثمرين.

### ٧-٩ نظرية تأثير العميل Clientele effect theory

تفترض هذه النظرية أن المستثمرين يجذبوا تجاه الشركات التي تضع سياسة توزيعات تناسب أهدافهم الاستثمارية، وذلك نظراً لأن المستثمرين يواجهون معالجة ضريبية مختلفة لكل من توزيعات الأرباح مقابل الأرباح الرأسمالية، هذا إلى جانب تكلفة العمليات عند التعامل مع الأسهم، لذلك توجد تفاصيل مختلفة للمستثمرين تجاه التوزيعات والأرباح الرأسمالية، وبالتالي يعتبر هؤلاء المستثمرين بمثابة عملاء يختاروا المنشأة التي تنتهج سياسة توزيعات تتماشى مع استراتيجيتهم الاستثمارية (Afza and Mirza, 2010).

وتقتصر هذه النظرية أن المستثمر يختار محفظة الأوراق المالية بالرجوع إلى المعدلات الضريبية الحدية الخاصة بالمحفظة وتكاليف المعاملات التي تواجه المستثمر عند شراء وبيع الأوراق المالية، وبالتالي وجود مجموعات مختلفة من المستثمرين سوف يكون لديهم تفضيلات مختلفة لسياسة التوزيعات وبالتالي سوف تقوم الشركة بتحقيق رغبات واحدة من هؤلاء المستثمرين (Lacave and Urti-aga, 2014). ومع ذلك لم تستطيع هذه النظرية

لتوقعات مستقبلية جيدة للمنشأة، حيث الشركات ذات المعلومات الجيدة هي التي تستطيع استخدام مثل هذه الأداة (التوزيعات) باعتبارها إشارة لهذه التوقعات الجيدة (Mehrani et al., 2011).

وتعتمد هذه النظرية على افتراض رئيسي وهو أن سوق رأس المال يكون له رد فعل للإعلان عن توزيعات الأرباح، حيث تدرك كأخبار جديدة جيدة (Bokpin, 2011)، وبالرغم من ذلك تعاني هذه النظرية من بعض المشاكل، المشكلة الأولى أن نظرية الإشارة لا تتفق مع حقيقة أن التوزيعات تتركز بين الشركات الكبيرة والناضجة والأكثر ربحية والتي تعاني من مشاكل أقل لعدم تماثل المعلومات، وتمثل المشكلة الثانية في أنه إذا كانت التوزيعات تعتبر إشارة للسوق فإنها قد تبدو إشارة غير كفاء وذلك نظراً لوجود فترة زمنية بين الإعلان عن التوزيعات ورد فعل السوق لهذه الإشارة، حيث قد يأخذ السوق فترة زمنية لتعديل جميع المعلومات الإيجابية والسلبية المرسله بواسطة الإعلان عن تغيير التوزيعات (Lacave and Urriaga, 20-14).

### ٦-٩ نظرية تلبية رغبات المساهمين Catering theory

تفترض هذه النظرية أن سياسة توزيعات أرباح المنشأة يتم تصميمها وفقاً لمتطلبات ورغبات المساهمين. وتعتمد هذه النظرية على الاعتبارات السلوكية كنقطة انطلاق لتفسير سياسة التوزيعات (Neves, 2014)، وتتفاوت تفضيلات المستثمرين investor's Sentiments تجاه التوزيعات مع الوقت، ووفقاً لهذه النظرية إذا كان المستثمرون أو المساهمون يرغبون في زيادة التوزيعات فمن المحتمل أن تستجيب الشركات وتقوم بزيادة

النظرية فإن الشركات يمكن أن تعدل سياسة التوزيعات الخاصة بها عبر الزمن استجابة لتطور فرص الاستثمار الخاصة بها، ففي السنوات الأولى من عمر المنشأة، تدفع المنشأة توزيعات قليلة نظراً لأن الفرص الاستثمارية الخاصة بها تزيد عن رأس المال المتولد داخلياً، بينما في السنوات التالية تزيد الأموال الداخلية عن الفرص الاستثمارية، لذلك تدفع المنشأة توزيعات من الأموال الزائدة لتخفيف إمكانية ضياع فائض التدفقات النقدية الحرة، وتستخدم نسبة الأرباح المحجوزة إلى إجمالي حقوق الملكية كمقياس لمرحلة دورة حياة المنشأة (Denis and Osobov, 2007)، وبالتالي تفسر هذه النظرية لماذا أن الشركات الكبيرة والناضجة وذات الربحية العالية لديها نسب توزيعات مرتفعة، حيث يكون لديها تدفقات نقدية حرة، كما تفسر هذه النظرية رد فعل السوق الإيجابي (السلبى) لزيادة (نقص) التوزيعات.

#### ٩-١٠ افتراض التمكّن (التحصن) الإدارى

### Managerial entrenchment hypothesis

تفترض هذه النظرية (الفرضية) أن هناك علاقة بين مستويات الملكية الإدارية وسياسة توزيعات الأرباح، فعندما يمتلك المديرون نسبة منخفضة من أسهم المنشأة، ويكون هناك تشتت في الملكية، يكون المساهمون مشتتون بدرجة كبيرة لاتخاذ قرار ضد السلوك الإدارى الانتهازى الذى لا يعظم قيمة المنشأة، وبالتالي فإن الأطراف الداخلية يمكن أن تحصل على منافع شخصية مثل المكافآت، وبالتالي تعتبر سياسة التوزيعات آلية بديلة لحوكمة الشركات فى حالات المستويات المنخفضة للملكية الإدارية. وفى المقابل عندما تزداد الملكية الداخلية للمديرين ترتبط بتكاليف وكالة إضافية،

تفسير لماذا تتركز التوزيعات بين الشركات الكبيرة والناضجة والشركات ذات الربحية المرتفعة.

### ٩-٨ نظرية أولويات التمويل Pecking order theory

تقترح هذه النظرية أن الشركات تضع ترتيباً أو تسلسل لإستخدام الأموال فى تمويل الاستثمارات، حيث يأتى فى المقام الأول الأرباح المحجوزة كمصدر للتمويل الداخلى أو الذاتى للاستثمارات، وذلك باعتباره أقل تكلفة، ثم يتبعه فى المقام الثانى التمويل الخارجى أو الاقتراض، ثم تأتى بعد ذلك أموال الملكية عن طريق اصدار أسهم جديدة كمصدر للتمويل. وعند تفسير سياسة التوزيعات وفقاً لهذه النظرية نجد أن الشركات الأكثر ربحية يكون لديها توزيعات أعلى، والشركات ذات معدلات النمو والتوسع الأعلى تكون لديها توزيعات أقل، والشركات ذات الرفع المالى المرتفع لديها توزيعات أقل (Afza and Mirza, 2010).

### ٩-٩ نظرية دورة حياة التوزيعات Lifecyle theory of dividends

تفترض هذه النظرية أن سياسة التوزيعات تعكس بصورة معقولة دورة الحياة المالية للشركات، فالشركات الناشئة تواجه فرص استثمارية مع موارد محدودة، ولذلك تلجأ إلى الاحتفاظ بالأرباح بدلاً من توزيعها، وفى المقابل الشركات الناضجة تكون أكثر احتمالاً لقيامها بدفع توزيعات، وذلك لأنها ذات ربحية عالية وفرص استثمارية أقل (DeAngelo et al., 2006).

وتعتمد هذه النظرية على المفاضلة بين مزايا وتكاليف الاحتفاظ بالأرباح مقابل توزيعات الأرباح، وتجمع هذه النظرية بين عناصر نظرية الوكالة مع التطور فى الفرص الاستثمارية للمنشأة، ووفقاً لهذه

والمساهمين، أى أن هناك علاقة سلبية بين قوة حوكمة الشركات والتوزيعات (Miiton, 2004)، لذلك آليات حوكمة الشركات تكون بديل لتوزيعات الأرباح، والشركات يمكن أن تضع سياسة التوزيعات الخاصة بها استناداً إلى قوة ممارسات حوكمة الشركات بها، فالحوكمة القوية سوف تؤدي إلى توزيعات أقل، حيث تعارض الوكالة أقل.

## ١٠- متضمنات هيكل الملكية من

### منظور محاسبي

يمثل هيكل ملكية الشركات من أهم العوامل المؤثرة على قرارات وسياسات الشركات، وبصفة عامة يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين لأنماط هياكل الملكية في الشركات المساهمة وهما نمط تركيز الملكية ونمط تشتت الملكية (Lepetit et al., 2015)، ويتضمن النمط الأول وهو الملكية المركزة، أن تكون الملكية مركزة في أيدي عدد محدود من المساهمين، حيث يكون لهم الحق في الاشتراك في إدارة الشركة وتوجيه سياساتها المالية والتشغيلية، وذلك إما من خلال التمثيل المباشر في مجلس الإدارة أو من خلال ما يتمتعوا به من حقوق التصويت، ويحقق هذا النمط لهيكل الملكية مزايا الرقابة على أداء الإدارة والقدرة على الوصول للمعلومات، إلا أن هناك احتمال لإمكانية قيام كبار المساهمين بالعمل لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب صغار المساهمين (Warrad et al., 2012). ويتضمن النمط الثاني وهو الملكية المشتتة، وجود عدد كبير من المساهمين بالشركة والذين يمتلكون عدد قليل من الأسهم، وبالتالي تتوزع الملكية على نطاق واسع من المساهمين، ولا يكون لهم الحق في إدارة الشركة أو الرقابة بصورة مباشرة،

علاوة على ذلك، امتلاك المديرين لنسبة كبيرة من أسهم المنشأة، فربما يكون لديهم قوة تصويت كافية لضمان مراكزهم داخل المنشأة بصورة آمنة، والنتيجة أنهم يكونون مطمئنين وبعيدين عن القوة الرقابية الخارجية مثل خطر التهديد بالاستيلاء أو رقابة سوق العمالة الإداري وتصبح سياسة التوزيعات قوة رقابية (Farinha, 2002).

## ٩-١١ حوكمة الشركات وسياسة

### التوزيعات

هناك فرضين متعارضين حول تأثير حوكمة الشركات على سياسة توزيعات الأرباح (Adjaoud and Amar, 2010)، النموذج الأول يطلق عليه نموذج المخرجات للتوزيعات The outcome model of dividend ويفترض هذا النموذج أن الحوكمة الجيدة للمنشأة توفر حماية قوية لحقوق المساهمين، ويكون المديرون أكثر احتمالاً للتصرف في صالح المساهمين وانتهاج السياسات التي تعظم قيمة المنشأة وثروة المساهمين (Neves, 2014)، وبالتالي هناك علاقة إيجابية بين جودة الحوكمة وسياسة التوزيعات فالشركات التي لديها حوكمة قوية من المفترض ان يكون لديها أداء تشغيلي أفضل مما يسمح لهذه الشركات بدفع توزيعات أعلى بغض النظر عن قوة أو رغبة المساهمين، وبالتالي التأثير غير المباشر لأداء المنشأة (الربحية) والتأثير المباشر للحوكمة تمثلاً قوة تفسيرية لسياسة التوزيعات. وفي المقابل يفترض النموذج الثاني ويطلق عليه المدخل البديل substitution، أن الحوكمة الجيدة هي بديل عن التوزيعات، حيث ترتبط الحوكمة الجيدة للشركات بتكاليف وكالة أقل، وبالتالي تكون هذه الشركات أقل استخداماً للتوزيعات كآلية لتخفيف تعارض الوكالة بين المديرين

يمنحهم الحق في المشاركة في الإدارة والرقابة ومتابعة أداء الإدارة العليا، ولهذا النمط من الملكية مزايا وتكاليف، حيث يساعد تركيز الملكية في يد مستثمر رئيسي على تحقيق تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، حيث يتوافر للمستثمر الرئيسي الحوافز والقدرة على ممارسة الرقابة، مما يساعد على تخفيف مشاكل الوكالة بين المساهمين والإدارة، هذا بالإضافة إلى دورهم في تعزيز أداء وقيمة المنشأة في الأجل الطويل مقابل القرارات التي تهدف إلى الأرباح في الأجل القصير، مما يساهم في زيادة قدرة المنشأة على الإستمرار والنمو في المستقبل. وفي المقابل ينشأ من هذا النوع من الملكية نوع آخر من تكاليف الوكالة والتي تنشأ من تعارض المصالح بين كبار المساهمين وصغار المساهمين، فمن المحتمل قيام كبار المساهمين باستغلال مركزهم في تحقيق منافع خاصة بهم على حساب مصالح باقي المساهمين (Alshubiri et al., 2012) وذلك وفقاً لفرضية الاستغلال (المصادرة والاستيلاء) expropriation، والتي تقترض أن المستوى العالي من تركيز الملكية يزيد من ميل كبار المساهمين لاستغلال والاستيلاء على ثورة صغار المساهمين (Neves, 2014).

### ١-١-٢ ملكية المؤسسات المالية

#### أو الإستثمارية - Institutional Ownership

يتضمن هذا النمط من هيكل الملكية تركيز الملكية في يد مستثمر مؤسسي في شكل مؤسسات مالية أو استثمارية مثل البنوك وشركات التأمين، وصناديق الإستثمار (Mehrani et al., 2011)، ويؤثر المستثمر المؤسسي على أنشطة الإدارة مباشرة من خلال ملكيتهم، أو بصورة غير مباشرة

مما يترتب عليه زيادة تكاليف الوكالة (Ramli, 2010).

### ١-١-١ الملكية المركزة

يتضمن هذا النمط من الملكية تركيز الملكية في أيدي عدد محدود من المساهمين الذين يمتلكون نسبة كبيرة ومؤثرة من أسهم المنشأة، وينتشر هذا النمط من الملكية في الدول النامية وبعض الدول الأوروبية، ويطلق عليه البعض نظام الملكية المغلقة أو مصطلح نمط ملكية المساهمين المسيطرين، ويتسم هذا النمط بوجوده في الأسواق المالية ذات الدرجة المنخفضة من الكفاءة والفعالية (Wei et al., 2004)، هذا إلى جانب ضعف البيئة القانونية والمؤسسية في الدولة وانخفاض ممارسات حوكمة الشركات وحماية المساهمين، مما يترتب عليه تحول تعارض الوكالة التقليدي بين المديرين والمساهمين إلى تعارض المصالح بين كبار المساهمين المسيطرين وصغار المساهمين، حيث من المحتمل قيام كبار المساهمين بتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح صغار المساهمين.

ويمكن تصنيف الملكية المركزة وفقاً لطبيعة المستثمر الذي تتركز في يده الملكية إلى ملكية كبار المساهمين، ملكية المؤسسات المالية، الملكية الإدارية، الملكية الأجنبية، ملكية الدولة، ويمكن تناول هذا التصنيف على النحو التالي:

### ١-١-١-١ ملكية كبار المساهمين Large Shareholders Ownership

يتضمن هذا النمط لهيكل الملكية تركيز ملكية الشركة في يد عدد قليل من المساهمين يطلق عليهم المستثمر الرئيسي أو المساهم المسيطر -Control Shareholder، ويمتلك هذا المساهم أو المساهمين نسبة كبيرة ومؤثرة من أسهم الشركة، بما

تقارب المصالح بين المساهمين والادارة وما يترتب عليه من تخفيض السلوك الانتهازي للادارة واتخاذ قرارات من شأنها تعظيم قيمة المنشأة وزيادة ثروة المساهمين. إلا أنه على النقيض يوجد تأثير معاكس لملكية الادارة وهو تأثير الحصانة Entrenchment effect والذي يفترض انه عند المستويات المرتفعة لملكية الادارة، يصبح المديرين هم المساهمين الرئيسيين والمسيطرين، بما يتيح لهم العمل وفقاً لمصالحهم الخاصة مع عدم وجود خوف من العزل أو الجزاءات أو رقابة سوق العمل الاداري، وبالتالي فإن العلاقة بين الملكية الادارية وقيمة المنشأة تأخذ شكل العلاقة غير الخطية، وهذا يتفق مع وجود تأثير تقارب المصالح عند المستويات المنخفضة للملكية الادارية، ووجود تأثير الحصانة في ظل المستويات المرتفعة للملكية الادارية (Farinha, 2002).

### ١٠-١-٤؛ الملكية الأجنبية - Forgien Ow- nership

في ظل الاتجاه نحو العولمة والانفتاح الاقتصادي، يلعب رأس المال الأجنبي دوراً هاماً في الأسواق الناشئة، وتحاول الدول جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية من خلال وضع السياسات على مستوى الدولة مثل حماية حقوق المستثمرين وتحسين البيئة التشريعية والقانونية للاستثمار، وكذلك وضع السياسات على مستوى الشركات والتي تتعلق بتحسين مستويات الشفافية والافصاح وآليات حوكمة الشركات وتبني معايير المحاسبة الدولية، إلا أنه في المقابل ينبغي وضع الضوابط والقواعد اللازمة لتجنب مخاطر تركيز ملكية الشركات في يد المستثمر الأجنبي. ويتضمن هذا النمط من هيكل الملكية بعض المزايا والتأثير الإيجابي على الشركات

من خلال قدرتهم على التعامل في الأسهم التي يمتلكوها، ونظراً لأن المؤسسات المالية والاستثمارية تكون مسئولة أمام عملائها عن إدارة استثماراتهم، لذلك تكون أكثر استعداداً وقدرة علي رقابة إدارة الشركات التي تستثمر فيها مقارنة بصغار المساهمين والملكية المشتتة، كما تلعب دوراً في حوكمة الشركات، وتكون أكثر قدرة على الوصول للمعلومات ورقابة المديرين وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة (Vintila, 2013)، وبالرغم من ذلك، فهناك أدلة تجريبية (Renneboog and Trojanow- ski, 2005) أن المستثمر في شكل مؤسسات قد لا يقوموا بدور فعال في رقابة الشركات التي يستثمروا فيها، ويرجع هذا لسببين، الأول أن هؤلاء المستثمرين عادة لا يتوافر لهم الموارد الكافية لرقابة الشركات الموجودة في المحافظ المالية الخاصة بهم، والسبب الثاني، أن ممارسة رقابة هؤلاء المستثمرين (المؤسسات المالية) تمدهم بالمعلومات الداخلية، وفي حالة وجود تعارض وكالة جوهري بين الادارة والمستثمر المؤسسي في تلك الشركة، فإن هذا المستثمر المؤسسي يزداد احتمال قيامه ببيع جزء أو كل استثماراته في هذه الشركة أكثر من محاولة قيامه بتخفيض تعارض الوكالة (Karathanassis and chryanthopoulou, 2015).

### ١٠-١-٣؛ الملكية الادارية Managerial Ownership

يتضمن هذا النمط من الملكية تركيز ملكية المنشأة في يد أعضاء مجلس الادارة والادارة العليا، وينظر إلى ملكية الادارة على أنها إحدى الآليات التي تؤدي إلى تخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن انفصال الملكية عن الادارة، وبالتالي وجود توافق في مصالح كل من الملاك والادارة، وبالرغم من تأثير



الفرد على الدخول فيها مثل المرافق العامة أو البنية التحتية (Bokpin, 2011).

وبالرغم من تلك المزايا، فقد ينطوى هذا النمط من الملكية على بعض العيوب، أهمها أن ملكية الدولة قد تركز على تحقيق أهداف اجتماعية وسياسية على حساب الأهداف الاقتصادية وتعميم قيمة الشركات، هذا بالإضافة إلى إمكانية فرض الدولة لنفوذها وممارسة بعض الضغوط على تلك الشركات مما يعرقل عمليات اتخاذ القرارات الاقتصادية السليمة، ويحرم هذه الشركات من فرض النمو والابتكار، مما يؤثر سلباً على أدائها (Vintitila, 2013).

## ١٠-٢ الملكية المشتتة Dispersed Ownership

يتضمن هذا النوع من الملكية تشتت الملكية بين عدد كبير من المساهمين بالشركة، حيث يمتلك كل منهم عدد قليل من الأسهم، ومن ثم تضعف قدرتهم على التأثير على قرارات الشركة، وتزداد تكاليف الوكالة نتيجة انفصال الملكية عن الإدارة (Afza and Mirza, 2010).

ويتضمن هذا النوع من الملكية العديد من المزايا تشمل توسيع قاعدة الملكية بين عدد كبير من المستثمرين، وتشجيع المدخرات الصغيرة، بما يعزز من تحقيق السيولة في أسواق رأس المال، وتنويع المحافظ المالية للمستثمرين، وتخفيض المخاطر المرتبطة بالاستثمارات (Kumar, 2006). إلا أنه في المقابل قد يترتب على تشتت الملكية انخفاض الحافز لدى صغار المساهمين لرقابة الإدارة مما يؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات، هذا بالإضافة إلى ظهور مشكلة الاتكالية Free rider problem، حيث تواجه

وأسواق المال المحلية، ويرجع ذلك إلى دور الملكية الأجنبية في نقل تكنولوجيا حديثة ونظم متطورة وتوسيع نطاق المعرفة والخبرة لما يتوافر للمستثمر الأجنبي من إمكانيات وموارد، وقدرة على الوصول إلى الأسواق العالمية مما يؤثر على عملية التنمية الاقتصادية في الاقتصاديات الناشئة (Thana-twee, 2014). وقد يتضمن هذا في المقابل وجود بعض المخاطر والتي تتمثل على سبيل المثال في سيطرة المستثمر الأجنبي على أحد القطاعات الاقتصادية الهامة في الدولة مما قد يؤدي إلى احتكار لمنتج أو نشاط معين، بالإضافة إلى حرص المستثمر الأجنبي على تحقيق الربح السريع لاسترداد أمواله بسرعة والتركيز على القرارات قصيرة الأجل والسعي لتحقيق مصالحه الخاصة على حساب باقى المساهمين، بما يؤثر سلباً على الاقتصاد القومي، وبالتالي لا بد من قيام الدولة بوضع القيود والضمانات الكافية لجذب الاستثمارات الأجنبية وعدم الاضرار بالاقتصاد الوطني (Warrad et al., 2012).

## ١٠-١-٥ ملكية الدولة State ownership

يتضمن هذا النوع من هيكل الملكية، تركز ملكية الشركات في يد الدولة أو الحكومة، فقد تسيطر الدولة على بعض القطاعات الاستراتيجية بها، ويتضمن هذا النوع بعض المزايا للشركات منها الحصول على الدعم المالي والسياسي من الدولة بما يساعدها على مواجهة الظروف الاقتصادية الطارئة، هذا بالإضافة إلى أن ملكية الدولة تعتبر آلية للرقابة وتخفيف مشاكل الوكالة من خلال رقابة الإدارة، ووجود هذا النوع من الملكية يساعد على وجود مشروعات استراتيجية أو قومية قد يحجم المستثمر

ينتشر نمط الملكية المركزة في الأسواق الناشئة والتي تتصف بممارسات حوكمة ضعيفة وحماية ضعيفة لصغار المساهمين (Mitton, 2005)، وفي المقابل ينتشر نمط تشتت الملكية في الأسواق المالية المتقدمة، حيث توفر الحماية القانونية القوية لصغار المستثمرين. وبناء عليه فإن قوة النظام القانوني وضمانه لحماية المساهمين يؤدي إلى سيادة نمط تشتت الملكية، بينما ضعف النظام القانوني وعدم قدرته على حماية المساهمين وضعف ممارسات الحوكمة يؤدي إلى اتجاه المساهمين إلى هياكل الملكية التي تضمن حقوقهم وعلى الأخص نمط الملكية المركزة، من خلال آليات رقابة بديلة تعوضهم عن نقص الحماية القانونية (Neves, 2014).

## ٢- نوعية وثقافة المستثمرين

تؤثر نوعية وثقافة المستثمرين في تحديد نمط هيكل الملكية، فكلما كان المستثمر متجنب المخاطرة كلما سعى إلى تقاسم المخاطرة وبالتالي سعى وراء نمط تشتت الملكية، كما تؤثر ثقافة المستثمر ودرجة وعيه على تحديد نمط هيكل الملكية، فالمساهم الواعي الذي يهدف إلى زيادة قيمة المنشأة في الأجل الطويل وتحقيق أرباح على المدى الطويل، يسعى هذا المساهم إلى نمط تركيز الملكية، بينما المساهم الذي يهدف إلى تحقيق الأرباح السريعة على المدى القصير قد يلجأ إلى نمط تشتت الملكية (Esqued, 2015).

## ٣- درجة الإفصاح والشفافية

يمكن أن يؤثر مستوى الإفصاح والشفافية في القوائم والتقارير المالية للشركات في توجهه نحو نمط تشتت الملكية أو نمط تركيز الملكية، فزيادة مستوى ومتطلبات الإفصاح والشفافية في القوائم المالية

الشركات ذات الملكية المشتتة عدم وجود الدوافع لدى صغار المساهمين لرقابة الإدارة، حيث تعد الرقابة سلعة عامة، إذا قام بها أحد المساهمين وتحمل تكلفتها يستفيد كافة المساهمين الآخرين من ذلك، وبالتالي فكل مساهم يرغب في الحصول على المنفعة دون تحمل تكلفتها، ومن ثم تزداد حرية الإدارة ويزداد السلوك الانتهازى للإدارة لتحقيق مصلحتها الخاصة على حساب المساهمين، ولذلك قد يفضل صغار المساهمين اتباع استراتيجية الخروج من الشركة في حالة عدم الرضا عن أداء الإدارة بدلاً من ممارسة الرقابة. هذا بالإضافة إلى ميل صغار المساهمين إلى تحقيق الأرباح في الأجل القصير، والتي قد لا تعمل بالضرورة على تعزيز الأداء في الأجل الطويل، مما يضعف من استقرار الشركة وفرص نموها واستمرارها في المستقبل (Ahmed, 2008). وبناء على ما سبق، يخلص الباحث أن لكل نمط من أنماط هيكل الملكية مزايا وعيوب، ومن ثم ليس هناك أفضلية لنوع على آخر، وبالتالي فإن الشركة يجب أن تختار هيكل الملكية الخاص بها بما يتناسب مع طبيعة عملها وخصائصها والظروف البيئية التي تعمل بها.

## ١٠-٣ محددات هيكل ملكية الشركات

هناك مجموعة من المتغيرات والعوامل تؤثر في تحديد نمط هيكل الملكية الذي يناسب المنشأة، وتتضمن هذه العوامل نوعية النظم القانونية، ونوع الصناعة، النظم الضريبية، درجة الإفصاح والشفافية، ثقافة المستثمرين، وحجم الشركة، ويمكن تناولها على النحو التالي:

### ١- النظم القانونية وحماية المساهمين

تؤثر النظم القانونية للدول لحماية المساهمين في تحديد نمط هيكل الملكية السائد في الدولة، حيث

وجودتها المرتفعة تساعد على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي انتشار أو سيادة نمط الملكية المشتتة، حيث سيجد كبار المساهمين أنه لا توجد منافع إضافية أو منافع خاصة من ملكية نسبة كبيرة من أسهم المنشأة مما يخلق الحافز لديهم للتحويل إلى نمط الملكية المشتتة، والعكس صحيح في حالة انخفاض درجة الإفصاح والشفافية في القوائم المالية وزيادة حالة عدم تماثل المعلومات تخلق الحافز لزيادة نسبة الملكية والتحول نحو نمط الملكية المركزة لارتفاع المنافع الخاصة التي يمكن أن يحصل عليها كبار المساهمين على حساب صغار المستثمرين (Fair-child and Guney,2014).

#### ٦- حجم الشركة

يؤثر حجم الشركة في تحديد نمط هيكل الملكية، فالشركات صغيرة الحجم يظهر بها نمط تركيز الملكية، بينما الشركات كبيرة الحجم يظهر بها نمط تشتت الملكية، حيث حجم الشركة يتطلب أموال إضافية وتكاليف مرتفعة من المساهمين للوصول إلى نسبة ملكية كبيرة تحقق لهم أغراض السيطرة، بينما صغر حجم الشركة لا يتطلب أموال باهظة ويحتاج إلى مجهود أقل للوصول إلى نسبة ملكية كبيرة تحقق لهم أغراض السيطرة على الشركة (Mori,2015).

وبناء على ما سبق، يخلص الباحث إلى إمكانية تقسيم محددات والعوامل المؤثرة في نمط هيكل الملكية إلى محددات ترتبط بخصائص وطبيعة عمل الشركات ذاتها مثل نوعية وثقافة المستثمرين بالشركة، ونوع الصناعة التي تنتمي إليها الشركة وطبيعة نشاطها وحجم الشركة، هذا بالإضافة إلى محددات ترتبط بالبيئة الخارجية التي تعمل بها الشركات مثل جودة النظم القانونية وممارسات حوكمة الشركات على مستوى الدولة، ودرجة الإفصاح والشفافية ومتطلباتها، وأخيراً النظم الضريبية السائدة في الدولة، ودرجه التقدم في الاقتصاد وسوق رأس المال بالدولة.

وجودتها المرتفعة تساعد على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي انتشار أو سيادة نمط الملكية المشتتة، حيث سيجد كبار المساهمين أنه لا توجد منافع إضافية أو منافع خاصة من ملكية نسبة كبيرة من أسهم المنشأة مما يخلق الحافز لديهم للتحويل إلى نمط الملكية المشتتة، والعكس صحيح في حالة انخفاض درجة الإفصاح والشفافية في القوائم المالية وزيادة حالة عدم تماثل المعلومات تخلق الحافز لزيادة نسبة الملكية والتحول نحو نمط الملكية المركزة لارتفاع المنافع الخاصة التي يمكن أن يحصل عليها كبار المساهمين على حساب صغار المستثمرين (Fair-child and Guney,2014).

#### ٤- طبيعة الصناعة أو نشاط الشركة

نوع الصناعة التي تنتمي إليها الشركات يمكن أن تؤثر في تحديد نمط هيكل الملكية فبعض الصناعات أو الأنشطة تتطلب استثمارات مالية كبيرة من رأس المال مثل الصناعات التحويلية والتعدين وبالتالي الاتجاه نحو الملكية المشتتة، وعلى العكس هناك بعض الصناعات أو الأنشطة لا تتطلب استثمارات مالية كبيرة مثل الخدمات الاستشارية والصناعات التي تعتمد على رأس المال البشري، وبالتالي التحول نحو الملكية المركزة، هذا إلى جانب أن بعض الصناعات أو المجالات الاستراتيجية في الدولة قد تتركز الملكية في يد الدولة مثل المرافق العامة والكهرباء والطاقة وذلك نظراً للأهمية الاستراتيجية لهذه المجالات في الاقتصاد القومي (Gonzalez et al.,2014).

#### ٥- النظم الضريبية

يمكن أن تؤثر النظم الضريبية على اختيار المساهمين لشكل أو نمط هيكل الملكية، فالضرائب

## ١٠-٤ هيكل ملكية الشركات في بيئة الأعمال المصرية

مرت بيئة الأعمال المصرية وبصفة خاصة فيما يتعلق بهيكل ملكية الشركات بالعديد من التطورات ، فمنذ الستينات وحتى مطلع التسعينات من القرن الماضي، كانت تسود ملكية الدولة للشركات، وذلك لتحقيق أهداف اجتماعية مثل توفير السلع والخدمات بأسعار مخفضة ومدعمة ، وتوفير فرص عمل للحد من البطالة، وفي ظل عدم كفاءة ونقص إنتاجية تلك الشركات نتيجة غياب الرقابة والمساءلة وسوء استغلال الموارد، أصبحت هذه الشركات عبئاً على موازنة الدولة، وعلى الجانب الأخر، أصبح تبنى برامج الخصخصة وتحويل الملكية العامة إلى الملكية الخاصة ظاهرة تجتاح العالم وتشغل الفكر الاقتصادي (Dyck, 2001) . وتبنت مصر برنامج للإصلاح الاقتصادي في التسعينات، وكان أحد أجزاء هذا البرنامج هو تخفيض ملكية الدولة للشركات العامة من خلال خصخصتها، بالإضافة إلى تشجيع الاستثمار الخاص وجذب رأس المال الأجنبي وتخفيض سيطرة الحكومة على النشاط الاقتصادي. وقد اتبعت الحكومة المصرية أسلوبين للخصخصة، يتضمن الأول بيع أسهم الشركات العامة من خلال طرحها في سوق الأوراق المالية، ويتم ذلك إما بشكل جزئي أو كلي، ويتطلب هذا الأسلوب وجود أسواق مالية نشطة، بينما يتضمن الأسلوب الثاني بيع حصص استراتيجية من الأسهم أو بيع الأسهم بشكل كلي لمستثمر رئيسي (Omran, 2009).

وقد أثرت الأساليب التي ركزت عليها الحكومة المصرية عند خصخصة شركات قطاع الأعمال العام بشكل كبير على تحديد هيكل ملكية الشركات

المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، فقد كان أكثر الأساليب المستخدمة هو أسلوب طرح العام للأسهم حتى عام ٢٠٠٢، وقد يرجع ذلك إلى عدم توافر السيولة الكافية لدى صغار المستثمرين وانخفاض درجة الثقة في سوق الأوراق المالية لعدم توافر الشفافية الكافية، وعدم توافر المناخ الاقتصادي المناسب لجذب الاستثمارات (بدوي، ١٩٩٩)، مما أدى بدوره إلى تركيز الحكومة المصرية على أسلوب البيع إلى مستثمر رئيسي منذ عام ٢٠٠٥. وبناء على ذلك ، يمكن القول أن الاساليب المستخدمة في خصخصة شركات قطاع الاعمال العام بمصر لم تحقق هدف توسيع قاعدة الملكية كأحد الأهداف الأساسية لبرنامج الخصخصة المصرى، والتركيز على أسلوب البيع لمستثمر رئيسي من خلال الاكتتاب المغلق والذي يقتصر على مجموعة محددة من المستثمرين ترتب عليه تركيز قاعدة ملكية الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرى. هذا بالإضافة إلى ضعف الحماية القانونية للمستثمرين، وعدم وجود أسواق مالية متطورة وكفاء، وكان لها دور فى انتشار نمط تركيز الملكية.

وفى ضوء ما سبق، يرى الباحث أن نمط الملكية السائد فى بيئة الشركات المصرية هو نمط تركيز الملكية، بما يمثل حقيقة يفرضها الواقع فى البيئه المصرية فيما يتعلق بنقص القوانين والتشريعات التى توفر الحماية القانونية لحقوق المستثمرين ، بالإضافة إلى غياب آليات السوق ونقص ممارسات الحوكمة الجيدة التى تحقق انضباط السلوك الادارى ومحاربة الفساد الادارى، ووجود سوق رأس مال غير كفء، مما ترتب عليه

المعلوماتى لتوزيعات الأرباح ، ومن خلال استخدام عينة من ٧٣٦ اعلان عن تغيير التوزيعات فى المانيا خلال الفترة من ١٩٩٢ حتى ١٩٩٨ خلصت الدراسة أن توزيعات الأرباح تعتبر اشارة عن شدة التعارض بين كبار المساهمين (المسيطرين) وصغار المساهمين (أطراف خارجية)، وأن الاعلان عن تغيير التوزيعات يوفر محتوى معلوماتى جديد حول هذا التعارض، وأن هناك تأثير سلبي لهيكل الملكية الذى يتصف بتركز الملكية فى يد كبار المساهمين على ثروة صغار المساهمين (الأقلية)، وبالتالي فى ظل هذا النمط من الملكية يكون التعارض الأساسى بين كبار المساهمين وصغار المساهمين، فكبار المساهمين لديهم الدوافع للحصول على منافع خاصة من السيطرة، وتعتبر توزيعات الأرباح آلية مثالية للحد من استحواذ الأقلية من المساهمين ومن خلال التوزيعات يمكن أن يرسل كبار المساهمين اشارة لعدم استعدادهم للقيام بهذا الاستيلاء على الاقلية من المساهمين ، وبالتالي توصى الدراسة بضرورة وجود حماية أفضل لحقوق الأقلية من المساهمين وزيادة الشفافية للقوائم والتقارير المالية فى سياق إصلاح سوق رأس المال الأوربي.

ومن ناحية أخرى، قامت دراسة (Farinha, 2002) بتفسير الاختلاف فى سياسة توزيعات الإرباح بين الشركات الانجليزية من خلال افتراض التحصن الادارى managerial entrenchment hypothesis ، بالاضافة إلى الدور الرقابي لتوزيعات الإرباح من خلال تسهيل رقابة سوق رأس المال لأنشطة وأداء المنشأة ، حيث ارتفاع توزيعات الإرباح من المحتمل أن يتبعها احتمال قيام الشركة ببيع أسهمها فى أسواق رأس المال الأساسية أو الأولية، هذا بدوره يؤدي لفحص الإدارة بواسطة

سيادة نمط تركيز الملكية بشكل كبير كآلية بديلة للرقابة وضمان الحفاظ على حقوق المساهمين.

## ١١ - دراسة العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح واشتقاق فروض البحث

يعتبر هيكل الملكية إحدى الآليات المؤثرة فى السيطرة على تكاليف الوكالة، وتنظيم العلاقة بين الملاك والادارة ، وذلك من خلال دور هيكل الملكية فى الرقابة وممارسات حوكمة الشركات، وشكل التنظيم داخل الشركة، هذا فضلاً عن تأثيرها على الاداء ، ومستويات الاستثمار، ورقابة ممارسات ادارة الأرباح، وجودة الافصاح والتقارير المالية وغيرها من الجوانب الأخرى (Michaely and Roberts, 2011).

ومن ناحية أخرى، تعتبر سياسة توزيعات الأرباح من أهم السياسات فى المنشأة لما لها من تأثير على قيمة المنشأة وثروة المساهمين، ويؤثر هيكل ملكية الشركات فى سياسة التوزيعات، وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة تحليل واختبار العلاقة بين هيكل ملكية الشركات وسياسة توزيعات الأرباح، بعض الدراسات تناولت هذه العلاقة فى الاقتصاديات المتقدمة، والقليل من الدراسات تناولت هذه القضية فى الاقتصاديات الناشئة وقد أفرحت الدراسات السابقة وجود فروق معنوية فى تفسير هذه العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة التوزيعات بين الدول المتقدمة والدول النامية، وهذا نظراً لإختلاف السياق المؤسسى والبيئى لتلك الدول، ويمكن تحليل واستعراض ما توصلت إليه الدراسات السابقة على النحو التالى:

حاولت دراسة (Gugler and yurtoglu, 2001) الوصول إلى تفسير بديل للمحتوى

خلال إدارة سياسة التوزيعات لتحقيق نمط توزيعات يتم تمهيده نسبياً إلى الأرباح، ومن وجهة نظر الوكالة يعتبر سلوككم تمهيد التوزيعات استجابة لتكاليف الوكالة المتولدة من انفصال الملكية والرقابة في الشركات ذات الملكية المشتتة.

وقد تناولت دراسة (Wei et al., 2004) تحليل العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة التوزيعات باستخدام ٣٩٩٤ مشاهدة من الشركات المقيدة بالصين خلال الفترة ١٩٩٥ حتى ٢٠٠١، ووجدت الدراسة أن هذه العلاقة غير خطية، فهناك علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين ملكية الدولة للشركات والتوزيعات النقدية بينما هناك علاقة سلبية معنوية بين ملكية الجمهور والتوزيعات في شكل أسهم، كما تشير نتائج الدراسة إلى أن سياسة التوزيعات ليست حيادية ولكن غالباً ما تكون مصممة خصيصاً لتلبية تفضيلات المساهمين المسيطرين، حيث أن الشكل السائد للملكية في الصين هو تركيز الملكية من قبل الدولة، ووفقاً للوائح الصينية، الأسهم المملوكة للدولة لا يسمح بتداولها، وبالتالي المستثمر الرئيسي يضطر للاستثمار طويل الأجل، لذلك يكون هؤلاء المساهمين أقل اهتماماً بمؤشرات التوزيعات قصيرة الأجل لتعزيز الأسعار الحالية للأسهم، وبالتالي هناك اختلافات مؤسسية هامة مقارنة بالدول المتقدمة مما يكون له تأثير على سياسة توزيعات الأرباح.

ولتفسير اختلاف سياسة التوزيعات بين الدول، تناولت دراسة (Mitton, 2004) العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات، وباستخدام عينة من ٣٦٥ شركة من تسعة عشر دولة، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن العلاقة الإيجابية بين حوكمة الشركات والتوزيعات تقتصر في المقام الأول في

البنوك المستثمرة وموردي رأس المال، هذا بالإضافة إلى أن توزيعات الأرباح تساعد على تخفيض النقدية الحرة المتاحة للمديرين، والتي يمكن أن تضيع أو تفقد في مشاريع غير ذات قيمة، وبالتالي الحد من الاستثمار المفرط بواسطة المديرين، وقد خلصت الدراسة أن فرضية التحصن الإداري أو الملكية الإدارية لها تأثير على سياسة التوزيعات، ففي ظل المستويات المنخفضة للملكية الإدارية يمكن النظر إلى سياسة التوزيعات باعتبارها آليات بديلة لحوكمة الشركات، وبالتالي وجود علاقة سلبية بين هذين المغيرين، ولكن بعد مستوى الملكية الإدارية الحرج ٣٠% تقريباً أي مع زيادة الملكية الإدارية ترتبط بتكاليف وكالة إضافية، وتصبح سياسة التوزيعات قوة رقابية تعويضية، ومن ثم وجود علاقة إيجابية مع الملكية الإدارية، وبناء عليه فإن العلاقة بين الملكية الإدارية وسياسة التوزيعات تأخذ شكل حرف (u).

وعلى الجانب الآخر، تفحص دراسة (Rahman, 2002) سلوك تمهيد التوزيعات باستخدام عينة من الشركات تغطي ٢٨ دولة، حيث أظهرت نتائج الدراسة أن مستويات تمهيد التوزيعات في الشركات تختلف جوهرياً بين الدول، هذا بالإضافة إلى أن هيكل الملكية يعتبر من أهم محددات قرار تمهيد توزيعات الأرباح، وأن تركيز الملكية يرتبط سلبياً بتمهيد التوزيعات. ووفقاً لنتائج الدراسة، تتضمن سياسة التوزيعات محاولة قيام الشركات بالحفاظ على استقرار معدل توزيعات الأرباح، حيث تختلف أرباح الشركات اختلافاً كبيراً من سنة لأخرى، وتحاول الشركات الحفاظ على استقرار معدلات التوزيعات مما يؤدي إلى أضعاف العلاقة بين التوزيعات والأرباح الحالية، وذلك من

وتمتضمانات تركز الملكية على توزيعات الأرباح، حيث يفاضل المساهمين بين مشاكل الوكالة من التدفقات النقدية الحرة ومخاطر نقص الاستثمار، ومحاولة لفرض سياسة توزيعات توازن بين هاتين التكلفةتين. وقد توصلت الدراسة إلى أن الربحية تعتبر محدد هام لقرار التوزيعات، ولكن وجود كبار المساهمين يضعف العلاقة بين أرباح المنشأة وتوزيعات الأرباح، وهذا التأثير يختلف عبر الفئات المختلفة لكبار المساهمين سواء كانوا شركات صناعية أو أفراد أو مؤسسات مالية أو مديرين.

وعلى وجه مشابه، تناولت دراسة (Kumar, 2006) الارتباط المحتمل بين هيكل الملكية وحوكمة الشركات وسياسة التوزيعات، وذلك في سياق أحد الأسواق الناشئة وهو الهند، وذلك من خلال فحص سلوك التوزيعات وارتباطها بهيكل الملكية للشركات الهندية خلال الفترة من ١٩٩٤ حتى ٢٠٠٠، وقد وجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين التوزيعات والربحية، بينما هناك علاقة سلبية بين التوزيعات والمديونية، ووجود علاقة إيجابية بين الملكية الادارية والتوزيعات، وأخيراً الملكية المؤسسية لها تأثير عكسي على التوزيعات، وبالتالي خلصت الدراسة إلى أن هيكل الملكية هو أحد المتغيرات الهامة التي تؤثر على سياسة توزيعات الأرباح للشركات.

وعلى النقيض من الأسواق الناشئة، تناولت دراسة (Denis and Osobov, 2007) ميل الشركات لدفع التوزيعات في الأسواق المالية المتطورة في الولايات المتحدة وكندا والمملكة المتحدة، والمانيا وفرنسا واليابان خلال الفترة ١٩٨٩ حتى ٢٠٠٢، وذلك من خلال خصائص الشركات التي تقوم بدفع التوزيعات وتلك التي لا تقوم بدفع

البلدان ذات الحماية القوية للمستثمرين، بما يعنى أن حوكمة الشركات على مستوى المنشأة وحماية المستثمرين على مستوى الدولة يعتبراً مكملات وليست بدائل، فالشركات التي تتصف بحوكمة قوية يكون لديها توزيعات أرباح أعلى وهذا يتفق مع نموذج الوكالة لتوزيعات الأرباح، بالإضافة إلى العلاقة السلبية بين التوزيعات وفرص النمو، وتقوى هذه العلاقة في الشركات ذات ممارسات الحوكمة الأفضل.

كما أن الشركات ذات الحوكمة تكون أكثر ربحية، ولكن الربحية الأعلى تفسر جزء فقط من التوزيعات الأعلى، وهذا يدعم نموذج الوكالة للتوزيعات، فالشركات ذات ممارسات الحوكمة القوية تؤدي إلى أداء أفضل وربحية أعلى وبالتالي توزيعات أعلى، وفي هذه الحالة إذا كانت هناك حماية قوية للمستثمرين على مستوى الدولة، فإن المساهمين قد لا يفضلون التوزيعات العالية، إذا كانوا يعتقدون أن المنشأة لديها فرص استثمارية جيدة متاحة للفائض النقدي، وعلى العكس إذا أدرك المساهمين ان هناك حماية ضعيفة للمساهمين على مستوى الدولة، فإنهم يكونوا أكثر عشوائية في رغباتهم تجاه التوزيعات في محاولة للحصول عليها بغض النظر عن فرص النمو للمنشأة، وبالتالي تقترح الدراسة أنه عندما تتوافر حماية قوية للمساهمين سواء بواسطة الدولة أو بواسطة الشركات، يتم تخصيص رأس المال بصورة أكثر كفاءة.

ومن ناحية أخرى، تناولت دراسة (Renneb- loogand Trojanowski, 2005) لماذا يتعين على الشركات دفع توزيعات، وذلك من خلال تقييم تجريبي للتنبؤات المتناقضة لنظرية الوكالة

كما فحصت دراسة (Afza and Mirza, 2010) أثر بعض خصائص المنشآت على سلوك توزيعات الأرباح في اقتصاد ناشئ وهو باكستان، وذلك خلال فترة ثلاث سنوات من ٢٠٠٥ إلى ٢٠٠٧ لعينة من مائة شركة مسجلة في بورصة كراتشي، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن الملكية الإدارية والفردية وحساسية التدفقات النقدية وحجم المنشأة والرفع المالي يكون لها تأثيراً سلبياً على قرار التوزيعات، بينما التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية والربحية ترتبط إيجابياً بالتوزيعات النقدية، وفيما يتعلق بمقدار التوزيعات خلصت الدراسة إلى أن الملكية الإدارية والملكية الفردية والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية وحجم المنشأة تعتبر محددات أكثر أهمية لسلوك التوزيعات، بينما الرفع المالي وحساسية التدفقات النقدية لا تساهم معنوياً في تحديد مستوى مدفوعات التوزيعات للمنشأة، وتخلص الدراسة أنه لا يوجد عامل واحد يمكن لوحده أن يفسر سلوك التوزيعات، كما أنه لا توجد نظرية بمفردها يمكن أن تفسر قرار أو سلوك توزيعات الأرباح، لذلك لابد من دراسة محددات قرار التوزيعات ومن أهم هذه المحددات هيكل ملكية الشركات.

وفيما يتعلق بين سياسة التوزيعات وحوكمة الشركات، قامت دراسة (Adjaoud and Amar, 2010) بفحص هذه العلاقة استناداً إلى تنبؤات نظرية الوكالة، وباستخدام عينة من ٧١٤ شركة مسجلة في بورصة تورنتو خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٥)، أوضحت نتائج الدراسة أن الشركات ذات ممارسات حوكمة الشركات القوية يكون لديها توزيعات أعلى مقارنة بالشركات ذات الحوكمة الضعيفة، ومن بين مكونات مؤشر حوكمة الشركات

التوزيعات، وتحديد ما إذا كانت هذه الخصائص تتغير عبر الزمن، وقد خلصت الدراسة أن هناك محددات مشتركة للشركات التي تقوم بدفع التوزيعات بين الدول المختلفة، حيث وجدت الدراسة أنه في جميع الدول الستة محل الدراسة، يزداد الميل لدفع التوزيعات في الشركات ذات الحجم الأكبر، والأكثر ربحية، والشركات ذات فرص النمو، هذا بالإضافة إلى الشركات التي لديها أرباح محتجزة تشكل النسبة الأكبر من إجمالي حقوق الملكية.

وفي هذا الشأن أوضحت دراسة (Abdelsal-am et al., 2008) إمكانية تطبيق نموذج أو نظرية الإشارة في أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو مصر، فمن خلال اختبار تأثير كل من تشكيل مجلس الإدارة وهيكل الملكية على سياسة التوزيعات، وذلك باستخدام عينة من خمسون شركة مصرية مقيدة خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٥، ووجدت الدراسة أن هناك ارتباط إيجابي معنوي بين الملكية المؤسسية وقرار التوزيعات ونسبة التوزيعات، كما أيدت نتائج الدراسة أن الشركات ذات العائد على الملكية المرتفع والملكية المؤسسية الأعلى لديها مستويات مرتفعة من التوزيعات، وعدم وجود ارتباط معنوي بين تشكيل مجلس الإدارة وقرار التوزيعات أو نسبة التوزيعات، وقد قدمت الدراسة دليل تجريبي على إمكانية تطبيق نظرية الإشارة في أحد الأسواق الناشئة مثل مصر، حيث وجدت أنه بالرغم من ارتفاع الملكية المؤسسية والطبيعة المغلقة للشركات والتي تتضمن انخفاض تكاليف الوكالة، إلا أنه كان يتم دفع توزيعات أعلى، ويبرر هذه النتيجة بأن ذلك كان ضروري لجذب رأس المال أثناء الفترة الانتقالية التي يمر بها الاقتصاد المصري.



المساهمين وتوزيعات الأرباح يمكن أن تكون علاقة إيجابية، إذا كان هناك تأثير لكبار المساهمين الآخرين لرقابة المساهم المسيطر مما يحد من استغلال موارد الأقلية من المساهمين، بمعنى أن وجود ملكية ثاني أكبر المساهمين تقلل من استغلال المساهم المسيطر مما يؤدي إلى زيادة التوزيعات.

كما تناولت دراسة (Mehrani et al., 2011) العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح وهيكل الملكية الشركات المقيدة في بورصة طهران خلال الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠٠٧) من خلال ٤٢٧ مشاهدة للشركات خلال هذه الفترة، وقد أوضحت النتائج وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية وتوزيعات الأرباح، وعدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الإدارية والتوزيعات. ووفقاً لنظرية الإشارة تقترح أنه في ظل عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، يتوافر للأطراف الداخلية معلومات داخلية مقارنة بالمساهمين، وتعتبر سياسة التوزيعات إشارة لنقل أو تحويل المعلومات المرتبطة بالربحية المستقبلية للمنشأة، وينظر إلى كل من التوزيعات والمساهم المؤسسي باعتبارهما آليات بديلة، حيث وجود المساهم المؤسسي ربما تخفف استخدام التوزيعات كإشارة للأداء الجيد، حيث وجود هؤلاء المساهمين أنفسهم يعتبر إشارة في حد ذاتها.

ومن ناحية أخرى، تناولت دراسة (Bokpin, 2011) اختبار العلاقة بين هيكل ملكية الشركات وحوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح وذلك بالتطبيق على سوق الأسهم في غانا، من خلال عينة من ٢٣ شركة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧). وقد خلصت الدراسة أن الملكية الأجنبية تؤثر معنوياً وإيجابياً على توزيعات الأرباح، كما وجدت الدراسة أن حجم مجلس الإدارة من بين متغيرات الحوكمة له تأثير

وجد أن تشكيل مجلس الإدارة وممارسة حقوق المساهمين ترتبطاً إيجابياً بنسب التوزيعات الأعلى، كما خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من حجم المنشأة ومستوى التدفقات النقدية الحرة وتوزيعات الأرباح. وأخيراً خلصت الدراسة أن هناك مدخلين متعارضين حول تأثير حوكمة الشركات على توزيعات الأرباح، المدخل الأول يفترض أن توزيعات الأرباح سوف تخفف تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وبالتالي سوف تحمي المستثمرين من استيلاء واستغلال الإدارة، وهذا يقدم علاقة إيجابية بين جودة حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات. بينما يتبنى المدخل الثاني الدور البديل لتوزيعات الأرباح في حماية المستثمرين عندما تكون الشركات ذات حوكمة غير جيدة، ففي هذا السياق تكون التوزيعات أقل في الشركات ذات الجودة العالية لحوكمة الشركات، في حين يصبح دور التوزيعات حيوي وهام عندما تكون حوكمة الشركات ضعيفة، وبالتالي وجود علاقة سلبية بين التوزيعات وحوكمة الشركات.

ومن ناحية أخرى، قامت دراسة (Ramli, 2010) بفحص تأثير وجود كبار المساهمين في سياسة توزيعات الأرباح للشركات الماليزية خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦)، حيث يتصف هيكل ملكية الشركات في ماليزيا بالملكية المركزة، وبالتالي وجود تعارض وكالة بين كبار المساهمين وصغار المساهمين، وبالإضافة لذلك فإن سياسة التوزيعات يمكن استخدامها كألية لحوكمة الشركات لتخفيف مشاكل الوكالة، وبالتالي العلاقة بين كبار المساهمين وتوزيعات الأرباح يمكن أن تكون علاقة سلبية باعتبار وجود كبار المساهمين آلية رقابة بديلة لمشاكل الوكالة، وبالعكس العلاقة بين كبار

الكبيرة أقل احتمالاً لدفع التوزيعات، والشركات ذات فرص الاستثمار الأحسن أكثر احتمالاً لدفع التوزيعات، والشركات ذات الرفع المالي المرتفع تميل إلى أن تكون أقل مستوى للتوزيعات.

كما قامت دراسة (Thanatawee, 2013) باختبار العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيع الأرباح في تايلاند من خلال عينة من الشركات مكونة من ١٩٢٧ مشاهدة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠١٠). وقد أظهرت النتائج أن الشركات التايلاندية الأكثر عرضة أو احتمالاً لدفع توزيعات أرباح هي الشركات التي لديها تركيز عالي للملكية في شكل كبار المساهمين، وأن الشركات تدفع توزيعات أكبر عندما يكون كبار المساهمين في شكل مؤسسات وتملك النسبة الأكبر من الأسهم. كما أوضحت نتائج الدراسة أن متغيرات الربحية وحجم الشركة، ونسبة الأرباح المحجوزة إلى حقوق لها تأثير إيجابي على قرار الشركة بدفع التوزيعات ومقدار تلك التوزيعات، وكذلك يرتبط مقدار أو مستوى التوزيعات المدفوعة إيجابياً بفرض النمو، وسلبياً بالرفع المالي، وكذلك التدفقات النقدية الحرة وجد أنها ليس لها علاقة بسياسة التوزيعات في الشركات التايلاندية.

كذلك خلصت النتائج إلى أن الشركات ذات هيكل الملكية المركز وبصفة خاصة في شكل مؤسسات مقارنة بالشركات التي يتركز هيكل ملكيتها في يد كبار المساهمين الأفراد، فإنها يزيد احتمال قيامها بدفع توزيعات، بالإضافة إلى أن ملكية كبار المساهمين يرتبط إيجابياً بمقدار التوزيعات المدفوعة. ووفقاً لدراسة (Mosavi et al., 2013) تم فحص واختبار تأثير تركيز الملكية والملكية المؤسسية على سياسة توزيعات الأرباح للشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة (٢٠٠٢ -

إيجابي ومعنوي على توزيعات الأرباح، ولكن لم تجد الدراسة علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، واستقلال مجلس الإدارة، وكثافة المجلس، وازدواجية دور المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من ناحية وبين سياسة التوزيعات. كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن الشركات ذات الرفع المالي المرتفع ترتبط سلبياً بالتوزيعات، كما يعتبر كل من عمر المنشأة وتقلب الدخل من المحددات المعنوية لسياسة التوزيعات في بورصة غانا.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Warrad et al., 2012) فحص العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة التوزيعات للشركات المساهمة الصناعية الأردنية، وذلك من خلال عينة من ١٦٨ شركة مساهمة مسجلة بالبورصة خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٧)، وقد دعمت النتائج وجود علاقة إيجابية بين هيكل ملكية الأجانب وسياسة التوزيعات، بالإضافة العلاقة الإيجابية بين حجم المنشأة وسياسة التوزيعات، كما خلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين هيكل الملكية الخاصة، وهيكل الملكية الحكومي من ناحية وسياسة التوزيعات من ناحية أخرى.

وفى هذا السياق أيضاً تناولت دراسة (Alshubiri et al., 2012) الارتباط المحتمل بين هيكل الملكية وسياسة التوزيعات للشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٩). وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط سلبي معنوي بين الملكية المؤسسية وتوزيعات الأرباح، وعلاقة سلبية معنوية بين ملكية الدولة ومستوى التوزيعات للأسهم، كما أوضحت النتائج تأثير التدفقات النقدية الحرة على سياسة التوزيعات، والتأثير السلبي المعنوي لحجم المنشأة على مستوى التوزيعات، فالشركات

بالإضافة إلى وجود علاقة سلبية بين ملكية المؤسسات والتوزيعات، ويتم تفسير هذه النتيجة بإمكانية النظر إلى الملكية المؤسسية باعتبارها آلية رقابة على إدارة المنشأة لتخفيض تكاليف الوكالة بين المساهمين المشتتين وإدارة المنشأة. وفيما يتعلق بحجم المنشأة، وجدت الدراسة أن الشركات الكبيرة يكون لديها مزيد من الفرص لجذب الموارد والتطوير داخل الشركة، لذلك تكون قادرة على زيادة التوزيعات المساهمين.

وفي هذا السياق قامت دراسة (Aguenaou et al., 2013) بفحص تأثير هيكل الملكية على سياسة التوزيعات للشركات المدرجة في بورصة كازابلانكا وذلك خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٠)، وقد تناولت الدراسة جانبين لهيكل الملكية هما تركيز الملكية وهوية كبار المساهمين. وقد أوضحت النتائج أنه لا يوجد تأثير لتركيز الملكية على سياسة التوزيعات للشركات المدرجة في بورصة كازابلانكا. كما ترى هذه الدراسة أن هوية كبار المساهمين يمكن أن توفر معلومات ملائمة حول سياسة توزيعات الشركات، فكل مستثمر حوافز أو دوافع خاصة للسيطرة، ويمكن أن تؤثر هذه الحوافز على سياسة توزيعات المنشأة، وقامت الدراسة بتصنيف كبار المساهمين إلى مستثمر في شكل مؤسسات، وشركات صناعية، وملكية الدولة، والشركات العائلية، والمستثمر الأجنبي، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن هناك شكلين فقط من هوية كبار المساهمين تؤثر سلباً على سياسة التوزيعات وهما كبار المساهمين في شكل شركة صناعية وكبار المساهمين في شكل شركات عائلية.

وتناولت دراسة (Thanatawee, 2014) فحص العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة التوزيعات

وباستخدام عينة من ٣٥ شركة كيميائية وطبية، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح وكل من تركيز الملكية المؤسسية، بالإضافة لذلك فقد أيدت نتائج الدراسة أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة، والرفع المالي الأقل، وفرص النمو الأقل والحجم الأكبر يكون لديها مستويات مرتفعة لتوزيعات الأرباح، وقد استندت الدراسة لتفسير هذه النتائج على نظرية الوكالة لسياسة التوزيعات.

ومن ناحية أخرى، قامت دراسة (Vintila, 2013) بفحص تأثير هيكل ملكية الشركات على سياسة التوزيعات للشركات الرومانية المقيدة في بورصة بوخارست في عام ٢٠١١، من خلال عينة من هذه الشركات تبلغ ٦٢ شركة، وقد أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين ملكية كبار المساهمين والتوزيعات، ووجود علاقة سلبية بين ملكية المؤسسات والتوزيعات، وعلاقة سلبية بين المديونية والتوزيعات، وتدعم نتائج الدراسة وجود تعارض وكالة بين كبار المساهمين وصغار المستثمرين، حيث يفضل كبار المساهمين الحصول على المكاسب الرأسمالية على حساب توزيعات الأرباح، حيث المنافع يمكن أن تكون أعلى إذا ما تم إعادة استثمار الأرباح في المنشأة بدلاً من توزيعها، كما خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين سياسة التوزيعات ووجود الملكية الإدارية، ويرجع ذلك إلى أن الملكية الإدارية يمكن النظر إليها باعتبارها آلية حوكمة داخلية تساهم في تشكيل السلوك المناسب للمدير بما يتوافق مع مصالح صغار المساهمين، وبالتالي عندما تقل التوزيعات، فإن إدارة المنشأة لن تكون قادرة على استخدام الأرباح في تمويل مشروعات غير مربحة. هذا

للمساهمين بالاشتراك مع وجود ثاني أكبر المساهمين فإن تفضيلات المستثمرين ترتبط إيجابياً بالتوزيعات.

وفي دراسة (Fairchild and Gunev, 2014) تم اختبار التغيرات في التوزيعات في سوق ناشئ وهو تايلاند، من خلال دراسة التأثير المحتمل لبيئة الشركات التايلاندية على سياسة التوزيعات، ومن خلال تطوير نموذج نظري للعلاقة بين قوة المستثمر وسياسة التوزيعات في إطار تكلفة الوكالة والتدفقات النقدية الحرة، ودور توزيعات الأرباح في تخفيض مشاكل الوكالة. وقد خلصت الدراسة إلى اختلاف طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة التوزيعات وفقاً للنظرية التي يستند عليها عند تفسير هذه العلاقة، فعلى سبيل المثال تركز الملكية يمكن أن يؤدي إلى توزيعات أعلى نظراً لأن كبار المساهمين يتوافر لهم الحافز لرقابة المديرين، وعلى العكس فإن وجود كبار المساهمين يمكن أن يحققوا منافع خاصة على حساب صغار المساهمين وبالتالي نقص التوزيعات. كذلك وفقاً لنظرية الإشارة هناك علاقة إيجابية بين تغيرات التوزيعات وتغيرات الربحية، بينما وفقاً لنظرية التدفقات النقدية الحرة هناك علاقة سلبية بين تغيرات التوزيعات والربحية، وكذلك هناك علاقة إيجابية بين تغيرات التوزيعات والفرص الاستثمارية وذلك وفقاً لنظرية الإشارة، وبالعكس وفقاً لنظرية التدفقات النقدية الحرة، هناك علاقة سلبية بين تغيرات التوزيعات والفرص الاستثمارية، ووفقاً لنظرية دورة حياة التوزيعات، الشركات الكبيرة تميل إلى أن تكون أكثر نضجاً ولديها تدفقات نقدية كافية، وبالتالي علاقة إيجابية بين التوزيعات وحجم المنشأة. ومن ناحية أخرى، قامت دراسة (Gonzalez et al., 2014) بدراسة التأثير المشترك لتركز

للشركات المقيدة في بورصة شانغهاي في الصين خلال الفترة (٢٠٠٧ - ٢٠١١)، وذلك باستخدام عينة مكونة من ٣٥٠٠ مشاهدة، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن الشركات ذات تركز الملكية بواسطة كبار المساهمين والملكية الحكومية تكون أكثر احتمالاً لدفع التوزيعات، إلا أن ملكية المؤسسات ترتبط بدفع توزيعات أقل، وكذلك ملكية المستثمر الأجنبي ترتبط بدفع توزيعات أقل. كما خلصت الدراسة إلى أن الشركات ذات المديونية الأعلى تكون أقل قدرة على دفع توزيعات وبالتالي علاقة سلبية، بينما أشارت النتائج أن الشركات الكبيرة ذات الربحية الأعلى والمزيد من الأرباح المحجوزة تدفع توزيعات أعلى، وأن الشركات ذات فرص النمو الأعلى تدفع توزيعات أقل.

واعتمدت دراسة (Neves, 2014) على تنبؤات نظرية تلبية رغبات المساهمين Catering theory لتفسير سياسة التوزيعات، واختبار تأثير التفاعل بين رغبات المساهمين وهيكل ملكية الشركات على سياسة التوزيعات للشركات في دول منطقة اليورو، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن رغبات المستثمرين لها دور في تشكيل هيكل ملكية الشركات، وبالتالي لها قدرة تفسيرية لسياسة التوزيعات، وباستخدام قاعدة بيانات دولية لعدد تسع دول منطقة اليورو، حيث بلغ حجم العينة ٤٨٧ شركة خلال الفترة (١٩٩٠ - ٢٠٠٣)، كشفت نتائج الدراسة أن تفضيل المستثمر لدفع التوزيعات يترجم إلى انخفاض نسب التوزيعات في الشركات ذات المستويات المرتفعة للملكية الإدارية، وبالمثل زيادة ملكية كبار المساهمين ترتبط بتفضيلات المستثمرين تؤثر سلباً على نسبة التوزيعات لتلك الشركات، في حين أن زيادة درجة تركز الملكية بواسطة كبار

**وبناء علي ما سبق يمكن اشتقاق فروض البحث في شكلها البديل علي النحو التالي:**

**الفرض الأول:** تؤثر ملكية كبار المساهمين على سياسة توزيعات الأرباح.

**وقد تم تقسيم هذا الفرض إلى فرضين فرعيين كالاتي:**

**الفرض الفرعي الأول:** تؤثر ملكية كبار المساهمين على قرار دفع التوزيعات.

**الفرض الفرعي الثاني:** تؤثر ملكية كبار المساهمين على مقدار التوزيعات المدفوعة.

**الفرض الثاني:** تؤثر الملكية الإدارية على سياسة توزيعات الأرباح.

**وقد تم تقسيم هذا الفرض إلى فرضين فرعيين كالاتي:**

**الفرض الفرعي الأول :** تؤثر الملكية الإدارية على قرار دفع التوزيعات.

**الفرض الفرعي الثاني:** تؤثر الملكية الإدارية على مقدار التوزيعات المدفوعة.

**الفرض الثالث:** تؤثر ملكية الدولة على سياسة توزيعات الأرباح.

**وقد تم تقسيم هذا الفرض إلى فرضين فرعيين كالاتي:**

**الفرض الفرعي الأول:** تؤثر ملكية الدولة على قرار دفع التوزيعات.

**الفرض الفرعي الثاني:** تؤثر ملكية الدولة على مقدار التوزيعات المدفوعة.

**الفرض الرابع:** تؤثر ملكية المؤسسات على سياسة توزيعات الأرباح.

الملكية و تكوين الملكية على مستوى توزيعات الأرباح، وذلك باستخدام عينة من ٩٤٦ شركة مساهمة من ست دول لأمريكا اللاتينية. وقد أشارت نتائج الدراسة أن نوع المستثمر مع الحيازة الكبيرة للأسهم تؤثر على طبيعة العلاقة بين تركيز الملكية وسياسة التوزيعات للشركات، حيث وجود كبار المستثمرين سواء مستثمر فرد أو مستثمر عائلي عندما يكون هناك تركيز ملكية مرتفع يرتبط بمستويات منخفضة لتوزيعات الأرباح، ويرجع ذلك إلى قام الأطراف الداخلية بالحصول على منافع خاصة على حساب الأقلية من المساهمين.

وبناء على استعراض وتحليل الدراسات السابقة يمكن القول أن هذه الدراسات قامت بفحص العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح استناداً إلى نظريات مختلفة لتفسير هذه العلاقة، بالإضافة إلى التطبيق على بيانات مختلفة، فمنها من اعتمد على الأسواق الناشئة ودراسات أخرى قامت بالتطبيق في أسواق متطورة، مما كان له تأثير في تبين النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات. ولهذا يمكننا القول أن الخصائص البيئية والمؤسسية والثقافية التي تعمل بها الشركات بالإضافة إلى ممارسات الحوكمة على مستوى الدول تؤثر علي طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح، وبناء عليه تلقى هذه الدراسة المزيد من الضوء على هذه العلاقة في واحد من الأسواق الناشئة مثل مصر، بما يوفر دليلاً تجريبياً يمكن أن يساعد المستثمرين والمحللين الماليين، وغيرهم من أصحاب المصالح، عند اتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وذلك من خلال فهم العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح.

النظريات التي حاولت تفسير هذه السياسة. وتهدف الدراسة التطبيقية في هذا الجزء من البحث إلى اختبار تأثير متغيرات هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح للشركات المصرية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وذلك من خلال اختبار فروض البحث التي تم اشتقاقها في الجزء النظري.

وفي سبيل تحقيق هدف الدراسة التطبيقية سوف يتم تناول كل من مجتمع وعينة الدراسة، أسلوب جمع البيانات، قياس متغيرات الدراسة، أسلوب تحليل البيانات، صياغة النماذج الاحصائية اللازمة لاختبار فروض الدراسة، نتائج الدراسة التطبيقية، وذلك على النحو التالي:

## ١٢-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في اجمالي الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الزمنية ٢٠١٢ إلى ٢٠١٤، وذلك بعد استبعاد البنوك وشركات التأمين والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وذلك نظراً لخضوع هذا القطاع لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة. وتتمثل عينة الدراسة في عينة عشوائية تتضمن ٣٤ شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة المالية (٢٠١٢ - ٢٠١٤)، تمثل ١٠٢ مشاهدة خلال فترة الدراسة (يظهر في الملحق رقم (١) بيان بأسماء الشركات التي تمثل مفردات عينة الدراسة)، ولقد تم اختيار عينة الدراسة باستخدام شرطين، الشرط الأول أن تكون الشركات مقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٤)، والشرط الثاني أن تتوافر بيانات عن هيكل الملكية خلال فترة الدراسة.

وقد تم تقسيم هذا الفرض إلى فرضين فرعيين كالآتي:

**الفرض الفرعي الأول:** تؤثر ملكية المؤسسات على قرار دفع التوزيعات.

**الفرض الفرعي الثاني:** تؤثر ملكية المؤسسات على مقدار التوزيعات المدفوعة.

**الفرض الخامس:** تؤثر الملكية الأجنبية على سياسة توزيعات الأرباح.

وقد تم تقسيم هذا الفرض إلى فرضين فرعيين كالآتي:

**الفرض الفرعي الأول:** تؤثر الملكية الأجنبية على قرار دفع التوزيعات.

**الفرض الفرعي الثاني:** تؤثر الملكية الأجنبية على مقدار التوزيعات المدفوعة.

**الفرض السادس:** يؤثر تشتت ملكية على سياسة توزيعات الأرباح.

وقد تم تقسيم هذا الفرض إلى فرضين فرعيين كالآتي:

**الفرض الفرعي الأول:** يؤثر تشتت الملكية على قرار دفع التوزيعات.

**الفرض الفرعي الثاني:** يؤثر تشتت الملكية على مقدار التوزيعات المدفوعة.

## ١٢ - الدراسة التطبيقية

تناول الباحث في الجزء السابق الشق النظري من البحث، والذي توصل فيه إلى أهمية سياسة توزيعات الأرباح باعتبارها من القرارات الاستراتيجية الهامة في منشآت الأعمال، وخضوع سياسة التوزيعات لعدة اعتبارات منها تكلفة الوكالة والأثر الضريبي والبعد المعلوماتي لهذه السياسة وغيرها من الاعتبارات، بالإضافة إلى ظهور العديد من

## ١٢-٢ أسلوب جمع البيانات

تم الاستناد إلى عدة مصادر للحصول على بيانات الدراسة التطبيقية، فقد تم الحصول على البيانات الخاصة بالمتغير التابع والمتمثل في سياسة توزيعات أرباح المنشأة من القوائم المالية المنشورة. بينما بالنسبة للبيانات الخاصة بأنماط هيكل ملكية الشركات (المتغير المستقل) فقد تم الحصول على البيانات من خلال إفصاح الشركات عن هيكل ملكيتها، حيث تلزم البورصة المصرية الشركات المدرجة بها بالإفصاح عن هيكل ملكيتها كأحد قواعد قيد واستمرار قيد الشركات.

## ١٢-٣ قياس متغيرات الدراسة

١٢-٣-١ قياس المتغير التابع (سياسة توزيعات الأرباح)

تم تحليل سياسة توزيعات الأرباح للشركات على خطوتين (Abdelsalam et al., 2008):

(١) تحليل قرار دفع أو عدم دفع توزيعات أرباح خلال العام، حيث يتم تحليل أثر هيكل الملكية على قرار الشركة بدفع أو عدم دفع توزيعات، وذلك من خلال الانحدار الثنائي Binary Logit regression، حيث يتكون المتغير التابع من متغير وهمي dummy variable يساوي (واحد) بالنسبة للشركات التي تدفع توزيعات خلال السنة، ويساوي (صفر) للشركات التي لم تقم بدفع توزيعات خلال السنة ويرمز له (PAY).

(٢) تحليل مقدار التوزيعات المدفوعة، حيث يتم تحليل أثر هيكل الملكية على مقدار التوزيعات المدفوعة، وذلك من خلال تقدير Tobit reg-ressions، حيث يتمثل المتغير التابع في نسبة التوزيعات المدفوعة إلى صافي ربح العام بعد الضريبة ويرمز لهذا المتغير (DPR)، ويكون

هذا المتغير يساوي (صفر) بالنسبة لشركات العينة التي لم تدفع توزيعات خلال العام، ويستخدم انحدار (Tobit) لاستبعاد التحيز من التقدير.

## ١٢-٣-٢ قياس المتغير المستقل (هيكل الملكية)

يتمثل المتغير المستقل في أنماط هيكل ملكية الشركات، وسيتم دراسة كل من ملكية كبار المساهمين، والملكية الإدارية، وملكية الدولة، وملكية المؤسسات، والملكية الأجنبية، وأخيراً تشتت الملكية. وذلك كما تم قياسه في الدراسات السابقة والتي تناولت هيكل الملكية (E.g. Roy, 2015; Bhu-tto, 2015; Mori and Ikeda, 2015; Gonzalez et al., 2014; Aguenou et al., 2013)

- (١) ملكية كبار المساهمين ويرمز له (BLOKOWN): تتمثل في نسبة الأسهم المملوكة لكبار المساهمين بمعنى نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة.
- (٢) الملكية الإدارية يرمز لها (MANOWN): نسبة الاسهم المملوكة لإدارة الشركة من إجمالي عدد الاسهم التي أصدرتها الشركة.
- (٣) ملكية الدولة يرمز لها (STAOWN): نسبة الاسهم المملوكة للدولة (الجهات الحكومية) من إجمالي اسهم الشركة.
- (٤) ملكية المؤسسات يرمز لها (INSTOWN): نسبة الاسهم المملوكة لمستثمر في شكل مؤسسة مثل البنوك، شركات التأمين، مؤسسة مالية، صناديق الاستثمار من إجمالي أسهم الشركة.

## ٥) الملكية الأجنبية يرمز لها (FOROWN): ٢- الرفع المالي (LEV):

تم قياسه باجمالى الالتزامات مقسومة على القيمة الدفترية اجمالى الأصول (Bokpin, 2011; Alsubiri et al; 2012) حيث الشركات ذات المديونية الأعلى من المحتمل أن تكون مقيدة مالياً، وبالتالي أقل قدرة على دفع توزيعات.

نسبة الأسهم المملوكة لمستثمرين أجنبى من اجمالى أسهم الشركة.

## ٦) تشتت الملكية يرمز لها (DISOWN): نسبة

الأسهم حرة التداول، وهى أسهم تتوزع بين عدد كبير من المساهمين الأفراد لديهم ملكية صغيرة غير جوهرية في الشركة أقل من ٥% من أسهم الشركة، حيث كلما ارتفعت نسبة الأسهم حرة التداول في الشركة كلما كانت ملكية الشركة أكثر تشتتاً، وتصبح الملكية مشتتة بالكامل اذا بلغت هذه النسبة ١٠٠% من أسهم.

## ٣- حجم الشركة (SIZE):

تقاس بالوغاريتم الطبيعي لاجمالى الأصول (Mosavi et al., 2013; Bokpin, 2011) ، حيث بمقارنة الشركات الأصغر حجماً على الشركات كبيرة الحجم، نتوقع أن الشركات كبيرة الحجم تميل أن تكون أكثر نضجاً ولديها تدفقات نقدية حرة أعلى، وبالتالي تكون أكثر احتمالاً لدفع توزيعات أرباح أعلى.

## ١٢-٣-٣ المتغيرات الرقابية

تم إدخال بعض المتغيرات الرقابية (Control Variables) على نموذج الانحدار المتعدد، والتي

تتمثل في:

## ١- ربحية الشركة:

تم قياسها بالعائد على الأصول (ROA)، حيث الشركات ذات الربحية الأعلى تميل إلى دفع توزيعات أعلى مقارنة بالشركات ذات الربحية الأقل (Kumar, 2006; Denis and Osobov, 2007)

## ١٢-٤ نموذج الدراسة

لاختبار وفحص العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح تم وضع نموذجين للانحدار المقدر كالاتي:

## النموذج الأول:

لاختبار وتحليل أثر هيكل الملكية على قرار الشركة بدفع أو عدم دفع توزيعات تم الاعتماد على نموذج الانحدار التالي:

$$(Pay)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (BLOKOWN)_{it} + \beta_2 (MANOWN)_{it} + \beta_3 (STAOWN)_{it} + \beta_4 (INSTOWN)_{it} + \beta_5 (FOROWN)_{it} + \beta_6 (DISOWN)_{it} + \beta_7 (ROA)_{it} + \beta_8 (LEV)_{it} + \beta_9 (SIZE)_{it} + \varepsilon$$

حيث: BLOKOWN: نسبة ملكية المستثمر الرئيسي

(كبار المساهمين)

MANOWN: نسبة ملكية الادارة.

STAOWN: نسبة ملكية الدولة.

INSTOWN: نسبة ملكية المؤسسات.

Pay<sub>it</sub>: متغير وهمي للشركة (i) عن السنة المالية (t) ، يساوى (واحد) إذا قررت الشركة دفع توزيعات خلال السنة ويساوى (الصفير) إذا قررت الشركة عدم دفع توزيعات خلال السنة.



- FOROWN: نسبة ملكية الأجانب.  
 DISOWN: نسبة الأسهم حرة التداول كمؤشر لتشتت الملكية.  
 ROA: العائد على الأصول، وهو ناتج قسمة صافي الربح بعد الضريبة على اجمالي الأصول.  
 LEV: الرفع المالي، وهو ناتج قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول.  
 SIZE: حجم المنشأة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي الاجمالي الأصول.
- ε : حد الخطأ العشوائي.  
 β<sub>0</sub> : الحد الثابت للنموذج.  
 β<sub>1</sub> : β<sub>2</sub> ، β<sub>3</sub> ، β<sub>4</sub> ، β<sub>5</sub> ، β<sub>6</sub> ، β<sub>7</sub> ، β<sub>8</sub> ، β<sub>9</sub> : معاملات الانحدار.  
 النموذج الثاني:  
 لاختبار وتحليل أثر هيكل الملكية على مقدار التوزيعات المدفوعة، تم الاعتماد على نموذج الانحدار التالي:

$$(DPR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (BLOKOWN)_{it} + \beta_2 (MANOWN)_{it} + \beta_3 (STAOWN)_{it} + \beta_4 (INSTOWN)_{it} + \beta_5 (FOROWN)_{it} + \beta_6 (DISOWN)_{it} + \beta_7 (ROA)_{it} + \beta_8 (LEV)_{it} + \beta_9 (SIZE)_{it} + \varepsilon$$

حيث: ١٢-٥-١ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات

#### الدراسة

يظهر الملحق رقم (٢) الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات الدراسة، فقد أوضح التحليل الإحصائي أن ملكية كبار المساهمين تتراوح بين ٧.٣% إلى ٩٠% بمتوسط يبلغ ٣٢.٤٩%، بينما يبلغ متوسط الملكية الإدارية ١٢.٩٥%، وذلك بنسب تتراوح بين صفر% إلى ٨٧.٦٧%، وفيما يتعلق بملكية الدولة في شركات العينة تتراوح بين صفر% إلى ٢٥.٧٢% بمتوسط ٤.٤٦٨%، بينما تتراوح نسبة امتلاك المؤسسات المالية في شركات العينة بين صفر% إلى ٥٧.٣٥% بمتوسط ٤.١٣%. ويبلغ متوسط الملكية الأجنبية ٩.٩٤% بنسب تتراوح ما بين صفر% إلى ٥٨.٨٤%، أما بالنسبة للأسهم حرة التداول (تشتت الملكية) فقد تراوحت بين ٧.١% إلى ٨٩.٩٣% بمتوسط ٣٦.٩١%.

(DPR)<sub>it</sub>: نسبة التوزيعات المدفوعة بواسطة الشركة (i) إلى صافي ربح الشركة خلال العام (t)، ويكون المتغير يساوي صفر بالنسبة لشركات العينة التي لم تدفع توزيعات خلال العام.

#### ١٢-٥ نتائج الدراسة التطبيقية

تم اختبار فروض البحث من خلال النموذجيين الإحصائيين السابق صياغتهما وذلك عند مستويات المعنوية المتعارف عليها في الدراسات السابقة (١٠%، ٥%، ١%)، ويمكن تقسيم نتائج اختبار فروض الدراسة كم يلي:

- نتائج النموذج الأول لقياس تأثير أنماط هيكل الملكية على قرار دفع التوزيعات.
- نتائج النموذج الثاني لقياس تأثير أنماط هيكل الملكية على مقدار التوزيعات

وتراوح بين صفر % إلى ٢٧.٤٤ % بمتوسط ١.٠٩٣ %.

١٢-٥-٢ نتائج النموذج الإحصائي الأول،  
والخاص بتأثير أنماط هيكل الملكية على

#### قرار دفع التوزيعات:

تم اختبار العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وقرار دفع أو عدم دفع التوزيعات، باستخدام الانحدار الثنائي Binary Logit regression وذلك لأن المتغير التابع (PAY) هو متغير وهمي dummy variable يساوي (واحد) للشركات التي قامت بدفع توزيعات، ويساوي (صفر) للشركات التي لم تدفع التوزيعات. ويظهر الملحق رقم (٣) نتائج التحليل الإحصائي الخاص بالنموذج الأول للدراسة. ويمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي:

#### جدول رقم (١)

#### معاملات نموذج الانحدار للنموذج الأول

مستوى المعنوية	قيمة المعامل	المتغيرات المستقلة
٠.٢١٧	- ٠.٠٢٨٥	ملكية كبار المساهمين (BLOKWN)
٠.٤١٣	- ٠.٠١٢٨	الملكية الإدارية (MANOWN)
٠.٠٥٦	٠.١٦١٦	ملكية الدولة (STAWON)
٠.٠٦٨	- ٠.٠٨٦٤	ملكية المؤسسات (INSTOWN)
٠.٠٠٦	- ٠.٠٨٣٦	الملكية الأجنبية (FOROWN)
٠.١٩٦	- ٠.٠٣٠٧	تشتت الملكية (DISOWN)
		<u>متغيرات رقابية:</u>
٠.٣٢٦	١.٩٩٤	الرفع المالي (LEV)
٠.٧٨٠	٠.٠٥٠	حجم الشركة (SIZE)
٠.٠٠٠	٥٤.٩٦	معدل العائد على الأصول (ROA)

وبناء على ما سبق يمكن عرض نتائج الاختبار الإحصائي المتعلقة بفروض الدراسة على النحو التالي:

١٢-٥-٢-١ الفرض الأول: الفرض الفرعي الأول  
أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت ملكية كبار المساهمين تؤثر على قرار دفع التوزيعات أم

## ١٢-٥-٢-٥-١٢ الفرض الخامس - الفرض

## الفرعي الأول

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت ملكية المستثمرون الأجانب تؤثر على قرار دفع التوزيعات، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (-٠.٠٨٣٦) بمستوى معنوية (٠.٠٠٠٦)، مما يشير إلى وجود علاقة سلبية معنوية بين ملكية الأجانب وقرار التوزيعات (تأثير سلبي معنوي).

## ١٢-٥-٢-٦ الفرض السادس - الفرض

## الفرعي الأول

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كان تشتت الملكية (الملكية المشتتة) تؤثر على قرار دفع التوزيعات، وقد أظهر معامل الانحدار لهذا المتغير (-٠.٠٣٠٧) بمستوى معنوية (٠.٠١٩٦)، مما يشير إلى وجود علاقة سلبية ولكن غير معنوية.

## ١٢-٥-٣ نتائج النموذج الاحصائي الثاني،

## والخاص بتأثير أنماط هيكل الملكية

## على مقدار التوزيعات

نم اختبار العلاقة بين أنماط هيكل الملكية ومقدار التوزيعات، باستخدام نموذج الانحدار Tobit regression ، وذلك لأن المتغير التابع (DPR) يمثل نسبة التوزيعات المدفوعة إلى صافي ربح الشركة، ويساوي هذا المتغير (صفر) بالنسبة لشركات العينة التي لم تدفع توزيعات ، ويستخدم انحدار (Tobit) لاستبعاد التحيز من التقدير، ويظهر المحق، رقم (٤) نتائج التحليل الخاص بالنموذج الثاني للدراسة. ويمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي:

لا، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (-٠.٠٢٨٥) بمستوى معنوية (٠.٢١٧) مما يعني وجود علاقة عكسية بين ملكية كبار المساهمين وقرار دفع التوزيعات، ولكنها علاقة غير معنوية (تأثير سلبي غير معنوي).

## ١٢-٥-٢-٢ الفرض الثاني - الفرض الفرعي

## الأول

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت الملكية الإدارية تؤثر على قرار دفع أو عدم دفع التوزيعات ، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (-٠.٠١٢٨) بمستوى (٠.٤١٣)، مما يعني وجود علاقة سلبية غير معنوية لنسبة ما يمتلكه المديرين من أسهم المنشأة وقرار التوزيعات (تأثير سلبي غير معنوي).

## ١٢-٥-٢-٣ الفرض الثالث - الفرض

## الفرعي الأول

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت ملكية الدولة تؤثر على قرار دفع أو عدم دفع التوزيعات، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (٠.١٦١٦) بمستوى معنوية (٠.٠٠٥٦) ، مما يشير إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين ملكية الدولة وقرار التوزيعات (تأثير إيجابي معنوي).

## ١٢-٥-٢-٤ الفرض الرابع - الفرض الفرعي

## الأول

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت ملكية المؤسسات المالية تؤثر على قرار دفع أو عدم دفع التوزيعات ، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (-٠.٠٨٦) بمستوى معنوية (٠.٠٠٦٨)، مما يشير إلى وجود علاقة سلبية معنوية بين ملكية المؤسسات المالية وقرار التوزيعات (تأثير سلبي معنوي).

## جدول رقم (٢)

## معاملات الانحدار للنموذج الثاني

مستوى المعنوية	قيمة المعامل	المتغيرات المستقلة
٠.٨٠٦	٠.٠٠٦٠١	ملكية كبار المساهمين (BLOKWN)
٠.٨١٥	٠.٠٠٤٦١	الملكية الإدارية (MANOWN)
٠.٠٠٠	٠.١٦٦٨	ملكية الدولة (STAOWN)
٠.٢٧٣	- ٠.٠٣٥٥٤	ملكية المؤسسات (INSTOWN)
٠.٥٤٣	- ٠.٠١٣٩	الملكية الأجنبية (FOROWN)
٠.٣٤١	٠.٠٢٢٤٨	تشنت الملكية (DISOWN)
		<b>متغيرات رقابية:</b>
٠.٢٨١	- ١.٣٠٦	الرفع المالي (LEV)
٠.٧٣٩	٠.٠٦٥٥	حجم الشركة (SIZE)
٠.٢٠٥	- ٧.٦٥٤	معدل العائد على الأصول (ROA)

وبناء على ما سبق يمكن عرض نتائج الاختبار الاحصائي المتعلق بفروض الدراسة على النحو التالي:

## ١٢-٥-٣-٣ الفرض الثالث - الفرض

## الفرعي الثاني

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت ملكية الدولة تؤثر على مقدار التوزيعات، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (٠.١٦٦٨) بمستوى معنوية (٠.٠٠٠٠)، مما يعنى وجود علاقة إيجابية معنوية بين ملكية الدولة ومقدار التوزيعات (تأثير إيجابي معنوي).

## ١٢-٥-٣-٤ الفرض الرابع - الفرض الفرعي

## الثاني

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت ملكية المؤسسات المالية تؤثر على مقدار التوزيعات، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (٠.٠٣٥٥٤ -) بمستوى معنوية (٠.٢٧٣)، مما يعنى وجود علاقة سلبية غير معنوية بين ملكية المؤسسات المالية ومقدار التوزيعات (تأثير سلبي غير معنوي).

وبناء على ما سبق يمكن عرض نتائج الاختبار الاحصائي المتعلق بفروض الدراسة على النحو التالي:

## ١٢-٥-٣-١ الفرض الأول - الفرض الفرعي

## الثاني

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت ملكية كبار المساهمين تؤثر على مقدار التوزيعات، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (٠.٠٠٦٠١) بمستوى معنوية (٠.٨٠٦)، مما يعنى وجود علاقة إيجابية غير معنوية بين ملكية كبار المساهمين ومقدار التوزيعات (تأثير إيجابي غير معنوي).

## ١٢-٥-٣-٢ الفرض الثاني - الفرض الفرعي

## الثاني

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت الملكية الإدارية تؤثر على مقدار التوزيعات، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (٠.٠٠٤٦١) بمستوى معنوية (٠.٨١٥)، مما يعنى وجود علاقة إيجابية غير معنوية بين ملكية

## ١٢-٥-٣-٤ خلاصة نتائج اختبار فروض البحث

توصلت الدراسة التطبيقية إلى النتائج التالية فيما يتعلق باختبار فروض البحث:

**الفرض الأول: تؤثر ملكية كبار المساهمين على سياسة توزيعات الأرباح**

أوضحت النتائج بالنسبة لتأثير كبار المساهمين على قرار التوزيعات وجود تأثير سلبي غير معنوي، ووجود علاقة إيجابية غير معنوية على مقدار التوزيعات، ومن ثم فإن وجود كبار المساهمين لا يؤثر على سياسة توزيعات الأرباح، وهو ما يعنى **رفض الفرض الأول كلياً.**

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (Aguenaou et al., 2013; Vintila, 2013; Neves, 2014) وذلك فيما يتعلق بوجود علاقة سلبية بين وجود كبار المساهمين وقرار دفع التوزيعات، ويعتقد الباحث أنه يمكن تفسير ذلك بأن وجود كبار المساهمين (تركز الملكية) يمكن أن يؤدي إلى مشكلة وكالة عن نوع آخر تنشأ بين الملاك المسيطرين (كبار المساهمين) والأقلية (صغار) المساهمين، وبالتالي وجود فرضية الاستحواذ وقيام كبار المساهمين بوضع سياسة توزيعات منخفضة لتوليد منافع خاصة من السيطرة على حساب صغار المساهمين. ومن ناحية أخرى، يمكن تبرير هذه النتيجة من خلال الدور الرقابي الذي يلعبه كبار المساهمين في حوكمة الشركات وتقييد السلوك الانتهازي للإدارة، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي يمثل وجود كبار المساهمين آلية بديلة للتوزيعات.

## ١٢-٥-٣-٥ الفرض الخامس - الفرض الفرعي الثاني

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كانت ملكية المستثمرين الأجانب تؤثر على مقدار التوزيعات، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (٠.٠١٣٩-) بمستوى معنوية (٠.٥٤٣)، مما يعنى وجود علاقة سلبية غير معنوية بين الملكية الأجنبية ومقدار التوزيعات (تأثير سلبي غير معنوي).

## ١٢-٥-٣-٦ الفرض السادس - الفرض الفرعي الثاني

أستهدف هذا الفرض فحص ما إذا كان تشتت الملكية يؤثر على مقدار التوزيعات، وقد أظهر معامل نموذج الانحدار لهذا المتغير (٠.٠٢٢٤٨) بمستوى معنوية (٠.٣٤١)، مما يعنى وجود علاقة إيجابية غير معنوية بين تشتت الملكية ومقدار التوزيعات (تأثير إيجابي غير معنوي).

ولاختبار وفحص التداخل الخطى بين المتغيرات (multicollinearity) تم احتساب معامل (Toler-ance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة، والمتغيرات الرقابية، ومن ثم إيجاد معامل Variance Inflation Factor (VIF)، حيث يعد بمثابة مقياساً لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة، ويتضح من الملحق رقم (٤) أن قيمة (VIF) لكافة متغيرات الدراسة لم تتجاوز (عشرة) ، لذلك فإن النموذج الثاني للدراسة لا يعانى من مشكلة التداخل الخطى بين المتغيرات المستقلة، وهذا يدل على قوة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع.

تقتصر نظرية التدفقات النقدية الحرة أن المديرين الملاك يكونوا مقاومين لدفع التوزيعات وبدلاً من ذلك الاحتفاظ بالموارد تحت سيطرتهم، من خلال تخفيض التوزيعات أو المحافظة عليها عند مستوى منخفض، وبالتالي زيادة الملكية الإدارية بشكل وسيلة لتحسين وتمكين المديرين وإعطاءهم الفرصة لخدمة مصالحهم الشخصية. وفيما يتعلق بالعلاقة الإيجابية بين الملكية الإدارية ومقدار التوزيعات، يمكن تفسيرها من خلال نظرية الإشارة، حيث مع زيادة الملكية الإدارية، يحاول المديرين الملاك إرسال إشارة إلى سوق رأس المال والمستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح من خلال زيادة مقدار التوزيعات على دورهم في تخفيض تكاليف الوكالة وتخفيض التعارض في المصالح ودورهم في زيادة التقارب في مصالح كل من المديرين والمساهمين.

### الفرض الثالث: تؤثر ملكية الدولة على سياسة توزيعات الأرباح

أوضحت النتائج بالنسبة لتأثير ملكية الدولة على قرار التوزيعات بوجود علاقة إيجابية معنوية بين ملكية الدولة وقرار التوزيعات، وكذلك وجود علاقة إيجابية معنوية بين ملكة الدولة ومقدار التوزيعات، مما يعني قبول الفرض الثالث كلياً.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة (E.g. Thanatawee, 2014; Alshu-biri et al., 2012; Wei et al; 2004)

وتشير هذه النتيجة أن المستثمر الذي لديه قوة تأثيرية كبيرة على سياسة توزيعات الأرباح في مصر هو الدولة، والتي تعتبر مساهم مسيطر، وملكية الدولة تؤدي إلى دفع توزيعات أعلى ويرجع ذلك إلى قدرة الدولة على زيادة رأس المال مقارنة بالشركات المسيطر عليها بصورة فردية أو خاصة وبالتالي

وفى المقابل، وجود علاقة إيجابية غير معنوية بين كبار المساهمين ومقدار التوزيعات يتفق مع بعض نتائج الدراسات السابقة منها على سبيل المثال (E.g. Alsubiri et al., 2012; Mos-avi et al., 2013; Mehrani et al, 2011) ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن سيطرة ونفوذ كبار المساهمين يمكن أن تدفع المديرين لدفع مزيد من التوزيعات لتخفيف تكاليف الوكالة من التدفقات النقدية الحرة وبالتالي توزيعها في شكل توزيعات أرباح، هذا إلى جانب وجود مساهمين مسيطرين متعددين يخفف من فريضة الاستحواذ ومصادرة أموال الأقلية من المساهمين بواسطة كبار المساهمين، وبالتالي الملكية التراكمية لوجود أكثر من مساهم مسيطر يكون لها تأثير إيجابي على مقدار التوزيعات.

### الفرض الثاني: تؤثر الملكية الإدارية على سياسة توزيعات الأرباح

تشير النتائج بالنسبة لتأثير الملكية الإدارية على قرار التوزيعات بدفع أم عدم دفع توزيعات إلي وجود تأثير سلبي غير معنوي، بينما هناك علاقة إيجابية غير معنوية بين الملكية الإدارية ومقدار التوزيعات، ومن ثم يمكن القول أن الملكية الإدارية لا تؤثر على سياسة التوزيعات، مما يعني رفض الفرض الثاني كلياً.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه كل من (Vintila, 2013; Neves, 2014; Renne-boog and Trojanowski; 2005) ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن الشركات التي لديها مزيد من الملكية الإدارية يتولد لديها حوافز مباشرة للمواصلة والتوافق بين المديرين والمساهمين، وبالتالي الملكية الإدارية تمثل آلية بديلة عن توزيعات الأرباح، كما

وتوزيعات أعلى نظراً لسهولة تمويل استثماراتها، ومن ناحية أخرى، يمكن القول أنه في الأسواق الناشئة عندما تكون الحماية القانونية للمستثمرين ضعيفة، تحتاج الدولة بناء الثقة في الشركات التي تمتلك فيها حصص ملكية لتجنب فكرة الاستحواذ أو استغلال صغار المساهمين، ولذلك تدفع توزيعات أعلى.

وتوزيعات أعلى نظراً لسهولة تمويل استثماراتها، ومن ناحية أخرى، يمكن القول أنه في الأسواق الناشئة عندما تكون الحماية القانونية للمستثمرين ضعيفة، تحتاج الدولة بناء الثقة في الشركات التي تمتلك فيها حصص ملكية لتجنب فكرة الاستحواذ أو استغلال صغار المساهمين، ولذلك تدفع توزيعات أعلى.

### الفرض الخامس: تؤثر الملكية الأجنبية على سياسة توزيعات الأرباح

أوضحت نتائج الدراسة الحالية وجود تأثير سلبي معنوي للملكية الأجنبية على قرار التوزيعات، بالإضافة إلى وجود تأثير سلبي غير معنوي على مقدار التوزيعات، مما يعني قبول الفرض الخامس قبولاً جزئياً.

### الفرض الرابع: تؤثر ملكية المؤسسات المالية على سياسة توزيعات الأرباح

تشير نتائج الدراسة الحالية بالنسبة لتأثير ملكية المؤسسات المالية على قرار التوزيعات بوجود تأثير سلبي معنوي، بينما تشير النتائج بالنسبة لتأثير ملكية المؤسسات المالية على مقدار التوزيعات بوجود تأثير سلبي غير معنوي، مما يعني قبول الفرض الرابع قبولاً جزئياً، وفيما يتعلق بوجود تأثير سلبي بين الملكية المؤسسية وقرار التوزيعات.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (Thanatawee, 2014). بينما تختلف عن نتائج بعض الدراسات السابقة مثل (e.g., Warrad et al., 2012; Bokpin, 2011) ويمكن تفسير العلاقة السلبية بين ملكية المستثمرين الأجانب وسياسة التوزيعات في ضوء نظرية تلبية رغبات المساهمين Catering Theory، حيث يرغب المستثمرون الأجانب في استثمار الأموال الداخلية بدلاً من توزيعها، ويتفق هذا أيضاً مع نظرية تأثير العميل Clientele effect theory، حيث يفضل المستثمر سياسة التوزيعات التي تتناسب أهدافه الاستثمارية وهذا مع الأخذ في الاعتبار المعالجة الضريبية التي تواجه المستثمر الأجنبي، وفي ظل خصائص سوق رأس المال المصري، وعمل الدولة على تشجيع رأس المال الأجنبي تحاول وضع الضمانات اللازمة وحماية حقوق المستثمر الأجنبي وتحسين البيئة التشريعية والقانونية للاستثمار يساعد ذلك على حرص المستثمر الأجنبي على تنمية استثماراته بدلاً من الربح السريع واسترداد أمواله، وبالتالي التركيز على القرارات

وتتفق هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة (e.g., Vintila, 2013; Kumar, 2006; Mehrani et al; 2011)

وفيما يتعلق بتفسير التأثير السلبي لملكية المؤسسات المالية على سياسة التوزيعات، يمكن تفسيرها من وجهة نظر نظرية الإشارة، حيث يمكن النظر إلى كل من التوزيعات والمساهم المؤسسي كآليات بديلة ترسل إشارة للأداء الجيد، وفي سوق ناشئ مثل مصر يمكن النظر إلى الملكية المؤسسية باعتبارها إشارة للأداء الجيد وبالتالي دفع توزيعات، هذا إلى جانب أن وجود المستثمر في شكل مؤسسات يعتبر آلية رقابة للإدارة لتخفيض تكاليف الوكالة بين المساهمين المشتتين والإدارة، وبالتالي تلعب الملكية المؤسسية دور رقابي بديل عن التوزيعات لتخفيض تكاليف الوكالة، ويدعم هذا التفسير أن مصر دولة ذات حوكمة ضعيفة

تمثل حجر الزاوية في مجال تمويل الشركات، هذا إلى جانب انعكاسها على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية، وينظر إلى قرار التوزيعات باعتباره أحد القضايا الهامة في الأدب المحاسبي، والتي ما زالت تخضع للكثير من الجدل في مجال التمويل.

- من المنظور المحاسبي، تمثل توزيعات الأرباح العوائد التي يتلقاها المساهمون على استثماراتهم في أسهم المنشأة، بينما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى قرار بالمفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها في المنشأة، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك السياسة التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية، بما يعظم قيمة المنشأة، ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين، وذلك في ضوء أهداف المنشأة، مع الأخذ في الاعتبار مجموعة من الاعتبارات أهمها سلامة المركز المالي للمنشأة بعد التوزيع، واختيار الطريقة المثلى للتوزيعات، وعدم الإضرار بمصالح المساهمين والأطراف ذوي المصالح.

- يمكن النظر إلى سياسة توزيعات الأرباح وفقاً لمقدار ونمط التوزيعات عبر الزمن من عدة زوايا منها سياسة فائض التوزيعات، وسياسة استقرار مقدار التوزيعات، وسياسة استقرار معدل نمو التوزيعات، وسياسة التوزيعات الإضافية، وسياسة توزيعات ديناميكية.

- دوافع الشركات للقيام بتوزيعات الأرباح مقابل احتجازها للتمويل الذاتي أو الداخلي تتضمن هذه الدوافع استخدام التوزيعات كإشارة للأداء الجيد والتنبؤات المستقبلية للمنشأة، وتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهم المنشأة وعدم بيعها، زيادة

طويلة الأجل، مما ينعكس على رغبة الملكية الأجنبية في استثمار العوائد بدلاً من توزيعها.

### الفرض السادس: يؤثر تشتت الملكية على سياسة توزيعات الأرباح

تشير نتائج الدراسة الحالية إلى وجود تأثير سلبي غير معنوي لتشتت الملكية على قرار التوزيعات، ووجود تأثير إيجابي غير معنوي لتشتت الملكية على مقدار التوزيعات، مما يعني رفض الفرض السادس كلياً أي عدم وجود علاقة بين تشتت الملكية وسياسة التوزيعات.

وتتفق هذه الدراسة مع نتائج بعض الدراسات السابقة (e.g., Afza and Mirza, 2010; Wei et al., 2004) ويمكن تفسير هذه النتيجة باستخدام نظرية الوكالة وعدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية للمنشأة، وهو ما يكون ملحوظ في ظل الملكية المشتتة، بما يترتب عليه عدم اهتمام صغار المساهمين في مصر بتخفيض عدم تماثل المعلومات وانحصار هدفهم في الأهداف قصيرة الأجل والمضاربة، هذا إلى جانب مشكلة الاتكالية Free rider وعدم وجود الدوافع أو المقدرة على رقابة الإدارة، وبالتالي فإن كل مساهم يرغب في الحصول على المنفعة دون تحمل تكلفتها وتزداد حرية الإدارة والسلوك الانتهازي لها.

### ١٣ - نتائج البحث وتوصياته

استهدف البحث دراسة تأثير الأنماط المختلفة لهيكل ملكية الشركات على سياسة توزيعات الأرباح، وذلك في أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري. ويمكن بلورة أهم نتائج البحث بشقيه بشقيه النظري والتطبيقي على النحو التالي:

- تعتبر سياسة توزيعات الأرباح من أهم السياسات المالية والإستراتيجية في منشآت الأعمال، حيث



تركز الملكية ونمط تشتت الملكية. ويتضمن النمط الأول وهو الملكية المركزة تركيز الملكية في أيدي عدد محدود من المساهمين الذين يمتلكون نسبة كبيرة ومؤثرة من أسهم المنشأة، وينتشر هذا النمط في الدول النامية وبعض الدول الأوروبية، ويطلق عليه نمط ملكية المساهمين المسيطرين. ويمكن تصنيف الملكية المركزة وفقاً لطبيعة المستثمر الذي تتركز في يده الملكية إلى ملكية كبار المساهمين، ملكية المؤسسات المالية، الملكية الإدارية، الملكية الأجنبية، وملكية الدولة. ومن ناحية أخرى، يتضمن نمط الملكية المشتتة، تشتت الملكية بين عدد كبير من المساهمين بالشركة، حيث يمتلك كل منهم عدد قليل من الأسهم، ومن ثم تضعف قدرتهم على التأثير على قرارات الشركة، وتزداد تكاليف الوكالة.

- لكل نوع أو نمط من أنماط هيكل الملكية مزايا وعيوب، ومن ثم ليس هناك أفضلية لنمط على الآخر، وبالتالي يجب على الشركات أن تختار هيكل الملكية الخاص بها بما يتناسب مع طبيعة عملها وخصائصها والظروف البيئية التي تعمل بها، هذا إلى جانب مجموعة من المتغيرات والعوامل تؤثر في تحديد نمط هيكل الملكية الذي يناسب المنشأة ويشمل نوعية النظم القانونية، نوع الصناعة، النظم الضريبية، ودرجة الإفصاح والشفافية، وثقافة المستثمرين، وحجم الشركة.

- نمط الملكية السائد في بيئة الشركات المصرية هو نمط تركيز الملكية، بما يمثل حقيقة يفرضها الواقع في البيئة المصرية فيما يتعلق بنقص القوانين والتشريعات التي توفر الحماية القانونية

ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية، تخفيف مشاكل الوكالة، وتدعيم قيمة المنشأة، وتسهيل رقابة سوق رأس المال، وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، والحد من استغلال صغار المساهمين بواسطة كبار المساهمين، وأخيراً تلبية احتياجات ورغبات المستثمرين.

- هناك العديد من العوامل والاعتبارات التي تؤثر على سياسة التوزيعات التي تضعها المنشأة، ويجب أخذها في الاعتبار عند وضع السياسة المثلى للمنشأة والأكثر ملائمة لظروفها وتشمل الشروط الخاصة بالقروض، وشروط عدم الإضرار برأس المال، والاحتياجات التمويلية وفرص النمو والتوسع، وتوافر السيولة النقدية، والربحية، مرحلة نضوج المنشأة، وأخيراً رغبات المساهمين.

- يمكن تقسيم النظريات التي تحاول تفسير سياسة توزيعات الأرباح إلى أربعة فئات أساسية، الفئة الأولى تفترض حيادية سياسة توزيع الأرباح وعدم تأثيرها على قيمة المنشأة، بينما تستند المجموعة الثانية على رغبات المساهمين والتمييز الضريبي للمساهمين، بينما تأخذ المجموعة الثالثة العوامل الخاصة بالمنشأة مثل فائض النقدية وأولويات التمويل، وأخيراً تستند المجموعة الرابعة للنظريات على فكرة أن سياسة توزيعات الأرباح من السياسات الهامة للمنشأة وتعتبر آلية رقابة وإشارة لتوصيل رسالة أو مغزى معين للمساهمين المحتملين والحاليين.

- يمثل هيكل ملكية الشركات أحد العوامل الهامة المؤثرة على قرارات وسياسات الشركات، وبصفة عامة يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين لأنماط هياكل الملكية في الشركات المساهمة وهما نمط

الأول، والفرض الثاني، والفرض السادس بصورة كلية، بمعنى عدم وجود علاقة بين ملكية كبار المساهمين، والملكية الإدارية، وتشنت الملكية من ناحية وسياسة التوزيعات من ناحية أخرى. بينما أيدت نتائج الدراسة بصورة جزئية كل من الفرض الرابع والفرض الخامس، حيث علاقة سلبية معنوية بين ملكية المؤسسات المالية وقرار التوزيعات، كما وجدت الدراسة علاقة معنوية بين الملكية الأجنبية وقرار التوزيعات. وأخيراً فقد أيدت الدراسة بصورة كلية الفرض الثالث، والخاص بوجود علاقة إيجابية معنوية بين ملكية الدولة وسياسة توزيعات الأرباح.

**واستناداً إلى ما توصلت إليه هذه الدراسة، يوصى الباحث بما يلي:**

- ١- ضرورة قيام الشركات بالاهتمام بوضع نظام متكامل للحوكمة، يساعد على توزيع القوة داخل الشركات، وينعكس على سياسة توزيعات الأرباح، ويساعد على الحد من حرية التصرف الإداري وتخفيض التعارض بين الأطراف الداخلية والخارجية.
- ٢- بالنسبة لجهات الإشراف والرقابة على الأسواق المالية، ضرورة الاهتمام بالقضايا المرتبطة بحماية حقوق الأقلية من المساهمين، بما يسهم في تقييد سيطرة ونفوذ كبار المساهمين وغيرهم من المساهمين المسيطرين، وذلك من خلال وضع التشريعات والنظم المرتبطة بعمل الأسواق المالية وتمثيل الأقلية في مجالس إدارة الشركات، بشكل يحقق العدالة وحماية حقوق صغار المساهمين.
- ٣- تشجيع الاستثمار الأجنبي من خلال وضع الضمانات اللازمة وحماية حقوق المستثمر

لحقوق المستثمرين، بالإضافة إلى غياب آليات السوق ونقص ممارسات الحوكمة الجيدة التي تحقق انضباط السلوك الإداري ومحاربة الفساد الإداري، بالإضافة إلى وجود سوق رأس المال غير كفاء، مما يترتب عليه سيادة نمط تركيز الملكية بشكل كبير كآلية بديلة للرقابة وضمان الحفاظ على حقوق المساهمين.

- من خلال استعراض وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح، يتضح استنادها إلى نظريات مختلفة لتفسير هذه العلاقة، بالإضافة إلى التطبيق في بيئات مختلفة، مما كان له تأثير على تباين نتائج هذه الدراسات.

- استناداً للإطار النظري للبحث تم اشتقاق ستة فروض، يتناول **الفرض الأول** وجود تأثير لملكية كبار المساهمين على سياسة توزيعات الأرباح. ويتناول **الفرض الثاني** وجود تأثير للملكية الإدارية على سياسة التوزيعات. ويختبر **الفرض الثالث** وجود تأثير لملكية الدولة على سياسة توزيعات الأرباح، ويتناول **الفرض الرابع** فحص العلاقة بين ملكية المؤسسات المالية وسياسة توزيعات الأرباح، ويختبر **الفرض الخامس** العلاقة بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيعات الأرباح. وأخيراً يختبر **الفرض السادس** العلاقة بين تشنت الملكية وسياسة توزيعات الأرباح.

- ولاختبار فروض البحث تم وضع نموذجين للدراسة، يقيس النموذج الأول تأثير أنماط هيكل الملكية على قرار دفع أو عدم دفع توزيعات، بينما يقيس النموذج الثاني تأثير أنماط هيكل الملكية على مقدار التوزيعات المدفوعة. وقد أيدت نتائج الدراسة رفض كل من الفرض

## مراجع البحث

### أولاً: المراجع باللغة العربية:

- بدوى، محمد عباس. ١٩٩٩. نماذج تقييم أصول شركات قطاع الأعمال العام لأغراض الخصخصة، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد السادس والثلاثون، مارس ص ١-٣٦.
- منيكا، إدوارد، وكورزيجا زوريان. ٢٠٠٦. الإحصاء في الإدارة مع التطبيق على الحاسب الآلي، تعريب سرور على إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر.

### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- Abdelsalm, O., A. El Masry and S. Elsegin. 2008. Board Composition, Ownership Structure and dividend Policies in emerging market further evidence from CASE50. **Managerial Finance**. 34 (12): 953-964.
- Adjaoud, F. and W., Amar. 2010. Corporate Governance and dividend policy: Shareholders` protection or Expropriation? **Journal of Business Finance and Accounting** (July) (37) 5: 648-667.
- Afza, T., and H., Mirza. 2010. Ownership structure and Cash as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. **International Business Research** (July) (3) (3): 210-221.
- Aguenou, S., O. Farooq and H., Di. 2013. Dividend Policy and Ownership Structure: Evidence the Casablanca stock Exchange. **International Journal on Business Review** (July) (2) (4): 116- 121.

الأجنبي، وذلك من خلال تحسين البيئة التشريعية والقانونية للاستثمار.

٤- وضع حدود لنسب الملكية بأشكالها المختلفة في الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة، والالتزام بالإفصاح عن هيكل الملكية، بما يسهم في تقييد السلوك الانتهازي لبعض الأطراف ذات السيطرة لتحقيق مصالحها على حساب الأطراف الأخرى، ومن ثم زيادة تكاليف الوكالة.

٥- بالنسبة للمستثمرين والمحللين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصلحة المهتمين بسوق رأس المال، يجب الأخذ في الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية متضمنات العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح للشركات، مع ضرورة مراعاة أن متغير هيكل الملكية ليس هو العامل الوحيد الذي يؤثر على سياسة التوزيعات، فهناك بعض المتغيرات الرقابية الأخرى.

وأخيراً تقترح هذه الدراسة مجالات لبحوث مستقبلية في مجال تحديد العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح، وذلك من خلال تضمين نموذج الدراسة متغيرات أخرى بخلاف هيكل الملكية منها على سبيل المثال متغيرات حوكمة الشركات. هذا بالإضافة إلي إمكانية دراسة العلاقة بين هيكل الملكية وتمهيد توزيعات الأرباح. وأخيراً دراسة واختبار تلك العلاقات في المؤسسات التمويلية.

- Ahmed, H., J. 2008. The Impact of Financing decision, Dividend Policy, Corporate ownership on firm performance at presence or absence of growth opportunity: A panel data approach, evidence from Kuala Lumpur stock Exchange. **Journal of Banking and Finance** (August): 124 –143.
- Alsabri, F., G. Altaieb and A. Alzoued .2012. The relationship between ownership Structure and dividend policy: An empirical investigation. **Review of International Comparative Management** (Oct) (13) (4): 644 – 657.
- Anand, M. 2004. Factors influencing dividend policy decisions of Corporate India. **The ICAI Journal of Applied Finance** (10) (2): 4-18.
- Bhutto, S. 2015. The Structure of Ownership and Cash Flows as determinants of corporate dividend policy: Evidence from Pakistan. Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=2649802>.
- Bokpin, G., A. 2011. Ownership structure, corporate governance and dividend performance on Ghana Stock Exchange. **Journal of Applied Accounting Research** (12) (1): 61- 73.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, H and R. Stulz. 2006. Dividend policy and the earned/contributed Capital Mix: A test of the lifecycle theory. **Journal of Financial Economics** (August) (81) (2): 227-254.
- Denis, D., and I. Osobov. 2007. Why firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=887643>.
- Dyck, A. 2001. Privatization and Corporate governance: Principles, evidence and future Challenges. **The World Bank Research Observer** 16(1): 59-84.
- Esqued, O. 2015. Signaling, Corporate governance and the equilibrium dividend policy. **The Quarterly Review of Economics and Finance**: 1-45.
- Fairchild, R., and Y. Guney. 2014. Corporate dividend policy in Thailand: Theory and Evidence. **International Review of Financial Analysis** 12 (2): 8-13.
- Farinha, J. 2002. Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=313976>.
- Gonzalez, M., C. Molina, and E. Pablo. 2014. The effect of Ownership concentration and Composition on dividends: evidence from Latin America. Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=2505720>.
- Gugler, K. B. Yurtoglu. 2001. Corporate governance and dividend payout policy in Germany. Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=275917>.
- Gutierrez, M., M. Saez. 2015. Say on dividend. Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=2565475>.
- Hedensted, J., and J. Raaballeb. 2008. Dividend determinants in Denmark. Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=1123436>.
- Karathanassis, G., and E. Chryanthopoulou. 2013. The relationship between ownership structure and corporate dividend policy-Evidence from the Athens stock Exchange. Available online at <http://www.ssrn.com/abstract=813024>.

- Kumar, J.2006. Ownership structure and dividend payout policy in India. **Journal of Emerging Market Finance** 5(1): 15- 58.
- Lacave, M., and M., Urriaga. 2014. Dividend policy with controlling shareholders. **Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=2412588>.**
- Lepetit. L., C. Meslier and L. Indra. 2015. Do asymmetric information and ownership structure matter for dividend payout decisions? Evidence from European banks. **Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=2643523>.**
- Mehrani, S., M. Moradi and H. Eskandar. 2011. Ownership structure and dividend policy: Evidence from Iran. **African Journal of Business Management** (Sep) (5) (17): 7516-7525.
- Michaely, R., and M.Roberts. 2011. Corporate dividend policies: Lessons from private firms. **Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=927802>.**
- Miller, M., and F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **The Journal of Business** 34(4): 403 – 435.
- Mitton, T. 2004. Corporate governance and dividend policy in Emerging Markets. Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=809404>.
- Mori, N. 2015. Why pay dividends and issue equity simultaneously? **Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=1533652>.**
- \_\_\_\_\_ and N.Ikeda. 2015. Majority support of shareholders, Monitoring Incentive, and dividend policy. **Journal of Corporate Finance** (Feb) (30):1-10.
- Mosavi, S., S. Honarbak, and M. Ghaedi. 2013. Ownership structure and dividend policy evidence from the Tehran stock market. **African Journal of Business Management** (July) (7) (25): 2432 – 2443.
- Neves, E. 2014. Ownership Structure and Investor's Sentiments for dividends. **International Journal of Financial Research** (5) (2):35-58.
- Omran, M. 2009. Past-privatization corporate governance and firm performance: The role of private ownership Concentration. Identity and board composition. **Journal of Comparative Economics** 10(2):1-34.
- Rahman, N. 2002. Ownership structure and dividend Smoothing: Cross-Country evidence. **Available online at <http://www.ssrn.com/abstract=2543785>.**
- Ramli, N.2010. Ownership Structure and dividend policy: Evidence from Malaysian companies. **Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=1753390>.**
- Renneboog, L., and G. Trojanowski, 2005. Control structures and Payout Policy. **Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=707421>.**
- Roy, A.2015. Dividend Policy, Ownership Structure and Corporate Governance: An Empirical Analysis of **Indian Firms. Indian Journal of Corporate Governance** (8) (1): 1-33.
- Sailva, A., and R. Leal. 2003. Corporate governance, Market Valuation and dividend Policy in Brazil. **Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=477302>.**
- Thanatawee, y.2013. Ownership Structure and dividend policy: Evidence from Thailand. **International Journal of Economics and Finance** (5) (1):121 – 132.

- \_\_\_\_\_ . 2014. Ownership Structure and dividend Policy: Evidence from China. **International Journal of Economics and Finance** (6) (8): 197-204.
- Warrad, L., S., Abed, O., Khriasat and I., Alsheikh. 2012. The effect of Ownership Structure on dividend payout policy: Evidence from Jordanian Context. **International Journal of Economics and Finance** (4) (2): 187 – 195.
- Wei, G., W. Zang and J. Zezhong. 2004. Dividends policy and Ownership Structure in China. **Available Online at <http://www.ssrn.com/abstract=463924>**.
- Vintila, G.2013.The Impact of ownership Structure on dividend policy: Evidences from Bucharest Stock Exchange. **Metrurgia International** (15) (7):143 – 148.

## ملحق رقم (١)

## بيان بأسماء الشركات الممثلة لعينة الدراسة

١٨- العقارية للبنوك الوطنية للتنمية.	١- ليسيكو مصر.
١٩- المصرية لصناعة النشا والجلوكوز.	٢- الإسكندرية لاسمنت بورتلاند.
٢٠- المصرية لخدمات النقل.	٣- المصرية للأغذية بسكو مصر.
٢١- العز للسيراميك والبور سلين.	٤- المصرية الدولية للصناعات الدوائية.
٢٢- الشركة العربية للمحاسب.	٥- المصرية للمنتجات السياحية.
٢٣- المهن الطبية للأدوية.	٦- راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات.
٢٤- جلاكسو سميثكلين.	٧- زهراء المعادى للاستثمار والتعمير.
٢٥- جى أم سى للاستثمارات.	٨- الأهرام للطباعة والتغليف.
٢٦- أسيك للتعدين.	٩- السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار.
٢٧- العز الدخيلة للصلب.	١٠- الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية.
٢٨- القاهرة للإسكان والتعمير.	١١- النصر لصناعة المحولات.
٢٩- القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية.	١٢- حديد عز.
٣٠- المنصورة للدواجن.	١٣- شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي.
٣١- السويدي اليكتروك.	١٤- كفر الزيات للمبيدات والكيماويات.
٣٢- سنارم دريمز.	١٥- الإسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية.
٣٣- مينا للاستثمار السياحي والعقاري.	١٦- الشرقية الوطنية للأمن الغذائي.
٣٤- جولد تكس للأصواف.	١٧- العالمية للاستثمار والتنمية.

## ملحق رقم (٢)

## الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات الدراسة

Results for: new.MTW

Descriptive Statistics: PAY; DPR; BLOKOWN; MANOWN; STAOWN; INSTOWN; FOROWN; ...

Variable	N	N*	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Q1	Median
PAY	102	0	0.6863	0.0462	0.4663	0.0000	0.0000	1.0000
DPR	102	0	1.093	0.345	3.486	0.000	0.000	0.449
BLOKOWN	102	0	32.49	2.31	23.29	7.30	15.31	23.65
MANOWN	102	0	12.95	2.12	21.39	0.00	0.00	1.97
STAOWN	102	0	4.468	0.809	8.172	0.000	0.000	0.000
INSTOWN	102	0	4.13	1.23	12.47	0.00	0.00	0.00
FOROWN	102	0	9.94	1.70	17.18	0.00	0.00	0.00
DISOWN	102	0	36.91	2.42	24.47	7.10	12.06	32.00
LEV	102	0	0.4084	0.0326	0.3293	0.0026	0.2437	0.3760
ASSET	102	0	3587625	1015327	10254295	826	88728	648536
SIZE	102	0	13.199	0.205	2.066	6.717	11.391	13.373
ROA	102	0	0.05534	0.00582	0.05879	0.00000	0.00700	0.04000

Variable	N for					
	Q3	Maximum	IQR	Mode	Mode	Skewness
PAY	1.0000	1.0000	1.0000	1	70	-0.81
DPR	0.850	27.440	0.850	0	34	6.09
BLOKOWN	43.54	90.00	28.23	7.3; 9.25; 9.78; 11	3	1.09
MANOWN	22.70	87.67	22.70	0	24	2.03
STAOWN	3.460	25.720	3.460	0	54	1.55
INSTOWN	0.00	57.35	0.00	0	87	3.38
FOROWN	10.45	58.84	10.45	0	63	1.73
DISOWN	57.70	89.93	45.64	7.10084; 7.72; 9; 9.508	3	0.59
LEV	0.5800	2.9200	0.3362	0.58	4	4.39
ASSET	1675624	82073505	1586896	21859127	2	5.59
SIZE	14.332	18.223	2.941	16.9001	2	-0.19
ROA	0.08250	0.38000	0.07550	0	19	2.13

## ملحق رقم (٣)

## نتائج التحليل الإحصائي الخاص بالنموذج الأول للدراسة

## Binary Logistic Regression: PAY versus BLOKOWN; MANOWN; ...

Link Function: Logit

Response Information

Variable Value Count

PAY	1	70 (Event)
	0	32
Total		102

Logistic Regression Table

Predictor	Coef	SE Coef	Z	P	Odds Ratio	95% CI
						Lower
Constant	0.309628	3.11675	0.10	0.921		
BLOKOWN	-0.0285085	0.0231169	-1.23	0.217	0.97	0.93
MANOWN	-0.0128913	0.0157575	-0.82	0.413	0.99	0.96
STAOWN	0.161617	0.0846854	1.91	0.056	1.18	1.00
INSTOWN	-0.0864139	0.0473166	-1.83	0.068	0.92	0.84
FOROWN	-0.0836959	0.0301802	-2.77	0.006	0.92	0.87
DISOWN	-0.0307329	0.0237864	-1.29	0.196	0.97	0.93
LEV	1.99458	2.03224	0.98	0.326	7.35	0.14
SIZE	0.0500039	0.178738	0.28	0.780	1.05	0.74
ROA	54.9638	12.8650	4.27	0.000	7.42113E+23	8.31230E+12

## ملحق رقم (٤)

## نتائج التحليل الإحصائي الخاص بالنموذج الثاني للدراسة

## Regression Analysis: DPR versus BLOKOWN; MANOWN; ...

The regression equation is

$$\text{DPR} = -0.36 + 0.0060 \text{ BLOKOWN} + 0.0046 \text{ MANOWN} + 0.167 \text{ STAOWN} - 0.0355 \text{ INSTOWN} \\ - 0.0139 \text{ FOROWN} + 0.0225 \text{ DISOWN} - 1.31 \text{ LEV} + 0.065 \text{ SIZE} - 7.65 \text{ ROA}$$

Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
Constant	-0.359	3.265	-0.11	0.913	
BLOKOWN	0.00601	0.02433	0.25	0.806	2.913
MANOWN	0.00461	0.01964	0.23	0.815	1.601
STAOWN	0.16680	0.04553	3.66	0.000	1.255
INSTOWN	-0.03554	0.03224	-1.10	0.273	1.466
FOROWN	-0.01391	0.02276	-0.61	0.543	1.387
DISOWN	0.02248	0.02349	0.96	0.341	2.998
LEV	-1.306	1.204	-1.08	0.281	1.426
SIZE	0.0655	0.1957	0.33	0.739	1.482
ROA	-7.654	5.992	-1.28	0.205	1.125



