

جامعة غارداية  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية و المحاسبة



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في ميدان العلوم الاقتصادية و التسيير وعلوم تجارية  
شعبة العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة  
بعنوان:

أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة  
في سوق الأوراق المالية

" حالة عينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية "  
خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2015

من إعداد الطالبة : بوقرون سميحة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2017/05/18

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	(أستاذ مساعد أ، جامعة غارداية )	الأستاذ/عبادة عبد الرؤوف
مشرفا ومقررا	( أستاذ مساعد أ، جامعة غارداية )	الأستاذة/بن عبد الرحمان ذهيبية
مناقشا	(أستاذ مساعد أ، جامعة غارداية )	الأستاذ/حميدات عمر
مدعوا	(أستاذ معيد، جامعة غارداية )	الأستاذ/نعاس صلاح الدين

السنة الجامعية 2016/2017



جامعة غارداية  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية و المحاسبة



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في ميدان العلوم الاقتصادية و التسيير وعلوم تجارية  
شعبة العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة  
بعنوان:

أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة  
في سوق الأوراق المالية

" حالة عينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية "  
خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2015

من إعداد الطالبة : بوقرون سميحة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2017/05/18

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	(أستاذ مساعد أ، جامعة غارداية )	الأستاذ/عبادة عبد الرؤوف
مشرفا ومقررا	( أستاذ مساعد أ، جامعة غارداية )	الأستاذة/بن عبد الرحمان ذهيبية
مناقشا	(أستاذ مساعد أ، جامعة غارداية )	الأستاذ/حميدات عمر
مدعوا	(أستاذ معيد، جامعة غارداية )	الأستاذ/نعاس صلاح الدين

السنة الجامعية 2016/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## شكر وتقدير

أحمد الله وأشكره على نعمه، و أصلي و أسلم على صفوة أنبيائه وعلى آله وصحبه وأوليائه  
في مثل هذه اللحظات سطور كثيرة تمر في الخيال ولا يبقى لنا في نهاية المطاف إلا قليلاً من  
.... الذكريات وصور تجمعننا برفاق كانوا إلى جانبنا

فواجب علينا شكرهم ووداعهم ونحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الحياة الجامعية و خطواتنا  
.... الأولى في غمار الحياة

وقبل أن نمضي نقدم أسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى الذين حملوا أقدس  
.... رسالة في الحياة، إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة  
.... إلى جميع أساتذتنا الأفاضل

وسيكون علينا لزاماً وواجباً دينياً وأخلاقياً أن نشكر من كان لها الفضل الكبير في الإشراف  
على هذه المذكرة وإيصالها إلى طور الانجاز، الأستاذة الفاضلة

"بن عبد الرحمان ذهيبية" التي أمدت لنا بالعون ولم تبخل

علينا بنصائحها العلمية وتوجيهاتها وإرشاداتها السديدة، فكانت كريمة معنا ومتفهمة ، فلكي

منا

أستاذتنا المتميزة كل الامتنان والشكر والتقدير والاحترام و جزاكي الله كل الخير

وفي الأخير أشكر كل الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول المشاركة

في مناقشة وتقييم هذه المذكرة

## الإهداء

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وقدرنا على إنجاز هذا العمل.

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلى بطاعتك .. ولا تطيب

اللحظات إلا بذكرك

.. ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك الله جل جلاله  
إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين ..

سيدنا محمد عليه أفضل الصلاة والتسليم

إلى كل من علمني حرفاً

إلى من أحمل اسمه بكل فخر، إلى والدي العزيز أطال الله في عمره،

إلى روح أمي الطاهرة رحمها الله واسكنها فسيح جناته.

وإلى إخواتي رمضان، عبد الكريم، بوجمة، جميلة، وكل أفراد عائلتي كبيرهم  
وصغيرهم، كما أخص بالذكر إلى روح جدي رحمه الله عليه وجدتي أطال الله في  
عمرها.

إلى من جمعني بهم القدر وكانوا خير رفقة لي: نجاة، صليحة، سمية،

فتيحة. فاطمة، سارة، أحلام، حنان.

إلى كل الأهل والأقارب والأصدقاء، وإلى كل من نسيهم قلبي ولم ينسهم قلبي

إلى كل من وسعه قلبي ولم تسعه ورقتي

سميحة

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في موضوع أثر هيكل الملكية على الأداء المالي، حيث شملت العينة خمسة وأربعين شركة خدماتية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2015، باستخدام نماذج الانحدار لكل من عائد المساهم الكلي، عائد السهم الواحد، العائد على الموجودات، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، القيمة السوقية إلى العائد، العائد على حقوق المساهمين واعتمادا على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

خلصت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد بالشركات الخدمائية الأردنية على مؤشرات الأداء المالي.

**الكلمات المفتاحية:** هيكل الملكية – أداء مالي – نظرية الوكالة – حوكمة الشركات – سوق الأوراق المالية.

### Résumé:

Cette étude vise à une recherche dans le sujet de l'impact de la structure de propriété sur la performance financière où l'échantillon comprenait 45 société de services cotée à la bourse de Amman au cours de la période 2010-2015, en utilisant Les modèles de régression pour le rendement total des actionnaires, le bénéfice par action, la rentabilité économique, Le market-to-book, le rapport cours/bénéfice net par action, la rentabilité financière, en les données de panel.

Cette étude a constaté l'absence de l'impact signification statistique du pourcentage des propriétés des gestionnaires institutionnels et les individus dans les sociétés de service jordaniennes sur les factor de performance financière.

**Mots-clés:** Structure de propriété - Performance financière – Théorie d'Agence - Gouvernance des entreprises–Marché des valeurs mobilières.

# قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
I	شكر و عرفان.....
II	إهداء.....
III	قائمة المحتويات.....
IV	قائمة الجداول.....
V	قائمة الأشكال.....
VI	قائمة الملاحق.....
VII	قائمة المختصرات.....
VIII	ملخص الدراسة.....
أ - ج	مقدمة.....
<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لعلاقة هيكل الملكية بالأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية</b>	
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: هيكل الملكية العوامل المحددة له ضمن نظرية الوكالة.....
3	المطلب الأول: مفهوم هيكل الملكية ومكوناته.....
17	المطلب الثاني: ماهية الأداء المالي ومؤشرات قياسه.....
25	المطلب الثالث: دور هيكل الملكية في تعظيم قيمة المؤسسات الاقتصادية.....
30	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
30	المطلب الأول: الدراسات العربية.....
38	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.....
44	المطلب الثالث: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.....
46	خلاصة الفصل الأول.....
<b>الفصل الثاني: دراسة حالة عينة من المؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات</b>	
48	تمهيد.....
49	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
49	المطلب الأول: الطريقة المتبعة.....
53	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة.....
64	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.....



64	المطلب الأول : عرض النتائج.....
94	المطلب الثاني : مناقشة النتائج.....
97	خلاصة الفصل الثاني.....
99	الخاتمة.....
102	قائمة المصادر والمراجع.....
106	الملاحق.....

# قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم
14	أنواع هياكل الملكية	1-1
28	خصائص أنظمة الحوكمة في إطار هياكل الملكية	2-1
44	المقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة	3-1
64	نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة	1-2
66	نتائج التحليل الإحصائي مصفوفة الارتباط	2-2
67	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية.	3-2
68	نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة	4-2
68	اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan	5-2
69	نتائج اختبار هوسمان	6-2
69	اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية	7-2
71	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد	8-2
72	نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة	9-2
72	اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan	10-2
73	نتائج اختبار هوسمان	11-2
73	اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد	12-2
76	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على الموجودات	13-2
77	نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة	14-2
77	اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan	15-2
78	نتائج اختبار هوسمان	16-2
79	اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على الموجودات.	17-2
81	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على حقوق المساهمين	18-2
82	نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة	19-2
82	اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan	20-2
83	نتائج اختبار هوسمان	21-2
83	اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على حقوق المساهمين	22-2

85	معلومات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد المساهم الكلي	23-2
86	نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة	24-2
86	اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan	25-2
87	نتائج اختبار هوسمان	26-2
88	اختبار المعنوية الإحصائية لمعلم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد المساهم الكلي	23-2
90	معلومات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية للعائد	28-2
91	اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan	30-2
92	نتائج اختبار هوسمان	31-2
92	اختبار المعنوية الإحصائية لمعلم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية للعائد.	28-2

# قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم
58	خطوات ومراحل اختبار التجانس	1-2

# قائمة الملاحق

رقم الصفحة	العنوان	رقم
109	معلومات أساسية حول المؤسسات المعتمدة في الدراسة	01
111	تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية	02
112	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج (التجميعي و الآثار الثابتة والعشوائية) لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية	03
113	تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد	04
114	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج (التجميعي و الآثار الثابتة والعشوائية) لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد	05
115	تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على العائد على الموجودات	06
116	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج (التجميعي و الآثار الثابتة والعشوائية) لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على الموجودات	07
117	تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على حقوق المساهمين	08
118	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج (التجميعي و الآثار الثابتة والعشوائية) لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد على حقوق المساهمين	09
119	تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على العائد المساهم الكلي	10
120	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج (التجميعي و الآثار الثابتة والعشوائية) لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد على العائد المساهم الكلي	11
121	تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على القيمة السوقية إلى العائد	12
122	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج (التجميعي و الآثار الثابتة والعشوائية) لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على العائد على القيمة السوقية إلى العائد	13
123	مصفوفة الارتباط	14

# قائمة الاختصارات و الرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة
RE	المردودية الاقتصادية الصافية
RCP	مردودية الأموال الخاصة
PBR	مضاعف الأموال الخاصة
VAN	القيمة الحالية الصافية
EVA	القيمة المضافة الاقتصادية
CFROI	معدل العائد على الاستثمار وفق التدفقات النقدية
MVA	القيمة المضافة السوقية
TSR	عائد المساهم الكلي
REM	نموذج الآثار العشوائية
FEM	نموذج الآثار الثابتة
TH	اختبار هوسمان
F	فيشر
LSDV	المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية
MCG	المربعات الصغرى المعممة
MCO	المربعات الصغرى العادية
LM	مضاعف لاغرانج
PRM	النموذج التجميعي

مقدمة

## أ) توطئة:

لقد كان لموضوع علاقة هيكل الملكية بالأداء امتداد لنظرية الوكالة التي ركزت على التضارب في المصالح ما بين الإدارة وحملة الأسهم أو ما بين حملة الأسهم. ويعود منشأ هذا التضارب لدوافع المديرين إلى التوجه نحو استراتيجيات وسياسات تعظم من مصالحهم الخاصة على حساب تعظيم ثروة المساهمين، الأمر الذي يؤثر على أداء الشركات نظراً لما يتحمله المساهمين من تكاليف وكالة الأموال الخاصة، لذا كان من بين الآليات التي تخفف هذا التضارب في المصالح ما جاءت به حوكمة الشركات كحل متمثل في إشراك المديرين في ملكية أسهم المؤسسات ضمن هيكل الملكية.

## ب) طرح الإشكالية:

يعد الأداء المالي المحدد المدى نجاح المؤسسات والذي يمكن استخدامه كجانب أساسي في عملية التحليل الداخلي للمؤسسة، باعتباره إستراتيجية مهمة يمكن للمديرين استخدامها في تحديد مستوى الأداء الكلي لها ويعود ذلك إلى إمكانية قراءة أداء المؤسسة بوضوح من وجهة مالية. ومع انفصال الملكية عن الإدارة وتشتت المساهمين وظهور مشكل الوكالة، تباينت وجهات النظر حول تأثير الملكية التسييرية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بين مؤيد وعارض لهذا التأثير.

من خلال ما سبق تبرز معالم الإشكالية والتي يمكن صياغتها في التساؤل الرئيسي التالي:

**كيف يؤثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2015 ؟**

وانطلاقاً من الإشكالية و بهدف التعمق أكثر في الموضوع، يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- 1 هل تؤثر نسبة ملكية المسيرين التأسسين بالمؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على مؤشرات الأداء المالي و المتمثلة في نسبة السعر إلى العائد، عائد المساهم الكلي، عائد على حقوق المساهمين، عائد على الموجودات، عائد السهم الواحد، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؟
- 2 هل تؤثر نسبة ملكية المسيرين الأفراد بالمؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على مؤشرات الأداء المالي والمتمثلة في نسبة السعر إلى العائد، عائد المساهم الكلي، عائد على حقوق المساهمين، عائد على الموجودات، عائد السهم الواحد، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؟



### ت) فرضيات الدراسة:

- و للإجابة على إشكالية البحث والتساؤلات الفرعية يمكن صياغة الفرضيات التالية:
- 1-توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية المسيرين التأسسين بالمؤسسات الخدمائية الأردنية و مؤشرات الأداء المالي.
  - 2-توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية المسيرين الأفراد بالمؤسسات الخدمائية الأردنية و مؤشرات الأداء المالي.

### ث) مبررات اختيار الموضوع:

- تتمثل أهم دوافع اختيارنا لموضوع البحث في الأسباب التالية:
- أنه من المواضيع الجديدة بالاهتمام والبحث؛
  - توافق الموضوع مع التخصص والرغبة والاهتمام في البحث بمواضيع مالية مؤسسة؛
  - الرغبة في استخدام بعض النماذج القياسية كنموذج السلاسل الزمنية المقطعية؛

### ج) أهداف الدراسة:

- نسعى من خلال هذه الدراسة إلى:
- التعرف على أثر هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان الأوراق المالية؛
  - وبناء نموذج مفسر لأثر كل من الملكية التسييرية و ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان الأوراق المالية باستخدام أدوات التحليل الإحصائي؛
  - التعرف على مساهمة نظرية الوكالة في تفسيرها لأثر هيكل الملكية؛

### ح) أهمية الدراسة:

- تبرز أهمية الموضوع في كونه يركز على أثر هيكل الملكية، باعتبار هذا الهيكل ضروري لاستمرار نشاط المؤسسة، كما تكمن أهمية الموضوع هيكل الملكية باعتباره من المواضيع التي لقيت ولا تزال تلقى اهتمام الكثير من الباحثين بسبب تأثيره على الأداء.

### خ) حدود الدراسة :

- تجرى الدراسة وفقاً لحدود مكانية وزمنية نوردتها كمايلي:
- الحدود المكانية :** شملت الدراسة عينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان الأوراق المالية.

**الحدود الزمانية :** تغطي الدراسة الحالية الفترة الزمانية الممتدة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2015، وذلك بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسات الخدمائية المدرجة في بورصة عمان.

#### د- منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة :

للإجابة عن إشكالية الموضوع و اختبار الفرضيات إضافة إلى تحقيق الأهداف المرجوة منه، فقد حاولنا استخدام المنهجين الأكثر اعتمادا في الدراسات المالية والاقتصادية، بحيث يتجمل المنهج الأول في التحليل الوصفي في الدراسة النظرية، من خلال التطرق لمختلف المفاهيم والعناصر المتعلقة بأثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، وكذا أهم النظريات المفسرة لهيكل الملكية ونتائج الدراسات السابقة، أما المنهج الثاني يتمثل في المنهج التجريبي باستخدام الأدوات التحليل الإحصائي. Eviews نسخة 9 وبرنامج GRETL وبرنامج SPSS نسخة 22 لدراسة الموضوع وتحليله وبلوغ أهدافه، من خلال استعمال المكتبات والمراجع الإلكترونية المحملة، من مقالات ومداخلات، ودراسات سابقة للموضوع لتحليل البيانات المتحصل عليها من خلال القوائم المالية في الدراسة التطبيقية.

#### ذ صعوبات الدراسة:

نشير إلى أنه من خلال معالجتنا لهذا الموضوع صادفتنا بعض الصعوبات، نذكر منها:

-عدم توفر الإفصاحات لنسبة الملكية لبعض الشركات الكويتية ما أدى بنا إلى تغيير المؤسسات محل الدراسة إلى الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، لتوفر الإفصاح عن متغيرات الدراسة، وهذا ما أثر على إنجاز الدراسة وتضمين متغيرين مستقلين فقط.

#### ص هيكل الدراسة:

تبعاً للأهداف المتوخاة من البحث و لمعالجة الإشكالية و التساؤلات الفرعية، تم إتباع منهجية IMRAD في تقسيم البحث إلى فصلين، حيث تسبقهم مقدمة وتعقبهم خاتمة، تضمنت تلخيص عام وعرض للنتائج التي توصلنا إليها.

الفصل الأول "الأدبيات النظرية والتطبيقية لعلاقة هيكل الملكية بالأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية" حاولنا من خلاله وذلك ضمن المبحث الأول التعريف هيكل الملكية وكذا العوامل المحددة له، تم التعرض إلى نظرية الوكالة تم تناولنا في المبحث الثاني بعض الدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع.

أما الفصل الثاني "دراسة حالة عينة من المؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات" فخصصنا لدراسة عينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان الأوراق المالية.

ضمن مبحثين تطرقنا في الأول إلى الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة وفي الثاني إلى عرض ومناقشة

النتائج.

# الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية لعلاقة هيكل الملكية

بالأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية

**تمهيد:**

يعتبر هيكل الملكية أحد أهم العوامل المؤثرة على أداء الشركات لذلك سوف نتناول في بداية هذا الفصل هيكل الملكية والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالي، وكذا العوامل المؤثرة على الأداء المالي ومؤشرات قياسه، بعد ذلك نتعرض لنظريات هيكل الملكية و نظرية الوكالة وتكلفتها.

وفي الأخير نتطرق لعلاقة هيكل الملكية بالأداء المالي والوكالة ودورها في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية بالإضافة إلى عرض بعض الدراسات و الأبحاث التي تناولت هذا الموضوع و موقع هذه الدراسة بالنسبة للدراسات السابقة ومن خلال هذا الفصل سنقوم بدراسة أغلب ما تعلق بهيكل الملكية، ومن هنا جاء تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين أساسيين هما:

➤ المبحث الأول: هيكل الملكية والعوامل المحددة له ضمن نظرية الوكالة

➤ المبحث الثاني: الدراسات السابقة

### المبحث الأول: هيكل الملكية والعوامل المحددة له ضمن نظرية الوكالة

يرتبط موضوع علاقة هيكل الملكية بالأداء بما يعرف بنظرية الوكالة AGENCY THEORY، حيث تنبثق تكاليف الوكالة AGENCY COST من تناقض المصالح ما بين الإدارة وحملة الأسهم أو ما بين حملة الأسهم والدائنين.

#### المطلب الأول: مفهوم هيكل الملكية ومكوناته.

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى فرعين الأول يكون عبارة عن تعريف وتركيب هيكل الملكية والثاني أنواع ومحددات هيكل الملكية.

#### الفرع الأول: تعريف وتركيب هيكل الملكية.

هيكل الملكية: يمكن تناول هيكل الملكية المؤسسات من خلال توضيح مفهوم الملكية ومفهوم السيطرة باعتبار أن الفصل بينهما ينتج من اختلاف أهداف كل من المالكين والمديرين.

- 1- مفهوم الملكية: الملكية هي الحق في التملك كما أنها الحق في المطالبة بموارد المؤسسة، أو هي نسبة ما يملكه الشخص أو المؤسسات من أسهم مؤسسة معينة. ويمكن توضيحها من جانبين:
    - أن الملكية هي نسبة من أسهم المؤسسة يملكها شخص أو مؤسسة أو مجموعة مستثمرين أو مجموعة منفصلة من مديري المؤسسة، أو مجموعة المتقاعدين من مديري المؤسسة، أو مجموعة من الموظفين أو مجموعة موظفين من عائلة واحدة أو حصة ملكية العاملين للأسهم؛
    - الملكية هي عدد من الحصص المنفردة التي يملكها أفراد لا ينتمون إلى بعضهم البعض، ويجب أن تزيد حصة ملكية كل منهم عن 5% من أسهم المؤسسة. وقد تكون الملكية داخلية أو خارجية، فإن كانت داخلية فإن المالكين هم أعضاء في المؤسسة، أما إذا كانت خارجية فالمالكين هم من خارج المؤسسة.
- ويمكن تعريف الملكية الداخلية Insider Ownership بأنها نسبة الأسهم المملوكة من قبل مديري المؤسسة أو موظفيها. كما يمكن تعريفها بأنها ملكية أهم أعضاء المؤسسة سواء كانوا موظفين، أو مديري الذين يقدمون أفضل الأداء.

فهناك مؤسسات أصحابها من عائلة واحدة وإدارتها من نفس العائلة، هذا النوع من الملكية لا يرغب بوجود شركاء جدد في المؤسسات حتى ولو كانت هناك نظرة توسع وتطور في المؤسسة، إذ أن أصحاب المؤسسة ذات العائلة الواحدة سيرغبون في الاستدانة والتمويل بالديون على أن يتم استخدام الأسهم كمصدر للتمويل حتى وإن كانت مخاطر التمويل عن طريق الديون أكبر من مخاطر التمويل عن طريق حقوق الملكية<sup>1</sup>.

1- عبد المجيد تيماي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015، ص 102.

وقد خلص بعض الباحثين إلى نتائج إيجابية بخصوص تأثير الملكية العائلية أو تركيز الملكية بأيدي مجموعة معينة من الأشخاص على أداء المؤسسات، فهناك من وجد علاقة إيجابية بين الملكية العائلية وأداء المؤسسة. كما وجد آخرون أن هناك علاقة قوية بين تركيز الملكية و أداء المؤسسات، حيث لاحظوا ارتفاع معدل العائد في المؤسسات التي تتركز فيها الملكية، وبالمقابل فإن البعض يعتقدون أن للملكية العائلية بعض السلبيات ولكنها إن وجدت فهي قليلة. ومن أهمها أن أصحاب المؤسسات العائلية يفضلون استخدام موظفين من نفس العائلة وبالتالي فإن أعضاء العائلة يكون لهم الأولوية والأفضلية في التعيين والترقية، والدفع، كما أنه نادرا ما يؤخذ برأي الأعضاء من غير العائلة في القرارات الإستراتيجية والهامة وتكون أغلب المواقع العليا في إدارة المؤسسات مشغولة من قبل أفراد العائلة نفسها<sup>1</sup>.

وبالنسبة لهيكل الملكية فإن الشركة عادة ما تكون مملوكة لعشرات الآلاف وربما مئات الآلاف من صغار المستثمرين، وأن قلة قليلة تمتلك حصة تتراوح بين 1-5% من أسهم الشركة. هؤلاء المستثمرين عادة ما يكونوا مبعثرين في مناطق جغرافية متباعدة ولا يعرفون بعضهم بعضاً، مما يجعل من الصعب عليهم اتخاذ موقف جماعي ضد الإدارة، التي تمتلك مساحة أكبر للتصرف دون تدخل. التي تتيح للإدارة والعاملين امتلاك نسبة من رأسمال الشركة، عادة في حدود 10% وهو ما يضعهم في قارب واحد مع الملاك. بما يجعلهم أكثر حرصا على رفع كفاءة الأداء<sup>2</sup>.

غير أنه ومع توسع المؤسسات في الأعمال والمشاريع، والحاجة إلى إدخال أطراف جدد في المؤسسة كمصدر من مصادر التمويل، أحدث عدد كبير من المساهمين تجمعهم مؤسسة واحدة، وهذا يعكس حقيقة هامة هي أن ملكية كل واحد منهم منفصلة تشكل جزءا ضئيلا من مجموع هذه الأسهم. كما أن نسبة كبيرة منهم غير مؤهلة لإدارة استثماراتهم، ومتابعة أعمالهم، لذلك يقومون بتوكيل غيرهم لاتخاذ القرارات بدلا عنهم.

لذلك صنف كثير من الاقتصاديين منهم جنسن وميكلينج Jensen & Meckling 1976 مالكي الأسهم في المؤسسات غير العائلية إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تمثل حملة الأسهم ويقومون أيضا بإدارة المؤسسة (الإدارة)، أما المجموعة الثانية فهم بقية حملة الأسهم (المساهمين)، ولكلنا المجموعتين الحقوق نفسها، كالتصويت، الحصول على عوائد الاستثمار، التأثير في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسة.

ويترتب على الملكية الداخلية فوائد عدة منها أن ملكية المديرين للأسهم يمكن أن تؤدي إلى توحيد الرغبات والأهداف بين الإدارة والمالكين، لأن المديرين هم مالكيين. وبالتالي هذا يمكن أن يؤثر ذلك بشكل إيجابي على قيمة المؤسسة، كما أن زيادة الملكية للإدارة يمكن أن تؤدي إلى تركيز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين، ومن ثم

<sup>1</sup>-عبد المجيد تيموي، مرجع سبق ذكره، ص103

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندی، حوكمة الشركات: مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء، دار المعرفة الجامعية، سنة 2011، ص66.

إعطاء المدير السيطرة اللازمة في المؤسسة والتي تمكنه من القيام بمهامه وبالتالي تحسين الأداء وهذا ينعكس بدوره على الأرباح. أو حتى الانحياز في بعض الأحيان لتحقيق مصلحته على حساب مصلحة بقية المساهمين.

هناك العديد من المقاربات التي تناولت تقسيم أنظمة حوكمة المؤسسات، من بينها المقاربة التي تعتمد على هياكل الملكية (أي هيكل رأس المال) وكيفية توزيع هذه الأخيرة بين المساهمين. وفي هذا الإطار يوجد نوعين شائعين لنظم الحوكمة في المؤسسات، أحدهما يسمى نظام الداخليين (نظام الملكية المركزة) و يسمى الآخر نظام الخارجيين (نظام الملكية المشتتة)، حيث يحتوي كل نظام على مميزات خاصة تؤدي إلى إختلاف التعامل مع مشاكل حوكمة المؤسسات وفقا لنظام الملكية في المؤسسة<sup>1</sup>.

غير أن آخرين يرون أن زيادة الملكية تؤدي إلى تراجع في الأداء المالي للمؤسسة، لأن هذه الملكية المرتفعة قد تعطي الحافز والحق للإدارة في التصرف، لذا فهي قد لا تهتم بزيادة ثروة المساهمين، بل قد تركز على أمور أخرى مثل التوسع في الحصة السوقية أو الإبداع في التصنيع واستخدام التكنولوجيا، بمعنى آخر أن زيادة الملكية تعطي نوعا من الحصانة والحرية في اتخاذ القرارات المختلفة كما أنها تحد من احتمالية حدوث السيطرة أو الاستيلاء *.Takeover*

وبما أن المفهوم العام لتركيز الملكية هو نسبتها من قبل شخص معين أو مجموعة معينة، بحيث يستطيع هذا الشخص أو هذه المجموعة مراقبة وتنظيم الإدارة في المؤسسة بفعالية، مما يؤدي إلى التقليل من وجود إدارة انتهائية فإن وجود مالك واحد على الأقل له حصة كبيرة من ملكية المؤسسة، قد يؤدي إلى انخفاض فاعلية قرارات الإدارة. حيث ينتج عن تركيز الملكية مستثمرين لديهم الدوافع والقدرة على مراقبة الإدارة والسيطرة عليها.

وتوصف المؤسسة التي تزيد فيها المركزية في الملكية بأنها مُسيطر عليها من قبل المالكين، مما يعطي لغالبية المستثمرين محفزات قوية لمراقبة الإدارة. أما المؤسسة التي تقل فيها المركزية في الملكية فتوصف بأنها مؤسسة مُسيطر عليها إداريا. الأمر الذي يؤدي إلى ظهور مشكلة تسمى بالقيادة الحرة *Free rider* وهي تعني عدم وجود مراقبة فعالة للمديرين بسبب عدم تركيز الملكية، وبالتالي عدم وجود أشخاص لديهم ملكية كبيرة وكافية تدفعهم لمراقبة وإدارة المؤسسة يؤدي إلى اختيار المديرين المسيطرين للاستراتيجيات التي تساعد في تحقيق أهدافهم دون أهداف الملاك<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>-نعيمه عدي، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات-دراسة نقدية تحليلية- مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 2، 87-99، جامعة غرداية، سنة 2014، ص 92.

<sup>2</sup>- عبد المجيد تيماي، مرجع سبق ذكره، ص 104.

فالمؤسسات التي تركز ملكيتها في شخص واحد أو مجموعة من الأشخاص تفضل الاتجاه إلى الاقتراض على زيادة حقوق الملكية، بدخول شركاء جدد خارجيين وذلك لتجنب التكلفة المرتفعة للوكالة المرتبطة بالنوع الأخير من التمويل.

- عموماً، هيكل الملكية يتم تحديدها عن طريق استخدام بعض التدابير يمكن ملاحظتها من تركيز ملكية (أي نسب تركيز) ثم رسم تخطيطي يظهر في التمثيل البصري. الفكرة الكامنة وراء مفهوم هيكل الملكية هو أن نكون قادرين على فهم الطريقة التي تتفاعل مع حملة الأسهم والشركات، كلما كان ذلك ممكناً، لتحديد المالك النهائي لمجموعة معينة من الشركات. بعض الأمثلة على هيكل الملكية وتشمل الأهرامات والحيازات العابرة للسهم، وخواتم، والشبكات.

### 2- مفهوم السيطرة:

تتعلق السيطرة بمتابعة العمل واختيار المديرين والأعضاء الآخرين في الإدارة والإدارة العليا، كما تتضمن السيطرة وضع الخطط والاستراتيجيات ومتابعتها، و تتركز السيطرة باتخاذ القرارات.

كما يمكن تعريف السيطرة أيضاً بأنها اختيار الأحداث والتحكم بها، فهي تلك القوة التي توجه العلاقات العامة والسياسات المهمة للإدارة وبالتالي فإن السيطرة هي القوة التي تختار الإدارة العليا<sup>1</sup>.

وبالرغم من أن المالكين هم المساهمون، فإن المسيطرين هم المديرون الذين يمارسون حرية معقولة في المؤسسة لتحقيق أهدافهم من خلال أموال المساهمين، لأن أعمال المدراء مراقبة تماماً.

وقد نشطت عملية السيطرة و الاستيلاء على المؤسسات خلال فترة الثمانينات في الو.م.أ وبدأ الباحثون بدراسة العلاقة بين الهيكل المالي والمؤسسات التي تعرضت أو تتعرض لعمليات الاستيلاء والسيطرة، حيث خلصت إلى أن:

- معظم المؤسسات المستهدفة بعملية الاستيلاء تقوم بزيادة نسبة مديونيتها، ويكون ذلك مصحوباً بارتفاع أسعار أسهمها؛

- هناك علاقة عكسية بين نسبة مديونية المؤسسات واحتمال نجاح عملية الاستيلاء؛

حيث بينت الدراسات أن المؤسسات تقوم بزيادة نسب مديونيتها بشكل ملحوظ في حال شعورها بأنها مستهدفة بعملية الاستيلاء أو السيطرة من قبل مؤسسات أو أشخاص آخرين مما يدفع أسعار أسهمها للارتفاع

<sup>1</sup> عبد المجيد تيموي، مرجع سبق ذكره، ص 104.



لتوقعات السوق بتحسين العائد على أسهم المؤسسة. هذا بالإضافة إلى قيام المؤسسة بشراء أسهمها من السوق بحيث تبقى غالبية الأسهم بيد أصحاب الملكية الرئيسيين بالمؤسسة.

هذا ما أكدته نموذج هاريس ورافيف Harris & Raviv 1988 لتفسير العلاقة بين الهيكل التمويلي ومباريات السيطرة على المؤسسة معتمدا على افتراض مفاده أن الإدارة المسؤولة للمؤسسة المستهدفة للسيطرة يمكنها أن تؤثر على نوع محاولة السيطرة (تقديم عطاء لشراء المؤسسة، مباراة وكيل أو مفوض) واحتمال نجاحها باستخدام وسائل متنوعة للمقاومة، حيث تستطيع الإدارة التأثير على نوع ونتيجة محاولة السيطرة من خلال اختيار إستراتيجية للمقاومة تتوقف على الأرباح المحتملة من وراء السيطرة والمنافع الشخصية للرقابة<sup>1</sup>.

ويركز النموذج على زيادة الرافعة المالية كوسيلة للمقاومة حيث يفترض أن التغيرات قصيرة الأجل في الهيكل المالي تعتبر وسيلة مضادة للسيطرة لتأثيرها على توزيع هيكل الملكية، وبالتالي يتوقع أن يؤثر قرار الهيكل التمويلي على ناتج أصوات المؤسسة، ومن ثم يحدد من الذي يتحكم في موارد المؤسسة. وعليه تستطيع الإدارة استخدام إعادة تشكيل الهيكل التمويلي في الأجل القصير للتأثير على أي شكل لمحاولة السيطرة ونتيجتها. فإذا كان اختيار مستوى الديون مرتفعا بدرجة كافية ليسمح للإدارة بالتحكم في 50% من الأصوات، فإنها تستطيع معارضة أية محاولة للسيطرة. والعكس فالمستويات المنخفضة للديون من المتوقع أن تؤدي إلى نجاح عروض عطاء شراء المؤسسة. أما المستويات المتوسطة للديون قد تسفر عن عدم تحقيق أية نتيجة. وتتلخص تنبؤات النموذج في النتائج التالية :

- يتوقع أن تزداد أسعار الأسهم للمؤسسات المستهدفة للسيطرة بعد معرفة عرض العطاء الناجح، أما في حالة عرض العطاء غير الناجح فلن يحدث أي تغير في السعر؛
- يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم عقب مباراة التفويض غير الناجحة، بل قد يكون الارتفاع كبيرا في المتوسط في حالة نجاح مباراة التفويض (حيث يفوز المنافس بالرقابة)؛
- يتوقع أن تزيد أسعار الأسهم بعد الإعلان عن مباراة التفويض ولكن بدرجة أقل في المتوسط عن العطاء؛
- يتوقع أن تكون الزيادة في درجة الرفع المالي محدودة في حالة عروض الناجحة بالمؤسسات المستهدفة في مباريات التفويض أو المؤسسات المستهدفة للسيطرة بعروض العطاءات الناجحة؛
- إذا كان لدى صغار المستثمرين اعتقاد بأن غالبيتهم سوف يصوت لصالح فريق الإدارة الأفضل فيتوقع أن يكون متوسط زيادة مستوى الديون عاليا فيما بين المؤسسات المستهدفة للسيطرة بعروض العطاءات الناجحة أكثر من المؤسسات في مباريات التفويض؛

<sup>1</sup> عبد المجيد تيمواي، مرجع سبق ذكره، ص105 (بتصرف).

- في المؤسسات ذات الخبرة في مباريات التفويض *Proxy Fights* يوقع أن ينخفض متوسط مستوى الديون بالمؤسسات التي تحتفظ إدارتها بالرقابة بالمقارنة بتلك التي يفوز المنافسون فيها بالرقابة.

### 3- مكونات هيكل الملكية:

يتكون هيكل الملكية في العادة من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة ويمكن تفصيل ذلك في النقاط التالية:

#### 1- الأسهم العادية:

هي أوراق مالية لا تستحق، تحمل قيمة اسمية تصدرها المؤسسة للحصول على أموال خاصة، تمنح لحاملها الحق في الملكية النهائية وما يتبع ذلك من تحمل لمخاطر نشاط المؤسسة وتبعات المسؤولية، التي تحددها نسبة المساهمة فيها. وتصدر الأسهم بسعر يتطابق مع قيمة الأسهم الموجودة، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار

والتي تحسب كما يلي<sup>1</sup> :  $\text{علاوة الإصدار} = \text{سعر الإصدار} - \text{القيمة الاسمية}$

تهدف هذه العلاوة إلى ضمان المساواة في الحقوق بين المساهمين القدامى والجدد، في حالة وجود احتياطات أو فوائض قيمة التنازل عن الأصل، فهي مقابل حصول المساهمين الجدد على الحق في هذه الاحتياطات أو فوائض القيمة. وبالإضافة إلى القيمة الاسمية التي تصدر بها، للسهم قيمة دفترية تمثل حصة من الأموال الخاصة وتحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{مجموع الأصول} - \text{الديون}}{\text{عدد الأسهم}} \dots \dots \dots (1 - 1)$$

تتمتع الأسهم العادية بجملة من الخصائص منها:

أنها تعطي حقوقاً لحاملها وتكون هذه الحقوق، إما جماعية أو حقوق خاصة بكل مساهم، تتمثل الحقوق الجماعية لحملة الأسهم في:

- تعديل الهيكل التنظيمي للمؤسسة بعد موافقة إدارتها؛
- تعديل القانون الأساسي للمؤسسة؛
- اختيار مجلس الإدارة؛
- التصريح ببيع بعض الأصول الثابتة؛
- المصادقة على الاندماج؛

<sup>1</sup> - ذهية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2005-2009، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة ورقلة، 2012، ص:7.

- تعديل رأس المال المصرح به؛

- التصريح بإصدار أسهم ممتازة وسندات وغير ذلك من الأوراق المالية؛

### 1- أنواع الأسهم العادية :

#### 1-2 أسهم عادية ذات أرباح مخصصة من الربح الخاضع للضريبة :

تخصص هذه الأسهم للعاملين في المؤسسة وذلك لأن الأرباح الموزعة لهذه الأسهم تستقطع من الربح الخاضع للضريبة، فهو يخفض مقدار الضريبة كونها تشكل عبئا على إيرادات المؤسسة. ومن آثارها ترك أثر نفسي مهم ومحفز للعامل لزيادة إنتاجه وبالتالي إنتاج المؤسسة، وقد كان أول ظهور لهذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية

#### 2-2 الأسهم العادية المضمونة :

ظهرت هذه الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984، تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية لأسهم إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، أما إذا تجاوز الحد بعد انتهاء الفترة المحددة، فلا يحق للمستثمر المطالبة بأي تعويض.

#### 3-2 الأسهم الممتازة :

هي مستند ملكية وأن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية، نظرا لما تتمتع به من بعض الحقوق الأخرى مثل :

- أولوية الحصول على الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم العادية؛

- إمكانية تحويلها إلى أوراق مالية أخرى<sup>1</sup>؛

فهي مصدر تمويلي هجين كونها تجمع بين صفات السهم العادي و السندات، لها قيمة اسمية ودفترية وسوقية، غير أن قيمتها الدفترية هي حاصل قسمة قيمة الأسهم الممتازة الظاهرة في الميزانية على عددها المصدر. وعادة ما تصدر كنسبة من إجمالي عدد الأسهم المصدرة والمكتتب فيها.

تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

- المؤسسة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات في كل سنة تحقق فيها أرباح، هذه التوزيعات محدودة بمقدار معين، فهي بذلك لا تؤدي إلى الإفلاس كما هو الحال في السندات؛

- زيادة قدرة المؤسسة على الاستدانة؛

1- ذهبية بن عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 10.

- تعطي للمؤسسة الحق باستدعائها مقابل علاوة، حيث يمكن هذا الحق من انخفاض أسعار الفائدة في السوق وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق وأن طرحت و حلالها بسندات ذات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض؛

- ليس لحاملها الحق في التصويت إلا في حالات معينة، لذا فهي لا تؤثر على سيطرة الإدارة؛

### 4- علاقة الوكالة بملكية المؤسسة :

#### 4-1 علاقة الوكالة:

هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة هذه العلاقة توجد بين المساهمين<sup>1</sup> أو أي مقرض أموال آخر والمسيرين حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم، إلا أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعه على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما مصدراً للتناقض.

إن دحض فرضية غياب التضارب بين مصالح مختلف الأعوان الذين لهم علاقة بحياة المؤسسة (مسيرون، مساهمون، دائنون خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة) يعود إلى النظرية التي تسمى بنظرية الوكالة.

والتي تهدف إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل و الوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ التقليدين الجدد الذي مفاده: أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة.

حيث أدخل (Meckling et Jensen(1976) على التخمين الأكاديمي المتعلق بنظرية المشروع عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان خاصة بالنسبة للمساهمين والمسيرين

لأنه من المفروض أن يلتزم المسير بإدارة العمليات و التسيير لفائدة الموكل، إلا أنه في الواقع يسعى إلى تعظيم ثروته الخاصة. وهذا ما يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة و التي يمكن تصنيفها إلى :

- تكاليف المراقبة (Coûts de contrôle) : ناتجة عن تتبع الموكل و رصده للمسير إن كان يسير وفقاً لمصلحته، بمعنى التحقق من أن التسيير منسجم مع أهداف<sup>2</sup> الملاك؛

- تكاليف التبرير (Coûts de justification) : تتجسد في النفقات التي يتحملها المسير ليبيد سلوكه ويبرهن للموكل بأن التسيير يخدم مصلحته؛

1- عبد المجيد تيماي، مرجع سبق ذكره، ص108(بتصرف).

2- غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر3، 2011-2012، ص : 102.

التكاليف الباقية : تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة؛

و يرى HART أن تكاليف الوكالة هي أسلوب لتقويم سلوك المسير إضافة إلى أساليب رقابة السوق، لأن المنافسة في سوق العمل تؤدي بالمسير من أجل الحفاظ على منصبه إلى العمل على تعظيم قيمة المؤسسة. حيث ينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح<sup>1</sup>.

### 4-2 تضارب بين مصالح المساهمين و المسيرين:

إذا كان المسير لا يحوز شخصياً على كامل حقوق الملكية في المؤسسة، فإن وكالة التسيير التي تنجم على هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة، إلا أن أسباب التضارب في المصالح يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصياً المسؤولية عنها، و يمكن أيضاً أن يكون ناتج عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط المؤسسة، حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين فظاهرة الاستثمار المفرط من جانب المسير تمثل هي الأخرى عامل للخلاف إذا كان المساهمين يرون أن توزيع التدفقات المالية المتاحة هو الأجدى.

### 4-3 تضارب بين مصالح المساهمين والمقرضين:

إن العلاقة التي تنشأ بين المقرض (البنك) والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة، ويمثل هذا المبدأ في اعتبار وجود تباين في المعلومة من حيث المستوى والنوعية بين الأعوان الاقتصاديين وهذا طوال فترة علاقة القرض. وما ينبغي الإشارة إليه، هو أنه هناك عدة أساليب لحماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي يقوم به المسيرين بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة، و من بينها تطبيق نظام حوكمة في المؤسسة الترتيب المناسب لنظام حوافز المسيرين و إشراكهم في أسهم المؤسسة، التهديد بالاستغناء عن خدمات المسير بالسيطرة، توزيع الأرباح، إعادة شراء الأسهم. وبالرغم من هذه الأساليب إلا أن الرقابة التامة من قبل المساهمين أمر غير ممكن تحقيقه و ذلك لتشتتهم و قيامهم بتنويع محافظتهم المالية. لذا توجد آلية السوق تقوم برقابة سلوك المسيرين. بالإضافة إلى اشتداد المنافسة بين المؤسسات التي من شأنها أن تجبر المسيرين على التصرف لصالح المساهمين حفاظاً على سمعتهم في سوق العمل.

وبصفة عامة، إذا كانت الاستدانة تؤدي إلى التقليل و بشكل فعال من تكاليف وكالة الأموال الخاصة المرتبطة بتضارب المصالح بين المسير و المساهمين فإن هذه الاستدانة تمثل مصدراً للخلاف بين المساهمين

1-دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هيكل التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة 2009، العدد 2010، 7، ص

والمقرضين، وبالتالي مصدراً لتكاليف وكالة من صنف آخر<sup>1</sup>.

### 3- الحوكمة و هيكل الملكية :

لقد وضعت العديد من الدراسات مثل (Standard & poor 2002) معايير و مؤشرات لقياس فعالية الحوكمة يمكن أن تحدد من خلال هيكل الملكية (يتم تحديد هيكل الملكية من طرف المسيرين، الأطراف الداخلية، المساهمين المؤسسين و أغلبية المساهمين الآخرين)، و كذا فعالية الرقابة المطبقة من طرف مجلس الإدارة (يحدد من طرف المدراء الخارجين، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، لجنة توزيع الأرباح و لجنة التسمية) بالإضافة إلى الشفافية في عرض المعلومات و تحديد المسؤوليات.

من جهة أخرى (2003 Institutional Shareholders Service ISS) بتطوير مؤشر للحوكمة يضم 61 متغير له علاقة بمجلس الإدارة، آجر المسير، هيكل ملكية رأس المال و عوامل كمية أخرى (سن تقاعد المدراء، اجتماعات المدراء الخارجيين، مخطط تعاقب المسيرين)، اعتمدت هذه الدراسة على اختيار عينة مكونة من 331 شركة أمريكية في الفترة الممتدة بين 1994 و 2001 حيث وضعت تطبيقات للحوكمة عن طريق مؤشرات محسوبة، حيث أظهرت النتائج بأن أغلبية المؤسسات هي ذات فعالية متوسطة، بالإضافة إلى أن فعالية حوكمة متوقفة على مدى التطبيق الجدي للمؤشرات سالفة الذكر.

كما اعتمدت دراسة سنة (Credit Lyonnais securites ASIA) سنة 2001 في تحديد مؤشرا الحوكمة على عينة مكونة من 495 شركة تنشط في 25 سوق بارزة و 18 قطاع، حيث تم 57 سؤالاً متعلق بمجلس الإدارة، شفافية و مصداقية المعلومات، هيكل و وظيفة مجلس الإدارة، مسؤولية نزاهة لجنة التدقيق خلصت هذه الدراسة إلى أن الشركات التي تمتلك نظام حوكمة فعال تكتسب مكانة مرموقة في السوق، وتستقطب مصادر تمويل خارجية جديدة، بالإضافة إلى نتائج أخرى منها<sup>2</sup>:

- إن الشركات تحتاج إلى العدد الكافي من المدراء الخارجيين ذوي الخبرات للوصول إلى حوكمة فعالة.
- على مجلس الإدارة تفهم وقبول تقارير و آراء المسيرين وأخذها بعين الاعتبار.
- وضع نظام رقابة داخلي يسمح بالرد على جميع استفسارات وتساؤلات المساهمين.

<sup>1</sup>-ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 68،85.

<sup>2</sup>-أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة : مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012، ص 101-102.

### الفرع الثاني: أنواع ومحددات هيكل الملكية

ويمكن أن يتم تقسيم هيكل ملكية الشركات إلى:

1- الملكية المركزة: تكون الملكية والسيطرة في يد عدد محدود أو صغير من الملاك ومصدر السيطرة هو إما امتلاك معظم أسهم الشركة وبالتالي معظم حقوق التصويت أو امتلاك نوعية خاصة من الأسهم تعطى حقوق تصويتية أكبر مقارنة بغيرها<sup>1</sup>. وتمتاز هذه الشركات بتقليل احتمالات إساءة الإدارة استخدام السلطة لمزايا أو سمات ناتجة عما لدى هؤلاء المالك من القوه والحافز على مراقبة الأداء. وهذا النمط سائد في دول إفريقيا وآسيا وأوروبا ماعدا بريطانيا.

يعني هيكل الملكية المركزة تكون الملكية والسيطرة في يد عدد صغير من الملاك، سواء كانوا مؤسسات مالية مثل البنوك وصناديق المعاشات أو مجموعة من أقارب أو أصدقاء أو معارف أو شركة قابضة. أما مصدر حصة الشركة في السوق واسكات صوت المنافسين الذين يسبون لهم الأرق أو موافقة على رفض الاندماج مع شركة، إذا ما كان في ذلك تهديد لبقائهم في مراكزهم حتى لو كان من شأن الاندماج تعظيم ثروة جميع الملاك<sup>2</sup>.

ويتفاقم الخطر عندما تكون الشركة غير مدرجة في سوق الأوراق المالية، وغير معرضة بالتالي لضغوط السوق، أو عندما تمتلك البنوك حصة كبيرة من أسهم الشركة أو من أصوات الجمعية العمومية، إلى جانب تقديمها للقروض إذا تظهر حينئذ مشكلة تضارب المصالح. فالبنك بوصفه مالكا يتوقع منه مساندة الشركة والاستمرار بالتالي في إقراضها حتى لو كانت تعاني من صعوبة في الوفاء بديونها، وذلك رغبة في انتشار الشركة وتجنب هبوط القيمة السوقية للسهم. غير أنه بوصفه دائماً يدرك أن عليه حماية نفسه حتى لو كان ذلك على حساب حملة الأسهم الآخرين. فمساندة الشركة يدفع ثمنها البنك وحده ويستفيد منها الجميع أما تأمين استرداد قيمة القروض فيجنى ثمارها البنك دون غيره.

2- الملكية المشتتة: يتم توزيع ملكية الشركات بين الآلاف أو ربما مئات الآلاف من صغار المستثمرين الذين عادة لا يشاركون في الإدارة ويسود هذا النمط في الولايات المتحدة وبريطانيا وكندا.

في هذا النمط من الملكية، توزع ملكية الشركة بين آلاف وربما مئات الآلاف من صغار المستثمرين الذين لا يشاركون عادة في الإدارة، بل يعتمدون في ذلك على انتخاب مجلس إدارة مستقل ينوب عنهم في تعيين إدارة

<sup>1</sup>-عبدي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص60.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندی، مرجع سبق ذكره، ص 59-61-62.

## الفصل الأول الأدبيات النظرية والتطبيقية لعلاقة هيكل الملكية بالأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية

محترفة يتولى مراقبتها، لذا يطلق على هذا النمط من الملكية بنظام سيطرة الخارجيين أي سيطرة ملاك من غير العاملين في الشركة. ويسود هيكل الملكية المفتتة في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وكندا. ومن المفترض أن يميل مجلس الإدارة، بوصفه مستقل عن الإدارة التنفيذية إلى الإفصاح الإدارة لتبدو الحاجة ماسة لحوكمة الشركات بما تتضمنه من ضوابط داخلية وخارجية لحمايتهم خاصة وأن معظم من صغار المستثمرين الذين لا حول لهم ولا قوة ليتغير بذلك مصطلح كيفية إدارة الشركة إلى كيفية حوكمتها<sup>1</sup>. ويمكن بيان الأنواع المختلفة من هياكل الملكية في الجدول التالي<sup>2</sup>:

الجدول (1-1): أنواع هياكل الملكية

الملكية المشتتة (سيطرة الخارجين)	الملكية المركزة (سيطرة الداخلين)				
يتم توزيع ملكية الشركات بين الآلاف أو ربما مئات الآلاف من صغار المستثمرين الذين عادة لا يشاركون في الإدارة	ملكية كبار المستثمرين	الملكية الإدارية	الملكية الحكومية	الملكية المؤسسية	الملكية العائلية
	وتعني أن الشركة يتم السيطرة عليها من قبل عدد صغير من كبار المستثمرين	تعني مقدار أو نسبة امتلاك أو سيطرة الإدارة على الشركة بمعنى آخر قيام بعض حملة الأسهم بالمشاركة في الإدارة التنفيذية للشركة	تعني أن تقوم الحكومة بالامتلاك المباشر للشركة أو السيطرة عليها أو أن تقوم احد المؤسسات التابعة للحكومة بشكل غير مباشر بامتلاك أو السيطرة على الشركات مثال قيام بنك تابع للحكومة بالسيطرة على شركة ما.	تعني ان يتم امتلاك أو السيطرة على الشركات من قبل بعض المؤسسات مثل البنوك أو شركات التأمين	هي شركات تنسب إلى عائلة معينة وتكتسب شهرتها من شهرة العائلة أو العكس أن تكتسب العائلة شهرتها من خلال شهرة الشركة التي تحمل اسمها، وهي شركات في اغلب الأحيان مغلقة على ملاكها وقد يكون هناك سيطرة فقط من العائلة على الشركة وليست ملكية بنسبة 100%

المصدر: [http://hamadaelmasserowy.blogspot.com/2015/07/blog-post\\_7.html](http://hamadaelmasserowy.blogspot.com/2015/07/blog-post_7.html)

وتظهر مشكلة الوكالة ( المستوى الأول ) مع الملكية المشتتة وتعني قيام المديرين باتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين. وبالتالي فمن المتوقع أن تزيد عمليات التخطيط الضريبي لكي تستفيد الإدارة من الحوافز والإعفاءات والخصومات الضريبية من اجل تعظيم دالة المنفعة الخاصة بها. فالقوانين الضريبية في كل دولة تحتوي على مجموعة من الحوافز والإعفاءات الضريبية من اجل تشجيع الاستثمارات

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندی، مرجع سبق ذكره، ص 59-61-62.

<sup>2</sup> [http://hamadaelmasserowy.blogspot.com/2015/07/blog-post\\_7.html](http://hamadaelmasserowy.blogspot.com/2015/07/blog-post_7.html)- 16-02-2017 / 16



وبالتالي فإن القوانين بذلك تعطي المزيد من الفرص للإدارة للاستفادة من الفروق في معدلات الضرائب والمزايا الضريبية من خلال التوفيق بين هذه الفرص والقرارات المالية والاستثمارية التي تتخذها الإدارة وبالتالي قد تدخل الإدارة في بعض المشروعات أو المجالات الاستثمارية أو حتى اتخاذ بعض القرارات المالية التي تجعلها تحظى بمزايا ضريبية مما يجعل الأرباح تبدو بشكل كبير وبالتالي زيادة المكافآت التي تحصل عليها الإدارة.

ومن أهم الدراسات التي تدعم هذا الرأي دراسة تمت على عينة من الشركات الصينية خلال (2003-2009) التي قارنت بين مجموعته الشركات الحكومية وغير الحكومية فقد وجدت أن الشركات غير الحكومية التي لا تسيطر عليها الإدارة وهناك مكافآت للإدارة معتمده على الأسهم أن هذه الشركات تمارس عمليات ضريبية عدوانية بمعنى آخر أن الإدارة تمارس عمليات تخطيط ضريبي.

في حين أن من أهم مزايا الملكية المركزة تنتج عما لدى الملاك من القوة والحافز على مراقبة الأداء وبالتالي تقليل احتمالات أساءه الإدارة للسلطة ونظرا لان هؤلاء الملاك يميلون إلى الإبقاء على استثماراتهم لمدة طويلة فعادة ما يكونوا أكثر ميلا نحو تأييد القرارات التي تستهدف تطوير الأداء على المدى الطويل بدلا عن القرارات التي تستهدف زيادة الأرباح على المدى القصير وبالتالي فان ذلك يكون دافع لتقليل عمليات التخطيط الضريبي من قبل الإدارة. تمت على عينة من الشركات التونسية ووجدت انه كلما زادت الملكية الإدارية فان ذلك من شأنها أن يؤدي إلى تخفيض أنشطة التخطيط الضريبي والحد من الأنشطة العدوانية. التي وجدت أن الشركات ذات الملكية العائلية هي اقل عدوانية في الضرائب من نظرائها يرجع ذلك إلى أن العائلة تكون أكثر قلقا من أي عقوبة وأكثر خوفا على سمعتها والأضرار المحتملة من عملية مراجعة مصلحة الضرائب من الشركات غير العائلية. التي تمت على عينة من الشركات الصينية خلال 2003-2009 ووجدت علاقة قوية بين الملكية الإدارية وانخفاض عمليات التخطيط الضريبي العدوانية كذلك وجدت أن الشركات التي تسيطر عليها الحكومة، نجد أن مساهمة مجلس الإدارة له تأثير على العدوانية الضرائب وأنها لا تختلف بين الشركات التي تسيطر عليها الحكومة المحلية والمركزية، ومع ذلك، فإن الشركات التي تسيطر عليها الحكومة المحلية في المناطق الأقل نموا حيث تنفيذ إجراءات حوكمة الشركات بشكل عام أقل فعالية هي مزيد من الضرائب العدوانية من تلك الموجودة في مناطق أخرى.

لكن في نفس الوقت فان الملكية المركزة خاصة في حالة السيطرة وليس الملكية الكاملة قد تكون دافع إلى اتخاذ القرارات التي من شأنها تعظيم منافع الفئات المسيطرة على الشركات على حساب الأقليات من المستثمرين في الشركات فقد وجدت بعض الدراسات أن الملكية المركزة أو تركيز رأس المال هو وسيلة لحل مشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين . ومع ذلك، فإنه خلق نوع آخر من الصراع بين مساهمي الأقلية والمسيطرين على الشركة وفي هذه الحالة تظهر مشكلة الوكالة (المستوى الثاني) مع الملكية المركزة وتظهر عندما يسيطر كبار المساهمين على القرارات المصيرية للشركة وعلى الإدارة ويقومون بتنفيذ السياسات والإجراءات التي تحقق مصالحهم على حساب

مصالح الأقلية من المساهمين ومن أهم الدراسات التي تدعم هذا الرأي نتائج دراسة التي تمت في دولة ماليزيا ووجدت انه كلما زاد الملكية المركزة خاصة الملكية الحكومية والملكية الإدارية كلما انخفض معدل الضريبة الفعال على هذه الشركات بمعنى آخر ارتفاع أو زيادة عمليات التخطيط الضريبي من قبل الشركات.

كذلك دراسة تمت على الشركات التونسية ووجدت إن الشركات ذات الملكية المركزة تميل إلى العدوانية الضريبية بمعنى آخر تزيد من عمليات التخطيط الضريبي ويفسر ذلك أن المساهمين المسيطرين يسعون إلى تعظيم منافعهم وثرواتهم من خلال تعقيد الأنشطة المالية على حساب الأقلية.

### الفرع الثالث: هيكل الملكية وتأثير طبيعة المساهمين

بعد التطرق إلى هيكل الملكية من حيث تشتتها أو تركزها، نحاول في هذا العنصر دراسة دور هيكل الملكية من حيث طبيعة المساهمين، بالتركيز<sup>1</sup> على خصوصه الملكية المؤسسية (المستثمرون المؤسسيون) وتأثيرها على الفعالية الرقابية لآليات الحوكمة. حيث يمارس المستثمرون المؤسسيون نوعين من الرقابة :

#### 1- الرقابة المباشرة:

تمارس هذه المؤسسات دوراً رقابياً فعالاً في الجمعية العامة للمساهمين. فضخامة حجم الاستثمارات التي تقوم بها هذه المؤسسات يعني تركيز ملكية أغلبية أسهم المؤسسة في يد عدد محدود من تلك المؤسسات التي تمتلك درجة عالية من المعرفة ، ويؤدي ذلك إلى انخفاض تكلفة التسيير وهي تكلفة تجميع ملاك المؤسسة وتحقيق توافق بين المعتقدات و الآراء المختلفة لهؤلاء الملاك في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين ، الأمر الذي يزيد من فعالية الملاك في الرقابة على إدارة المؤسسة.

أما بالنسبة للدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في تفعيل الآليات الأخرى لحوكمة المؤسسات. فقد أكدت الدراسات أن زيادة نسبة المستثمرين المؤسسيين في المؤسسة يرتبط طردياً مع زيادة عدد الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة، وكذا زيادة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في لجنة المراجعة. كما يرتبط طردياً مع ميل المؤسسة نحو اختيار مكاتب مراجعة متخصصة في الصناعة التي تعمل فيها المؤسسة. إضافة إلى ارتباط عكسي مع حجم مكافآت الإدارة التنفيذية، وعكسي مع مقدار الاستحقاق الاختياري كمؤشر على إدارة الربح.

#### 2- الرقابة غير المباشرة:

كما أن تأثير هؤلاء المساهمين المستثمرين يكون من خلال الرقابة غير المباشرة، من خلال التأثير على بيئة المعلومات الخاصة بالمؤسسة، فإذا كان أحد الأهداف الرئيسية لحوكمة المؤسسات هو زيادة جودة القوائم المالية المنشورة وما تتضمنه من معلومات، فقد وجدت الدراسات أن زيادة نسبة الملكية المؤسسية في أسهم المؤسسة

<sup>1</sup> - عبدي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 60.

تؤدي إلى تحسين الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية ومنها القدرة التنبؤية لتلك المعلومات، الحيادية، الحدائة، والتمثيل الصادق والعاقل.

المطلب الثاني: ماهية الأداء المالي و مؤشرات قياسه.

الفرع الأول: مفهوم وأهمية تقييم الأداء المالي والعوامل المؤثرة عليه.

### 1- مفهوم الأداء المالي

اختلفت وجهات<sup>1</sup> نظر الباحثين نسبيا حول تحديد مفهوم الأداء المالي، نظر لتباين وجهات النظر حول تحديد الوظيفة المالية من أساسه، ويعود ذلك إلى تطور هذه الوظيفة في حد ذاتها، لتصبح وظيفة لا تختص فقط بإجراءات تدبير الموارد المالية اللازمة واتخاذ القرارات في مجال الاستثمار والتمويل، بل لتشمل القيام بالتخطيط المالي والرقابة المالية. كما يعود أيضا التباين في تحديد مفهوم الأداء المالي إلى تطور النظرية المالية الكلاسيكية إلى نظرية مالية معاصرة وإلى تطور المؤشرات المحاسبية إلى مؤشرات مالية واقتصادية. إذ يعرف الأداء المالي من وجهة نظر الإدارة على أنه قدرة المؤسسة على توليد الأرباح وتشكيل الثروة، كما يعرف أيضا على أنه مدى تمتع المؤسسة لهامش أمان، يزيل عنها العسر المالي وظاهرة الإفلاس، أي مدى قدرة المؤسسة على التصدي للمخاطر والصعاب المالية.

ويعرفه Marcel Laflame سنة 1981 على أنه " قدرة المؤسسة على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتسديد ما عليها وتحقيق معدل مردودية جيد وتكاليف منخفضة " ويعد هذا التعريف الأخير أشمل عن سابقه، كونه يعتبر تحقيق المؤسسة لهامش أمان، تحقيقا للتوازن المالي الذي يجنبها العسر المالي ومخاطر الإفلاس ويوفر لها السيولة اللازمة لتسديد التزاماتها.

كما ترى كل من Dimitris Margaritis و Maria Psillaki أن "تحقيق الأداء المالي يكون بتخفيض تكلفة رأس المال " ورفع قيمة المؤسسة. باعتبار ارتفاع القيمة السوقية الأسهم يعكس كفاءة وأداء المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين. ويتضح من التعاريف السابقة، أن الأداء المالي يتجسد في مدى قدرة المؤسسة على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة لتسديد إلتزاماتها ومدى تحقيقها لمعدل مردودية يغطي تكلفة رأس المال منشأة بذلك القيمة لمساهميها .

<sup>1</sup> - ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 103-104.

### 2- أهمية تقييم الأداء المالي

تتبع أهمية تقييم الأداء المالي في عملية متابعة أعمال المؤسسات وفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها، وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيه<sup>1</sup> الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب، من خلال تحديد المعوقات وأسبابها واقتراح إجراءاتها التصحيحية، وترشيد استخدامات المؤسسة و استثماراتها وفقاً للأهداف العامة للمؤسسات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة، للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة وبذلك يعد تقييم الأداء: - أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة في لحظة معينة ككل أو لجانِب معين من أداء المؤسسة أو لأداء أسهمها في السوق المالي في يوم محدد وفترة معينة؛

- أداة لتدراك الثغرات والمشاكل والمعوقات التي قد تظهر في مسيرة المؤسسة، فالمؤشرات تدق ناقوس الخطر إذا كانت المؤسسة تواجه صعوبات نقدية أو ربحية أو لكثرة الديون ومشكل العسر المالي وبذلك تنذر إدارتها للعمل على معالجة الخلل؛

- أداة لتحفيز العاملين والإدارة في المؤسسة لبذل المزيد من الجهد، بهدف تحقيق نتائج ومعايير مالية أفضل من سابقتها؛

كما تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام، في كونه يهدف إلى تقويم أداء المؤسسات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في المؤسسة، لتحديد جوانب القوة والضعف فيها والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين. وبذلك يعد تقييم الأداء المالي أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها تجاه المؤسسات الناجحة، فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه للمؤسسة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم والنجاح عن غيرها.

### 3- العوامل المؤثرة على الأداء المالي

يتأثر الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بعدة عوامل، قد تكون داخلية أي خاضعة للتحكم النسبي للمؤسسة كطبيعة الإدارة، التحفيز، المهارات والتكوين والنجاح الإداري وحجم المؤسسة وقد تكون عوامل خارجية غير خاضعة للتحكم المؤسسة والمرتبطة بمحيطها الخارجي، كالعوامل الاقتصادية والاجتماعية المرتبطة بتغيرات سلوك المستهلكين والعوامل التكنولوجية والسياسية والقانونية.

### الفرع الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي

<sup>1</sup> - ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 106-107.

## 1- نسب المردودية :

كما سبق و أن أشرنا أن مقارنة النتائج بالوسائل المستخدمة، تسمح بحساب عدة نسب للمردودية، لكن سنتعرض لأهمها.

### 1-1- المردودية الاقتصادية الصافية :

تتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيس وتستبعد الأنشطة الثانوية وتلك ذات الطابع الاستثنائي حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال متمثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية وتقاس بمعدل المردودية الاقتصادية<sup>1</sup>.

تُعد في غاية الأهمية من وجهة نظر المؤسسة، تُحسب بنسبة نتيجة الاستغلال بعد الضريبة على الأرباح إلى الأصل الاقتصادي. وتحلل المردودية الاقتصادية حسب تحليل Dupont إلى مركبتين، كما هو مبين في العلاقة التالية:

$$Re = \frac{Rexp}{AE} = \frac{Rexp}{CA} \times \frac{CA}{AE} \dots \dots \dots (1-2)$$

حيث: Re: المردودية الاقتصادية؛ Rexp: نتيجة الاستغلال بعد الضريبة؛ Ca: رقم الأعمال؛

وبالتالي تشكل المردودية الاقتصادية من نسبتين أساسيتين :

$\frac{Rexp}{CA}$ : تسمى بهامش الاستغلال أو معدل الهامش الاقتصادي وتمثل مؤشر لقياس مستوى الربحية و تترجم الفعالية التجارية للمؤسسة؛

$\frac{CA}{AE}$ : تمثل معدل دوران الأصل الاقتصادي، يفيد في معرفة قدرة المؤسسة على الاستعمال الجيد لمواردها المالية و مدى قدرتها على ترجمة رأس مالها الاقتصادي إلى رقم الأعمال؛

وعليه تتوقف المردودية الاقتصادية على عنصرين أساسيين، مُتمثلين في معدل الهامش الاقتصادي ومعدل دوران الأصل الاقتصادي، وبشكل إجمالي على نتيجة الاستغلال.

### 1-2- المردودية المالية :

<sup>1</sup> - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2011، ص 281.

تعتبر المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة) مقياساً للأداء المالي، حيث تشير إلى المعدل الذي تأمنه المؤسسة لمساهميها، فكلما ارتفع هذا المعدل، كلما كان الأداء مُرضياً، وبذلك فهي تقيس نمو ثروة المساهمين من خلال مقارنة الأرباح بالأموال المملوكة. وبالتالي تُعد مُحدداً رئيساً لقيمة المؤسسة. يستمد هذا المؤشر أهميته من خلال كونه يُعد نتيجة لقرارات و سياسات المؤسسة، فيما يتعلق بتسيير نشاطها واستغلالها، ويظهر ذلك من خلال تجزئتها إلى مركبات تفيد في توضيح العوامل أو المتغيرات المحددة لمعدلها، حيث يتم تحليلها إلى ثلاث مركبات، كما في العلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$Rcp = \frac{Rnet}{cp} = \frac{Rnet}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{CP} \dots\dots\dots (1-3)$$

حيث : Rcp : مردودية الأموال الخاصة؛ Rnet : النتيجة الصافية؛

AE : الأصل الاقتصادي؛ Cp : الأموال الخاصة؛

$\frac{Rnet}{CA}$  : تمثل هذه النسبة الهامش الصافي، وتعبر عن السياسة التجارية للمؤسسة، حيث من خلالها معرفة الموقع التنافسي للمؤسسة في سوق السلع والخدمات التي تقوم بإنتاجها؛

$\frac{CA}{AE}$  : يمثل معدل دوران الأصل الاقتصادي (الأموال المستثمرة) ويعبر عن الفعالية الإنتاجية للمؤسسة، يسمح هذا المؤشر بالمقارنة بين الاختيارات الصناعية والتكنولوجية للنشاط في قطاع معين؛

$\frac{AE}{CP}$  : تسمى بمعامل الاستدانة ويمكن أن تكتب كما يلي :  $1 + \frac{Dnet}{CP}$ ؛ حيث تمثل Dnet الديون الصافية و  $\frac{Dnet}{CP}$  نسبة الهيكل المالي والتي تُفسر السياسة التمويلية للمؤسسة. يسمح معامل الاستدانة بمعرفة مدى نجاعة المؤسسة في اختيارها لسياسة مالية معينة، تمكنها من تلبية احتياجاتها المالية لبقاءها و نموها.

وعليه تتوقف المردودية المالية على ثلاث متغيرات وسياسات مُثثلة في السياسة التجارية (الهامش) والفعالية الإنتاجية (دوران) وسياسة استدانة (نسبة الرافعة المالية)، بحيث يكون مصدر المردودية المحققة قوة أحد هذه العناصر دون غيرها أو اثنين منها أو مزيج متجانس ..... الخ.

أما عن علاقة المردودية المالية بالمردودية الاقتصادية، فتُعد هذه الأخيرة المحدد الرئيسي للمردودية المالية (الأموال الخاصة)، وذلك من خلال أثر الرافعة المالية. كما أن تقدير المردودية الاقتصادية تستبعد تأثير التمويل في حين تُدمج المردودية المالية أنماط التمويل.

<sup>1</sup> - ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص120.

فكما سبق و أن أشرنا إلى أن المردودية المالية، تُعد حصيلة مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والمالية، فهي تُترجم في الواقع عدة سياسات و استراتيجيات مُنتهجة، وكونها نتيجة لقرارات ذات الاهتمام بالجانب المالي لنمو، فإن تحليلها إلى مركبات، يُعد أسلوبا كفيلا بتقييم و ترشيد القرارات المالية بهدف تحقيق نمو المؤسسة والذي يستند إلى معياري الفعالية والكفاءة.

وبالرغم من كون نسب المردودية تُعد مؤشرات لقياس فعالية و كفاءة المؤسسة، تتميز بالسهولة في الحساب، إلا أنها مؤشرات محاسبية ساكنة محدودة بدورة واحدة، لا تأخذ في الحسبان البعد السوقي أو المالي، وتُحمل جانب المخاطرة، حيث تأخذ في الاعتبار مكافأة الدائنين الماليين المتمثلة في الفوائد التي تظهر في حساب النتيجة وتغفل عن جانب المكافأة المنتظرة من قبل المساهمين، وبناءً على هذه الحدود ظهرت الحاجة إلى نماذج إنشاء القيمة.

### 2- مؤشرات إنشاء القيمة

تمثل أدوات قيادة pilotage لنشاط المؤسسات في ظل هدف تعظيم ثروة المساهمين<sup>1</sup>، والتي تُدمج المردودية المفروضة قبل المساهم باعتبارها تكلفة للوصول إلى حساب نتيجة متبقية، حيث يكون هناك إنشاء القيمة، عندما تكون هذه النتيجة موجبة و تدمير للقيمة عندما تكون سالبة. وما يميز مقاييس إنشاء القيمة، أنها تختلف من حيث طبيعتها، فهناك مؤشرات ذات طبيعة مالية وأخرى ذات طبيعة هجينة، تجمع بين الطبيعتين المحاسبية والمالية ومؤشرات ذات طبيعة بورصية، والتي جاءت في الواقع لتدارك القصور في المؤشرات المنتقدة سابقا باعتبارها مقاييس تقليدية. وسنستهل مؤشرات إنشاء القيمة بمضاعف الأموال الخاصة.

#### 2-1 مؤشرات ذات طبيعة محاسبية :

#### 2-1-1 ربحية السهم الواحد (EPS):

يمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/خسارة لسنة معينة، وله أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه، ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة على عدد الأسهم لكن هناك اختلاف في التطبيقات، ففيما يخص المحاسبة في ظل المعايير المحاسبية الدولية حدد المعيار المحاسبي الدولي مفهوم وكيفية حساب هذا المؤشر حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص122.

<sup>2</sup> - علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008 مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009، ص07.

## 2-1-1 مضاعف الأموال الخاصة PBR\*:

هو مؤشر لتقييم المؤسسة يعبر عن مدى إنشائها للثروة، و ذلك بمقارنة القيم السوقية بالقيم المحاسبية، سواء على مستوى إجمالي أي نسبة الرسملة البورصية إلى القيمة المحاسبية للأموال الخاصة أو على مستوى السهم بنسبة السعر السوقية إلى الأموال الخاصة للسهم الواحد، كما هو مبين في العلاقة التالية :

$$PBR = \frac{PB}{CPPA} = \frac{CB}{CP} \dots \dots \dots (1-4)$$

حيث : Pb :السعر البورصية؛  
Cp :القيمة المحاسبية للأموال الخاصة؛  
Cp :الأموال الخاصة للسهم الواحد؛  
Cb :الرسملة البورصية؛

إذا كان السهم الذي مضاعف أمواله الخاصة PBR أكبر من الواحد، فهذا يعني أن قيمة الأموال الخاصة تفوق مبلغها المحاسبي، وذلك لكون مردودية الأموال الخاصة أكبر من المردودية المطلوبة من قبل المساهمين، وبالتالي هناك إنشاء للقيمة.

أما إذا كان السهم الذي مضاعف أمواله الخاصة PBR أقل من الواحد، فهذا يعني أن قيمة مردودية الأموال الخاصة أقل من المردودية المطلوبة و بالتالي هناك هدم أو تدمير للقيمة.

## 1- مؤشرات ذات طبيعة مالية :

### 2-1- القيمة الحالية الصافية VAN :

تُعد القيمة الحالية الصافية من مؤشرات نظام التسيير بالقيمة الذي يحاول تقييم القرار المتخذ بناء على ما سيضيفه مشروع لقيمة المؤسسة، حيث تعتبر أفضل مؤشر لإنشاء القيمة ذو طبيعة مالية، حيث تأخذ القيمة الحالية الصافية في الحسبان التوقعات المستقبلية وتكلفة رأس المال التي يتم بها استحداث التدفقات المستقبلية المتوقعة. وتحسب بالعلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$VAN = \sum_{p=1}^n \frac{PB}{(1+r)^p} = I \dots \dots \dots (1-5)$$

حيث : VAN :القيمة الحالية الصافية؛ Fp : تدفقات الخزينة للفترة P؛ n : مدة حياة المشروع؛

I : معدل استحداث ويمثل تكلفة رأس المال؛ I : رأس المال المستثمر؛

<sup>1</sup> - ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص123.



وبالتالي فقرار الاستثمار الذي يُعظم القيمة الحالية الصافية الموجبة هو الذي يتم اتخاذه، كونه يعد مُنشأً للقيمة. أما القيمة الحالية الصافية السالبة، فتشير إلى أن الاستثمار يكون مُهدم أو محطم للقيمة.

### 2- مؤشرات ذات طبيعة هجينة (محاسبية/مالية) :

#### 3-1- القيمة المضافة الاقتصادية EVA:

تسمى أيضا بالربح الاقتصادي (PE)، تُعد مؤشراً لقياس الأداء الداخلي للمؤسسة، وتعبّر عن مدى قدرة المؤسسة و مسيرتها على إنشاء القيمة لأصحاب رأس المال، حيث تُمثل الهامش الناتج عن المردودية الاقتصادية المحققة وتكلفة الموارد المالية المستخدمة. يعود تأسيس طريقة حسابها إلى مكاتب الاستشارية الأمريكية من قبل كل من Joel Stern et G.Bennett Stewart، تكتب القيمة المضافة الاقتصادية بالعلاقة التالية:

$$EVA = (Ret - Kt) \times Cit \dots \dots (1 - 6)$$

حيث: EVA: القيمة المضافة الاقتصادية؛ Re: معدل المردودية الاقتصادية لرأس المال المستثمر في الفترة t؛

Kt: تكلفة رأس المال في الفترة ؛ Cit: رأس المال المستثمر ويمثل الأصل الاقتصادي؛

يتحقق إنشاء القيمة عندما يكون هذا المؤشر موجب، أما إذا كان سالب فهذا يدل على هدم القيمة.

ومن ميزات القيمة الاقتصادية المضافة:

- أنها تقيس العوائد الحقيقية لإجمالي رأس المال و تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض<sup>1</sup>.
- أنها طريقة للتسيير و التحفيز، بحيث يُمكن للمؤسسة وضع صيغة معينة للمكافأة، تسمح للأطراف المساهمة في إنشاء القيمة من الاستفادة بنسبة معينة من قيمة المؤسسة، مما يدفع بالمسيرين بذل الجهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، وبالتالي تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة، فهي تُعد مؤشراً مساهماً لمفهوم حوكمة المؤسسة؛
- قدرتها على الربط بين الجانب الاستراتيجي والمالي، مما يسهل اتخاذ القرارات و ترشيدها و دفع المسيرين على المستوى التشغيلي إلى تحمّل أكثر للمسؤولية؛

#### 3-2- معدل العائد على الاستثمار وفق التدفقات النقدية CFROI\* :

هو نتيجة لاقتراح المجموعة الاستشارية للتسيير بوسطن BCG، يتمثل في معدل المردودية الداخلي للاستثمارات الحالية للمؤسسة، الذي يحقق المساواة بين قيمة الأصل الاقتصادي الإجمالي للمؤسسة (قبل الاهتلاكات والمؤونات والتصحيحات بمعدل التضخم) و سلسلة الفوائض الإجمالية للاستغلال (EBE) بعد

<sup>1</sup> - ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 124.

الضريبة لمدة حياة الأصول الاقتصادية، حيث يتم مقارنة هذا المؤشر بتكلفة رأس المال، فإذا كان مؤشر CFROI أكبر منها تتمكن المؤسسة من إنشاء القيمة، أما إذا كان أقل من تكلفة رأس المال، فهناك هدم أو تدمير للقيمة. وما يميز هذا المؤشر أنه يخضع إلى عدة تعديلات كسابقه، مما يجعل من حسابه مُعقد يستدعي استخدامه اللجوء إلى مبتكره.

#### 4- مؤشرات ذات طبيعة بورصية :

هي مؤشرات لقياس الأداء البورصي، تشمل مؤشرين هما القيمة المضافة السوقية وعائد المساهم الكلي.

#### 4-1- القيمة المضافة السوقية MVA :

هي مؤشر يقيس الأداء من وجهة نظر خارجية، تتعلق بالمؤسسات المدرجة بالبورصة، تمثل تراكم للقيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة، حيث تحسب لمجموعة من السنوات مُعبر عنها بالقيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$MVA = \sum \frac{EVA}{(1 + K)^t} \dots \dots \dots (1 - 7)$$

حيث : MVA : القيمة المضافة السوقية (إنشاء القيمة البورصية) ؛ K : تكلفة رأس المال؛

وللإشارة هذا المؤشر ما هو إلا إعادة تحويل بسيط للقيمة الحالية الصافية، كما أنه يصعب استعماله كأداة تسيير داخلية و تطبيقه على المؤسسات غير المدرجة، كما يخضع إلى تقلبات السوق. هذا عن انتقاداته، أما عن نقاط قوته، فيتميز هذا المؤشر بالبساطة كونه يعكس إنشاء القيمة الإجمالية وليس السنوية.

#### 4-2- عائد المساهم الكلي TSR\* :

يمثل معدل مردودية السهم ، يُقدر انطلاقاً من تغير سعر السهم والتوزيعات المدفوعة، يمكن حسابه بناءً على معطيات تاريخية أو تقديرية، حيث يقيس العائد التاريخي أي المردودية المحصلة من قبل المساهم في حين يقيس العائد المستقبلي المردودية المفروضة و هو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية المفروض و لإعطائه معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 5-10 سنوات كمتوسط حسابي<sup>1</sup> ويعطى بالعلاقة التالية :

$$TSR = \frac{CBt - CBt-1 + DIV}{CBt-1} \dots \dots \dots (1-8)$$

TSR: عائد المساهم الكلي؛

CBT: الرسملة البورصية عند الفترة t؛

<sup>1</sup>-علي بن صب، مرجع سبق ذكره، ص 10.

DIV: توزيعات الأرباح؛

CBt-1: الرسالة البورصية في الفترة t-1؛

وبصفة عامة، فهو يحسب على أساس سنوي وحتى يكون ذو دلالة، يجب حسابه على فترة طويلة وكافية من خمسة إلى عشر سنوات، لإزالة التغيرات السوقية المضللة.

كما يجب أن يدمج عند تقديره كل ما يتعلق بالتوزيعات المدفوعة المحققة والمقدرة للمساهم، وحسب مجموعة بوسطن الاستشارية BCG، يتحقق إنشاء القيمة عندما يكون العائد (TSR) المحقق أكبر من العائد المتوقع. وبالتالي فهو مؤشر يتأثر بتوقعات الأرباح المستقبلية، بحيث التدني في هذه الأخيرة، قد يؤدي إلى انخفاضه عن القيمة السوقية للمؤسسة حتى ولو كان الأصل الاقتصادي حقق مردودية أعلى من تكلفة رأس المال<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث : العلاقة بين هيكل الملكية والأداء الداخلي للمؤسسة

حسب دراسة "Rajaa Mitaniou" و "Mathieu Paquerot" فان هيكل الملكية يؤثر كثيراً على الأداء الداخلي للمؤسسة، وبالتالي فان قياس درجة فعالية الأداء الداخلي للمؤسسة يعكس لنا مدى نجاعة هيكل الملكية، وبالتالي يمكن قياس فعالية القرارات ومدى صحتها حيث تعتبر قرارات المساهم الأول في نتيجة الأداء الداخلي للمؤسسة. في مقال الباحثين الذي يدرس تأثير هيكل الملكية على الأداء الداخلي للمؤسسات في بورصة باريس، فحسب نظرية الوكالة هناك مكونين للهيكل : المسيرين وطبيعة المساهمين الذين بإمكانهم التأثير على الأداء الداخلي للمؤسسات من خلال اختيارهم للهيكل المالي ومشاركتهم في تحديد طريقة، وشكل التمويل، هنا لا يمكن غض النظر عن مساهمة الخيار الاستراتيجي الذي يتخذ من قبل المسيرين و أحيانا المساهمين .

يتضح لنا بان طبيعة هيكل الملكية وتركيز رأس المال يؤثر على الأداء الداخلي من خلال تدخل الأطراف الآخذة (المسيرين و المساهمين ) في تحديد مصادر التمويل وكذا مدى مساهمة كل منهما في الوصول إلى أداء داخلي فعال<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: دور هيكل الملكية في تعظيم قيمة المؤسسات

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى فرعين الأول دور تركيبة الملكية المشتتة في تعظيم قيمة المؤسسات والثاني دور تركيبة الملكية المركزة في تعظيم قيمة المؤسسات.

<sup>1</sup> - ذهيبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 126.

<sup>2</sup> - أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 103.

الفرع الأول : دور تركيبة الملكية المشتتة في تعظيم قيمة المؤسسة

## 1- نظام الخارجيين (نظام الملكية المشتتة) Outsider System

ويعني هيكل الملكية المشتتة أو المتناثر في المؤسسة أن هناك عددا كبيرا من أصحاب الأسهم يملك كل منهم عددا قليلا من أسهم المؤسسة، بحيث لا يمكنه منفردا التأثير على نشاطها ومن ثم على قيمتها، لذلك فإنه قلما يكون هناك حافظا لدى صغار المساهمين للمشاركة الفعالة في إدارة المؤسسة أو مراقبتها، مما دعا إلى تسميته بنظام الخارجيين (outsider system)، وعليه فإن هذا النظام غالبا ما يكون أقل عرضة لحالات الغش والاحتيال، لغياب المستثمرين المسيطرين، مع الاعتماد على هيئات إدارية ورقابية مستقلة وخاضعة للقانون أكثر من تبعيتها للملاك.

وتجدر الإشارة إلى أن أساس صياغة الملكية المشتتة للمؤسسة لم يكن في الغالب تنظيما قانونيا معينا لا يسمح بتجاوز نسب معينة من الملكية فيها، وإنما هو وجود واقعي تفرضه طبيعة التعامل التجاري، دونما نكران مطلق للدور التشريعي في هذا المجال . الأمر الذي حمل بعض الباحثين على القول بأن النظم القانونية الخاضعة للأعراف غير المدونة تكون وسطا ملائما لشيوع هيكل الملكية المشتتة، كما الحال في كل من الولايات المتحدة وبريطانيا، على العكس من ذلك في النظم القانونية الخاضعة للمدونات التشريعية، حيث يسود فيها نظام الملكية المركزة أكثر من غيره.

إضافة إلى ذلك في نظام الخارجيين يتم تأمين احتياجات رأس المال من طرف المساهمين من خلال وجود سوق مالية متطور، حيث ما يميز هذا النظام هو تشتت هيكل رأس المال، شدة الاهتمام بشفافية المعلومة، تنظيمات تحد من انتهازية المسيرين، وتشكل في نفس الوقت تهديدات تحفز هؤلاء المسيرين على الأخذ بعين الاعتبار مصالح المساهمين في المقام الأول<sup>1</sup>.

الفرع الثاني : دور تركيبة هيكل الملكية المركزة في تعظيم قيمة المؤسسات

## 2- نظام الداخليين (نظام الملكية المركزة) Insider system

يراد بالملكية المركزة أن يجتمع جزء مؤثر من رأس المال المؤسسة في يد شخص أو عدد قليل من الأشخاص فيها، غالبا ما يتولون الإدارة و السيطرة أو يؤثرون بشكل واضح في طريقة إدارة و عمل المؤسسة، لذلك يطل عليهم تسمية الداخليين و يطلق على قوانين الدول التي تسمح أو تشجع على قيام مثل هذا النمط من الملكية بنظام الداخليين (Insider system).

<sup>1</sup>-عبدي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص92.

ومما يستفاد من نظام الملكية المركزة في المؤسسة، تمتعه ببعض المزايا التي يضيفها عمليا على نشاط المؤسسة، كما أن هناك عيوباً تؤخذ عليه.

تتمثل مزاياه عموماً بكون الداخلين يملكون السلطة وإمكانية التأثير على توجيه نشاط المؤسسة، باعتبارهم مالكي أغلبية الحصص فيها، إضافة للحافز في مراقبة أداء إدارة المؤسسة، لكونهم الأكثر تأثراً بأعمال الإدارة سلباً أو إيجاباً، لما يملكونه من حصص تفوق ملكية أقرانهم، الأمر الذي يقلل من احتمالات سوء الإدارة ووقوع حالات الغش و الاحتيال فيها إذا ما طبقت قواعد الرقابة بصورة صحيحة.

كما أن كبر حجم ملكية الداخلين بالنسبة لملكية المؤسسة يجعلهم يميلون إلى تأييد القرارات التي تعزز نشاط المؤسسة على الأمد البعيد، يساعد على بناء الائتمان و السمعة التجارية، على خلاف تلك القرارات التي تهدف إلى الحصول على أرباح كبيرة وسريعة في الأجل القصير و التي غالباً ما تكون غير مدروسة بشكل صحيح.

أما بالنسبة لأهم العيوب في نظام الداخلين، و التي من شأنها التأثير على نشاط المؤسسة، هي أن أصحاب الملكية الأكبر في المؤسسة أو ذوي السيطرة عليها، إن لم يكونوا أنفسهم المديرين فيها فإنهم غالباً ما يختارون مديريين مناسبين لتحقيق أهدافهم و يكونوا خاضعين لسيطرتهم، وبالتالي فإنهم يستخدمون سلطتهم للتأثير في قرارات الإدارة و تحقيق مصالحهم الخاصة، ولو كان ذلك على حساب المؤسسة وصغار الملاك فيها.

يضاف إلى ذلك أن كبار الملاك أو أصحاب أكثرية حقوق التصويت ربما يعملون على تشجيع إدارة المؤسسة على شراء إحدى المؤسسات المنافسة للإنفراد بالنشاط أو القضاء على المنافسة، كما أنهم سيعملون على رفض عروض الاستحواذ و الاندماج التي تساهم في فقدان سيطرتهم على المؤسسة، رغم أن ذلك قد يحس كثيراً من أداء المؤسسة ونشاطها<sup>1</sup>.

إضافة إلى ذلك، ففي نظام الداخلين وعضوا عن الأسواق المالية المتطورة، فإن احتياجات المؤسسة من رأس المال تؤمن بفضل إسهامات عدد قليل من المساهمين يملكون نسب معتبرة من رأس المال، فالسوق المالي هنا لا يلعب أي دور ، فضلاً عن ذلك فإن المساهمين ليسوا هم فقط من يمارس الرقابة على المسيرين، حيث يشترك في هذه المهمة أطراف عديدة منها على سبيل المثال (الموظفون، الزبائن، البنوك، الموردون...)، مما يوجب على المسير أخذ مصالح جميع هذه الأطراف بعين الاعتبار، فالتوازن الداخلي بين مختلف الأطراف المؤثرة يتحقق من خلال مجلس الإدارة، حيث أن ما يميز هذا النموذج هو تمركز رأس المال بين عدد قليل من المستثمرين، مما يجعل المطالبة بشفافية المعلومة أم ضعيف جداً، وكنتيجة لذلك فإن شكل هذا التنظيم يجب أن يحدد و بدقة دور كل طرف من هذه الأطراف المؤثرة.

<sup>1</sup> - عبدي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 93.

الجدول (1-2): خصائص أنظمة الحوكمة في إطار هياكل الملكية

نظام الخارجيين outsider system (الملكية المشتتة)	نظام الداخلين Insider system (نظام الملكية المركزة)
نموذج المساهمين	التحكم من خلال الأسهم / حقوق التصويت
المصالح قصيرة الأجل	اهتمام كبير بالأداء الطويل الأجل
مشاركة أكبر من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين	إمكانية الإساءة إلى حقوق الأقلية من المساهمين
يمكن أن تؤدي إلى الافتقار إلى السرعة في اتخاذ القرار	احتمالات التواطؤ والتآمر مع المديرين و أعضاء مجلس الإدارة
افتقار وجود حوافز لمراقبة أعضاء مجلس الإدارة	احتمالات اتخاذ القرارات غير الاقتصادية، والتجرد/التخلص من الأصول وغيرها
المزيد من الضغوطات التنظيمية	غالباً ما يشغل المالكون مناصب في مجلس الإدارة

المصدر : كاترين لكوشتا هلبلينج، جون سوليفان، مرجع سبق ذكره، ص 21. نقلاً عن نعيمة عبدي، مرجع سبق ذكره، ص 94.

مما يعني أن تباين حوكمة المؤسسات ليست نتيجة عوارض بسيطة، تاريخية أو ثقافية، وإنما نتيجة اختلاف المحيطات القانونية، التنظيمية للمؤسسات و إلى درجة تركز رأس المال في أيدي المساهمين.

-عندما تكون الملكية مشتتة<sup>1</sup> تتجه رقابة حملة الأسهم لأن تكون ضعيفة، نتيجة للإشراف الضعيف لحملة الأسهم. فلن يهتم صغار حملة الأسهم بالإشراف، نتيجة لتحملهم تكاليف مثل هذا الإشراف ظن في حين يشاركون في جزء من المنافع؛

-عندما تكون الملكية مركزة، يمكن أن يؤدي كبار حملة الأسهم الدور المهم في الإشراف على الإدارة. وفي نظام الداخلين، حيث تكون الملكية مركزة، يتولى الإدارة عادة حملة الأسهم الذين يمارسون الرقابة.

لذلك يعد تشتت الملكية وتركزها أحد المظاهر والعناصر التي تدرس ضمن مجال اختيار السياسات المحاسبية،

<sup>1</sup> - عبدي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 94.

و ضمان حماية حقوق الأقلية من المساهمين، بما يبرز ذلك في إطار تقييد السلوك النفعي للإدارة وتقليل مشكلات الوكالة وتعارض المصالح بين الأطراف المختلفة. ومع ذلك، حددت الدراسة ميزات وسلبيات لتركز الملكية بالنسبة إلى أداء المؤسسة وقيمتها، حيث أن:

-من ناحية أولى؛ في حالة تركيز الملكية قد تعمل الأكثرية التي تتولى الإدارة على تحسين أداء المؤسسة، إذ أن تأثير هذا الجهد سيعود عليها في النهاية. وهذا الأمر لا يحدث إذا كانت الملكية مشتتة تشتت كبيراً، حيث لا تكون هناك دوافع لدى أي منهم للعمل، بسبب ارتفاع التكاليف مقارنة بالمنافع التي يحققونها.

-من ناحية أخرى؛ قد يكون لتركز الملكية تأثير سلبي في الأداء، إذا أخذت أكثرية حملة الأسهم باستغلال الأقلية على حساب كفاءة المؤسسة ككل. فقد تستخدم الأكثرية موقعها لاتخاذ قرارات تحقق مصالحها وتقلل من الحقوق المتبقية لبقية حملة الأسهم، مثلاً من خلال استغلال العلاقة مع المؤسسات الأخرى التي لها سلطة أو سيطرة على المؤسسة، يمكن أن يتم تحويل الأصول إلى الإدارة نفسها بأقل من أسعار السوق، أو الحصول على قروض خاصة ورهن أصول المؤسسة، أو دفع توزيعات خاصة لها. بناء عليه، يمكن أن نستنتج أن تشتت الملكية يعد أحد مبررات إقامة آليات رقابة تضمن حقوق المساهمين مثل، مكافآت الفرق المسيرة، ضمان استقلالية أعضاء مجلس الإدارة... إلخ، إذ يكون في الحالة المعاكسة مجال أكبر لممارسة السلوك النفعي للإدارة والمبالغة في التقرير عن الأرباح. فقد أظهرت نتائج بعض الدراسات وجود علاقة عكسية بين تركيز الملكية وربحية المؤسسة، والتفسير المقترح لذلك، هو أنه عندما يزداد تركيز الملكية من مستوى منخفض جداً تنخفض تكاليف الوكالة نتيجة لتزايد إشراف حملة الأسهم، ومن ثم ترتفع الربحية، ولكن عندما يزداد تركيز الملكية إلى مستوى محدد، فإن تكاليفه قد تفوق منافعه، مما يؤدي إلى انخفاض الربحية، كما أظهرت بعض الدراسات أن الملكية المركزة قد تحد من جودة الإفصاح إذ أن سيطرة الأقلية من خلال العضوية في مجلس الإدارة، سيمكنها من الوصول مباشرة إلى المعلومات المالية وغير المالية للمؤسسة، وكنتيجة، سيكون لديهم حاجة أقل للإفصاح<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - عدي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 95.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

المطلب الأول: الدراسات العربية

سنتطرق في هذا المبحث إلى بعض الدراسات التي تناولت جوانب الموضوع.

1-دراسة قيس أديب الكيلاني، سنة (2010) بعنوان "العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية دراسة تطبيقية للفترة (2004-2008)"

الدراسة عبارة عن مقال هدفت إلى اختبار العلاقة المحتملة بين هيكل الملكية و تركيب رأس المال في الشركات الصناعية، وقد تم استخدام منشورات هيئة الأوراق المالية الأردنية لعينة من الشركات بلغت 10 شركات صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2004-2008، وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد ومستوى معنوية 5%، توصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها أن الشركات الصناعية الأردنية تميل إلى استخدام أموال الملكية في تمويل نشاطاتها، إذا بلغ متوسط نسبة المديونية في الشركات الأردنية مدار البحث 28,79%، كما أظهرت الدراسة أن أعضاء مجلس الإدارة يملكون ما يقارب 42,4% من أسهم الشركة، وهي نسبة مرتفعة نسبياً، كما أظهرت الدراسة تركزاً في ملكية الأسهم، إذا تبين أن كبار المساهمين يملكون بالمتوسط بحدود 52,8% من أسهم الشركات مدار البحث، فخلصت الدراسة إلى عدم وجود أدلة ذات دلالة إحصائية على أن هيكل ملكية الأسهم في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث تؤثر في هيكل رأس المال. وهذا انسجاماً مع دراسة (مغاير و آخرون 2002)<sup>1</sup>

2-دراسة عمران اسحاق محمد أبوزر، سنة (2011) بعنوان "هيكل الملكية ومدى تطبيق التجارة الإلكترونية على أداء الشركات (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان)"

الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير هدفت إلى التعرف على أثر هيكل الملكية على الأداء المالي، المتمثل بالعائد على الاستثمار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وكذلك التعرف على أثر تطبيق التجارة الإلكترونية على أدائها، بالإضافة إلى التعرف على أثر بعض المتغيرات المالية، كالحجم، والرفع المالي، والأرباح المحتجزة على أداء تلك الشركات.

<sup>1</sup>- قيس أديب الكيلاني، العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية (دراسة تطبيقية للفترة 2004-2008)،

مجلة تنمية الرافدين، المجلد 100، العدد 32، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة عمان الأردن، 2010.



تم تطبيق الدراسة على عينة من 74 تطبيق الدراسة على الدراسة شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي ، وتم توزيع إستبانه واحدة لكل شركة واستهدف فيها المديرين الماليين أو من ينوب عنهم في الأقسام الإدارية، وكانت العينة الصالحة 67 شركة بنسبة استجابة (91%).

تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد، ومعامل ارتباط بيرسون للوصول للنتائج المرجوة من أهداف الدراسة، وتم التوصل إلى عدد من النتائج أهمها أن هيكل الملكية لا يشكل تأثير ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي لهذه الشركات، كما وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية التجارة الإلكترونية على الأداء المالي لتلك الشركات، بإضافة لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغيرات الرقابية المتمثلة بالحجم، والرفع المالي على الأداء المالي لتلك الشركات، بينما لم يكن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على الأداء المالي<sup>1</sup>.

### 3-دراسة علي يوسف سنة (2012) بعنوان أثر محددات هيكل ملكية الشركات في تحفظ التقارير المالية، (دراسة تطبيقية)

الدراسة عبارة عن مجلة هدفت هذه إلى اختيار أثر هيكل ملكية الشركة في تحفظ التقارير المالية، إذ تحدد تحليلات الوكالة طبيعة الاختيار الإداري للسياسات المحاسبية في إطار الآثار الاقتصادية لهذه السياسات كما يشكل التحفظ المحاسبي أحد المبادئ المحاسبية التي تحدد خصائص المعلومات المحاسبية المقدمة، ودورها في اتخاذ القرارات من قبل مختلف الأطراف ذات الصلة بالشركة.

من أجل ذلك، قسم البحث إلى جزئين: نظري وتطبيقي في الجزء النظري عرض الباحث التحفظ المحاسبي لعناصر التقارير المالية من خلال دراسة مفهوم التحفظ ودوافعه، وطبيعة قياسه في إطار الدراسات المحاسبية في مجال أسواق المال، مع التمييز بين مقياسين تعتمد على عناصر قائمة الدخل ملكية الشركة، وذلك من خلال دراسة هيكل الملكية الإدارية وتشنت الملكية أو تركزها بين مجموعات من المستثمرين والملكية العائلية.

أما الجزء التطبيقي للبحث فجرى من خلال التطبيق على عينة مكونة من 24 شركة من شركات النشطة في سوق الأوراق المالية المصري و أظهرت النتائج اتساقاً مع الفرضية القائلة : إن زيادة نسبة الملكية الإدارية تترافق مع تقارب المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم من خارج الإدارة. فكلما ازدادت نسبة الملكية الإدارية ازداد عدم التماثل في الاعتراف بين الأنباء السارة والأنباء غير السارة. كما أن لتشنت الملكية تأثير إيجابيا في اختيار السياسات المحاسبية المتحفظة ولكن هذا التأثير هو أقل من تأثير نسبة الملكية الإدارية. بالمقابل لم تظهر نتائج الدراسة تأييداً

<sup>1</sup>- عمران اسحاق محمد أبوزر، أثر هيكل الملكية ومدى تطبيق التجارة الإلكترونية على أداء الشركات (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان)، رسالة الماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان الأردن، أيلول 2011.

للفرض القائل : إن الملكية العائلية تدفع لاختيار سياسات محاسبة متحفظة، إذا إن تأثير الملكية العائلية الفرض الثالث يكون من خلال تخفيض عدم التماثل في الاعتراف بكل من الأنباء السارة والأنباء غير السارة<sup>1</sup>.

4-دراسة ذهبية بن عبد الرحمان سنة(2012)بعنوان دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2005-2009

الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير هدفت إلى البحث في موضوع تأثير الأداء المالي على اختيار المصادر التمويلية ضمن الهيكل المالي لعينة مكونة من 36 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2009 وذلك بالاعتماد على أسلوب الانحدار المتعدد و اللوجستي ونموذج probit.

خلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي للمؤسسات الصناعية الأردنية يؤثر على اختيارها لتمويلها، وأن هذه المؤسسات تستند إلى وضعيتها مقارنة بالنسبة المستهدفة للاستدانة المتمثلة في المتوسط القطاعي للرافعة المالية عند اتخاذها لقرارها التمويلي.

كما تشير النتائج إلى أن تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصناعية الأردنية، يكون بالتوفيق بين كل من نظريتي التوازن والتمويل الرتبي (نظرية التمويل التسلسلي) في ظل سوق للأوراق المالية لا يتصف بالكفاءة الاقتصادية عند المستوى الضعيف<sup>2</sup>.

5-دراسة الشلول، دنيا أحمد سنة (2012) بعنوان أثر الملكية الإدارية على القرارات المالية حالة الشركات الصناعية الأردنية

الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير 00هدف إلى معرفة أثر الملكية الإدارية بإضافة إلى بعض خصائص الشركة (ربحية الشركة، حجم الشركة، فرص نموها) على القرارات المالية (سياسة الرفع المالي، وسياسة توزيع الأرباح) وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان والتي بلغ عددها 55 شركة خلال الفترة (2007-2011) ولتحقيق أهداف الدراسة تم تطوير نموذج للانحدار باستخدام تحليل المعادلات الآنية.

<sup>1</sup>- علي يوسف، أثر محددات هيكل الملكية المنشأة في تحفظ التقارير المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد28، العدد الأول، جامعة دمشق، 2012.

<sup>2</sup>- ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2005-2009، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة ورقلة.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% بين الملكية الإدارية ومستوى الرفع المالي، بينما أظهرت النتائج بعدم وجود أثر ذا دلالة إحصائية للملكية الإدارية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، كما أشارت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين سياسة توزيع الأرباح ومستوى الرفع المالي، في حين لم يكن للرفع المالي، أي أثر ذا دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح. أما فيما يتعلق بخصائص الشركة فقد خلصت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذا دلالة إحصائية عند مستوى 1% على سياسة توزيع الأرباح. كما أشارت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% بين حجم الشركة ومستوى الرفع المالي للشركة أما فيما يتعلق بأثر الحجم على سياسة توزيع الأرباح فقد ذلت النتائج على الأثر السلبي للحجم على نسبة توزيع الأرباح، وأظهرت نتائج الدراسة أيضاً بعدم وجود أثر ذا دلالة إحصائية لفرص النمو على كل من مستوى الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية. وقد أوصت انتهت الدراسة بإجراء مزيد من الدراسات التي تتناول عينة تشمل قطاعات أكثر بغرض المقارنة بينهما، بإضافة إلى ضرورة التوجه نحو تغيير في هيكل الملكية بزيادة الملكية الإدارية، لما قد يساهم في تخفيض تكاليف الوكالة وبالتالي تكاليف التمويل وهو ما قد يؤثر على القيمة السوقية للشركات الصناعية الأردنية.

### 6-دراسة مجدى مليجي عبد الحكيم، سنة (2012) بعنوان "أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على التحفظ المحاسبي في التقارير المالية دليل من البيئة المصرية"

الدراسة عبارة عن مقال هدفت إلى اختيار أثر كل من هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2010-2012) ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الدراسة على بناء نموذجين لقياس هذا الأثر حيث تضمننا التحفظ المحاسبي كمتغير تابع والمتغيرات المتعلقة بميكل الملكية (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، ملكية كبار المستثمرين وملكية العائلية وتشتمت الملكية)، وكذلك المتغيرات المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، عدد مرات اجتماعه، استقلال أعضاءه، والفصل بين رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب) كمتغيرات مستقلة بالإضافة إلى بعض المتغيرات الأخرى الموترة على هذه العلاقة، كما اعتمدت الدراسة على استطلاع رأى عينة من (مراقبي الحسابات، وأعضاء هيئة التدريس، أعضاء لجان المراجعة) في محددات التحفظ المحاسبي وأثرها على مستوى التباين في تحفظ التقارير المالية بالشركات الأعمال المصرية.

تم تناول الدراسة من خلال تقسيمها إلى عدة أجزاء رئيسية أولاً المقدمة تستعرض مشكلة الدراسة، وتحديد أهدافها، وأهميتها، حدود الدراسة ثانياً : العلاقة بين هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة ومستوى التحفظ المحاسبي في ضوء نظرية الوكالة، ثالثاً : الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث، رابعاً : منهجية البحث، خامساً

: تصميم الدراسة التطبيقية، سادساً : تحليل نتائج الدراسة التطبيقية، سابعاً : النتائج المتوصل إليها والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية.

وتتمثل أهمية الدراسة في تقديمها لدليل من البيئة المصرية عن أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة كآليات للحكومة على مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية، وقد توصلت الدراسة إلى ضعف مستوى التحفظ في الشركات المسجلة بالبيئة المصرية، حيث بلغت أعلى نسبة له (46%) في عام 2012 كما أن الملكية المؤسسية والملكية المشتتة واستقلال مجلس الإدارة و ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول لهما تأثير معنوياً على مستوى التحفظ المحاسبي بينما لا يوجد تأثير معنوياً لكل من الملكية الإدارية والعائلية وملكية كبار المستثمرين وحجم مجلس الإدارة وعدد مرات اجتماعهم.

اعتماداً على النتيجة السابقة أوصت الدراسة بعدم التخلي عن تطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة خاصة في ظل الظروف الاقتصادية التي تعيشها البيئة المصرية حالياً ولضمان جودة التقارير المالية، وضع حدود لنسب الملكية بأشكالها المختلفة في منشآت الأعمال المصرية و الالتزام بإفصاح عنها والاهتمام بخصائص مجلس الإدارة (الاستقلال، والفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول) بما يحقق حماية أصحاب المصالح المختلفة المرتبطة بالمنشأة ويحد من السلوك النفعي للإدارة<sup>1</sup>.

### 7- دراسة فيروز مدفوني، علاوة سنة 2012 بعنوان "أثر هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2000-2009)"

الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير هدفت إلى اختيار كل من هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة لـ 56 شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2000-2009 ونظراً لتداخل العلاقة بين المتغيرات التابعة فقد استخدمت الدراسة المعادلات الآنية لتقدير معادلات الانحدار، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الصناعية الأردنية تحتفظ بنسبة منخفضة جداً من التدفقات النقدية الحرة قدرت بـ 5%، وهو ما يدل على عدم قدرتها على توفير التمويل الداخلي اللازم لتمويل فرصها الاستثمارية. كما توصلت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية قد تشكل بديلاً للدين في الحد من قدرة الإدارة على استخدام تلك التدفقات لمصالحها الخاصة على حساب المالكين. إذا تبين أن الدين يزيد من حجم التدفقات النقدية الحرة والرافعة المالية، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الرافعة من جهة وكل من الأصول الملموسة، حجم الشركة، وفرص النمو من جهة أخرى. بينما وجدت علاقة عكسية بين الرافعة المالية وربحية الشركة، مؤيدة بذلك نظرية

<sup>1</sup> - مجدى مليجى عبد الحكيم مليجى، أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على التحفظ المحاسبي في التقارير المالية، دليل من البيئة المصرية، مدرس بقسم المحاسبة، كلية التجارة جامعة بنها.

أولويات التمويل. وبناءا على ما تم التوصل إليه فقد أوصت الدراسة بضرورة اتخاذ الإجراءات اللازمة بهدف تخفيض القيود المفروضة على الشركات، ومحاولة إزالة العوائق التي تواجهها، كما أوصت أيضا بضرورة زيادة مستوى الإفصاح في الشركات بهدف رفع مستوى الشفافية، والحد من مشكلة الوكالة<sup>1</sup>.

### 8-دراسة سميرة محمود علام محمد أبو زيد سنة (2013) بعنوان أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية

الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير هدفت إلى التعرف على أثر هيكل الملكية (كمتغير مستقل) على أداء الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية (كمتغير تابع) وذلك من خلال معرفة أثر تركيز الملكية الفردية والتواجد المؤسسي بنوعية "الفعال، غير الفعال" على معدل العائد على حقوق الملكية، هذا بالإضافة إلى سعي الباحث للتعرف على أثر الزيادة في المتغيرات المستقلة على النتائج لمعرفة إذا كانت ستسير على نفس الوتيرة أم سينعكس الأثر. ومن ثم الخروج ببعض النتائج والتوصيات التي تساعد في تفسير وتحليل التعارض الحادث في النتائج العملية لأثر هيكل الملكية على الأداء من واقع الدراسة التطبيقية في بورصة الأوراق المالية المصرية<sup>2</sup>.

### 9- دراسة عمر عيسى فلاح مناصر سنة (2013) بعنوان "أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات"

الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير هدفت إلى معرفة أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء الشركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، بإضافة إلى الوقوف على مدى تطبيق قواعد حوكمة الشركات عن طريق مقارنة افصاحات شركات الخدمات الواردة في التقارير السنوية مع متطلبات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية.

ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث باعتماد استبيان الإفصاح عن مدى تطبيق القواعد الإرشادية حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية كمؤشر لقياس تطبيق قواعد حوكمة الشركات، والذي يحتوي على أربع مجموعات من القواعد (قواعد متعلقة بمجلس الإدارة قواعد، قواعد متعلقة باجتماعات الهيئة العامة، وقواعد متعلقة بحقوق المساهمين، وقواعد متعلقة بالإفصاح والشفافية)، وتم قياس أداء الشركات من خلال النسب المالية (نسبة العائد على الأصول (ROA) ونسبة العائد على حقوق المالكين (ROE) والعائد للسهم الواحد (EPS) ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (M/B) ونسبة القيمة السوقية إلى العائد (P/E) تعتبر هذه الدراسة مسح شامل لقطاع الخدمات من الشركات المساهمة العامة والبالغ عددها (153) شركة وذلك الفترة الممتدة ما بين 2009 -

<sup>1</sup> - فيروز علاوة مدفوني، أثر هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة للشركات، مذكرة الماجستير، جامعة البيرومك، 2012، 2011.

<sup>2</sup> - سميرة محمود علام، أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، مذكرة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، كلية التجارة، 2013.

2011 وتم استثناء 21 شركة لعدم وجود الحد الأدنى المقبول من البيانات، حيث وبلغ عدد المشاهدات 396 مشاهدة.

خلصت الدراسة إلى أن مجموعة قواعد احوكمة المتعلقة بالإفصاح و الشفافية قد احتلت المرتبة الأولى من حيث التطبيق بين مجموعات قواعد حوكمة شركات الخدمات الأردنية، تلاها مجموعة قواعد حوكمة المتعلقة بحقوق المساهمين، ثم مجموعة قواعد الحوكمة المتعلقة بمجلس الإدارة بالمرتبة الثالثة، بينما جاءت مجموعة القواعد المتعلقة باجتماعات الهيئة العامة بالمرتبة الأخيرة.

وأشارت الدراسة إلى أن ما نسبته 85% من شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية تطبق قواعد حوكمة الشركات. وجدت الدراسة أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطبيق قواعد حوكمة الشركات ككل على أي من مؤشرات الأداء لشركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية كالعائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE) و العائد للسهم الواحد (EPS)، ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (M/B) و على القيمة السوقية إلى العائد (P/E) إلا أن مجموعة قواعد حوكمة المتعلقة بحقوق المساهمين تساهم وترتبط بمتغيري العائد على الأصول (ROA) و العائد على السهم الواحد (EPS).

وقد توصل الباحث مجموعة من التوصيات، أهمها العمل على تطبيق قواعد حوكمة المتعلقة بحقوق المساهمين لما لها من أثر على العائد الأموال والعائد للسهم الواحد، و أوصى الباحث الشركات بالالتزام بقواعد حوكمة

الشركات المتعلقة بالجنة الترشيحات والمكافآت لضمان تلبية الاحتياجات الحالية و المستقبلية للشركات والمجالس وضمان أن نظم منح مكافآت العاملين في الشركات مبنية على أساس تمييز الأداء، وأن ترتيبات المكافآت تدعم الأهداف الإستراتيجية لعمل الشركات<sup>1</sup>.

10- دراسة غسان أبو السعود و خالد راجحة، أحمد أبوقلبين سنة (2014) بعنوان "أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية"

الدراسة عبارة عن مقال هدفت إلى فحص الآثار المتوقعة لتركيب هيكل الملكية على أداء الشركات المساهمة الأردنية في قطاع الصناعة. وذلك من خلال نموذجي انحدار متعدد شمل الأول عينة مكونة من 45 شركة مساهمة عامة صناعية دون التفريق فيها ما بين شركة بسيطة عائلية أو بدون هذه السيطرة، والنموذج الثاني لعينة مكونة من

<sup>1</sup> - عمر عيسى فلاح المناصير، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، مذكرة ماجستير، الجامعة الهاشمية الزرقاء الأردن، 2013.

22 شركة بسيطرة عائلية في هيكل الملكية، كما تم تكرار هذه النماذج بمقياس الأداء: العائد على الأصول ROA، ومؤشر توبين كيو Tobin Q.

وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل الملكية الذي يتصف بالسيطرة العائلية لا يؤثر على الأداء بشكل مختلف عن الشركات التي لا تتواجد فيها هذه السيطرة في حين وجدت الدراسة أن ملكية الداخلين كما تم تعريفها في هذه الدراسة وملكية كبار المساهمين، ومساهمة الحكومة في الشركات الصناعية لها تأثير مهم إحصائياً على أداء الشركات الصناعية الأردنية مقاساً بمؤشر توبين. كما تبين للدراسة أن كون المدير العام من نفس العائلة المسيطرة يكون له تأثير سلبي على أداء الشركات الصناعية العائلية، ويمكن تفسير هذه النتيجة بعدم كفاية قواعد حوكمة الشركات الحالية والحاجة إلى تطويرها وجعلها أكثر فعالية<sup>1</sup>.

11-دراسة عبد المجيد تيموي سنة (2015) بعنوان نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية

الدراسة عبارة عن أطروحة دكتورة هدفت إلى موضوع السلوك التمويلي منذ فترة طويلة باهتمام الأدبيات المالية للمؤسسات بداية بالدراسة الأولى لمذجيلياني وميلر سنة 1958 التي نفت وجود علاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها. غير أن كثيراً من الدراسات الموالية توصلت إلى وجود علاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار للمؤسسة، مما أدى إلى البحث عن الهيكل المالي الأمثل الذي يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة أقصى ما يمكن.

من جهة أخرى، وجود دراسات قامت بتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة بأثر محتوى المعلومات المتاحة (نظرية الإشارة) في قرارات التمويل. وأخرى أخذت بعين الاعتبار متغيرات تنظيمية وإدارية مثل هيكل الملكية، والسيطرة والهيكل التنظيمي والإستراتيجية.

لذلك جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على أهم النظريات التي تناولت موضوع السلوك التمويلي للمؤسسات من مختلف حيثاته بدءاً من فرضية وجود هيكل مالي أمثل في ظل افتراضات السوق التام ثم في ظل خضوع مداخل المؤسسات للضرائب. ثم نظرية الإشارة وافتراضاتها، ثم أثر المتغيرات الإدارية والتنظيمية ومحاوله إسقاط كل ذلك على بعض المؤسسات الجزائرية المكونة من: مجمع صيدال، مؤسسة الجديدة للمصبرات الجزائرية روية، مؤسسة التسير الفندقية سلسلة الأوراسي، مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنايب. لفترة 5 سنوات من سنة 2008-2012، باستخدام المنهج الوصفي.

<sup>1</sup> - غسان أبو السعود و خالد راجحة، أحمد أبوقلين، أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السابع عشر، العدد الأول، جامعة العلوم التطبيقية، مملكة البحرين، 2014.

وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن المؤسسات تعتمد إلى استخدام الرفع المالي والرفع التشغيلي حتى يتسنى لها رفع معدل العائد على حقوق الملكية من خلال اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة لتحقيق معدل عائد أعلى وكذا الاعتماد على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة لزيادة ربحية السهم ومن ثم قيمة المؤسسة. أيضا، في حالة تفاعل قرارات الاستثمار والتمويل، فالمؤسسات تفضل عادة التمويل الداخلي. ولا تلجأ للتمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، حيث تقوم أولا بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل ثم أسهم عادية كملاذ أخير.

كما أن السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية محل الدراسة أيضا يتأثر بكثير من المتغيرات المالية مثل الرفع المالي والرفع التشغيلي والتمويل الداخلي،... وحتى بعض المتغيرات الإدارية والتنظيمية كهيكل الأصول وهيكل الملكية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

1- دراسة CHARREAUX Gérard سنة (1989) بعنوان: "هيكل الملكية علاقة الوكالة والأداء المالي"

### Structure de propriété, relation d'agence et performance financière

الدراسة عبارة عن مقال هدفت إلى اختيار تأثير هيكل الملكية أو بشكل عام الشكل التنظيمي على الأداء المالي انطلاقا من وجهة نظرا نظرية الوكالة نميز ثلاث أنواع من الشركات: الشركات الإدارية، الشركات المراقبة، والشركات العائلية. بعد مناقشة أولية لمفهوم الأداء المالي و اختيار التدابير الملائمة للاختبارات أجريت على مختلف التدابير المختارة وعلى عينة من شركات فرنسية للتحقق من مدى صحة بعض الاستنتاجات لأبحاث أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية وبعدها تقيم مدى أهمية ووضوح المنهج المقترح النتائج المحصل عليها تؤيد فكرة حيادية هيكل الملكية وبشكل عام حيادية الشكل التنظيمي هذا في وجهة نظرا المساهمين أو العاملين.

في المقابل إذا اعتمدت الدراسة على هدف تعظيم قيمة الشركة، تحقق الشركات العائلية أفضل أداء، توصلت هذه النتيجة الأخيرة التي تؤكد فرضية تقارب المصالح يمكن أن يكمن في أهمية تكاليف الوكالة المرتبطة بالدين في هذا النوع من الشركات<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - عبد المجيد تيموي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة،

2015.

<sup>2</sup> - Gérard CHARREAUX, Structure de propriété, relation d'agence et performance financière, CREGO - IAE Dijon, Octobre 1989.



2-دراسة Anderson, R. &DavidR سنة (2003) بعنوان:

### Founding Family Ownership and Firm Performance

الدراسة عبارة عن بحث هدفت إلى وجود أداء الشركات العائلية يتفوق على أداء مثيلاتها من الشركات غير العائلية. وقد قدم عرضاً شمولياً لكافة الأدبيات التي فحصت العلاقة بين الأداء والشركة المملوكة من قبل العائلة. لكن هذه البحوث لم تفسر عن صورة متجانسة. فالربط بين الأداء والعائلية يتأثر كثيراً بتعريف الشركات العائلية المستخدم في هذه، والمسألة الدقيقة التي يحاول الباحثون الإجابة عليها، والأدبيات التي عرضها (miller and lebreton 2005) تتضمن دراسات تظهر أداء متفوقاً للشركات العائلية. على سبيل المثال وجد (perez;nielsen, bennedsen, gonzalezandwolfenzon 2006) أن المديرين التنفيذيين من غير العائلة المسيطرة على الشركة بوجه عام يوفرون خدمات قيمة للمؤسسات التي يرأسونها، وهذا يدعم مقولة انخفاض أداء الشركات المدارة من قبل العائلة مقارنة مع الشركات غير العائلية. وفي سياق مماثل، يرى (millerandlebretonmiller 2005) أن الشركات التي يكون فيها المدير التنفيذي الجديد ذو قرابة مع الرئيس التنفيذي المغادر، أو له صلة قرابة مع أحد المؤسسين، أو مع أحد المساهمين الكبار إنما عن طريق الدم أو الزواج تعاني من انخفاضات كبيرة في العوائد التشغيلية إلى الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، بالمقارنة مع الشركات التي ترقى مديريها التنفيذي من أفراد ليس لهم قرابة مع مدير سابق أو مع مؤسس أو مساهم كبير<sup>1</sup>.

3-دراسة belen سنة (2004) بعنوان:

### How Do Family Ownership Control and Management Effect Firm Value

الدراسة عبارة عن مقال هدفت إلى أنه من أجل فهم ما إذا كانت الشركات العائلية أو أقل قيمة من الشركات غير العائلية، وفهم متى تكون كذلك، يجب التمييز بين ثلاثة عناصر أساسية في الشركات العائلية هي: الملكية والسيطرة والإدارة. وقد تم فحص تأثير هذه العوامل على قيمة الشركة العائلية ووجدت الدراسة أن هنالك فروقا في تأثير كل عنصر من هذه العناصر منفردة أو مجتمعة على قيمة الشركة، وقد خلصت إلى أنه إذا ما كانت الشركة العائلية بالمتوسط أكثر أو أقل قيمة من الشركة غير العائلية يتوقف على كيفية إدخال هذه العناصر في تعريف الشركة العائلية. فالملكية العائلية تخلق القيمة فقط عندما تندمج مع أشكال خاصة من السيطرة والإدارة العائلية، فالسيطرة العائلية التي تزيد عما تملكه العائلة من أسهم تحدث بسبب آليات مثل: الطبقات المتعددة من حملة الأسهم، أي أن تصدر الشركة أنواعاً مختلفة من الأسهم، مثل أسهم لها إمكانية التصويت وأخرى ليست لها هذه الإمكانية، ويكون لكل حامل سهم منتم لطبقة معينة حقوق مختلفة عن حامل السهم في الطبقة الأخرى، والملكية

<sup>1</sup>Anderson, R. &DavidR. (2003). Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance* 58, 1301-1328.

الهرمية وهي عندما تملك العائلة الشركة من خلال مؤسسة مالية وسيطة واحدة أو أكثر مثل صناديق الاستثمار المشتركة، أو أية مؤسسة أخرى لاتصل فيها ملكية العائلة إلى 100%، و الملكية المتقاطعة التي تحدث عندما تملك الشركة أسهم شركات أخرى، واتفاقيات التصويت عندما يقوم اثنان أو أكثر من حملة الأسهم بتجميع أسهمهم التصويتية لتحقيق هدف مشترك، وهذه الآليات من شأنها أن تخفض من قيمة الشركة. كذلك وجدت الدراسة أن الإدارة العائلية تضيف إلى القيمة عندما يدير المؤسس الشركة ويساعده مدير تنفيذي رئيس من غير العائلة، أما عندما يعمل أحد الورثة كرئيس لمجلس الإدارة أو مدير تنفيذي رئيس فإن هذه الإدارة تقلل من القيمة، كما أن التفاعل بين السيطرة والإدارة العائلية تولد اختلافات مهمة في قيمة الشركات. فعلى سبيل المثال إن التأثير السلبي للسيطرة يخفض علاوة المؤسس بما مقداره 0.98 من مؤشر توبين أو ما مقداره 0.76 من مؤشر توبين على مستوى القطاع. و الشركات التي يكون المؤسس مدير تنفيذي رئيس فيها و يستخدم الآليات المحسنة للسيطرة أكثر قيمة بما نسبته 25% من الشركات غير العائلية. أما الشركات التي يكون فيها أحد ورثة المؤسسة مديرا تنفيذيا فإن آليات تحسين السيطرة المذكورة آنفا يكون لها تأثير إيجابي خفيف على القيمة وهذا يعني أن هذه الآليات تلعب دورا مختلفا في هذه الشركات، فإن استخدام آليات تحسين السيطرة من قبل الورثة يمكن أن يستدل منها على أنه مناورة دفاعية لمقاومة تراجع ملكيتهم التي تحدث بسبب نمو الشركة أو العائلة، أما إذا وضع المؤسس نفسه هذه الآليات فإنه قد ينظر إليها على أنها مناورة لتحقيق منافع خاصة به. ومع ذلك فإن حملة الأسهم من غير العائلة في الشركات التي يديرها أحد ورثة المؤسسة يكونون في وضع أسوأ مما لو كانوا يملكون الأسهم في شركة غير عائلية<sup>1</sup>.

5-دراسة Cucculelli and Micucci سنة (2008) بعنوان:

### Family succession and firm performance

الدراسة عبارة على مقال هدفت إلى فحص الشركات الإيطالية متوسطة وصغيرة الحجم، على عكس الدراسات السائدة في مجال الملكية العائلية التي تركز على الشركات الكبيرة و المساهمة العامة بسبب صعوبة الحصول على معلومات موثقة حول الشركات الصغيرة، وبسبب الوجود المهم للشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم في القطاع الصناعي الإيطالي والتي تدار من قبل العائلات صار هذا القطاع ملائما للفحص العملي لتأثير التوارث العائلي على أداء الشركات. وهذه الدراسة تعطي تفسيرات يمكن تعميمها على المجتمعات التي يشيع فيها توارث ملكية وإدارة الشركات حيث تشجع القيم الثقافية السائدة على بقاء ملكية الشركة ضمن السيطرة العائلية.

وقد خلصت إلى النتائج الرئيسية لهذه الدراسة أن الإدارة المتحدرة من قبل العائلة تؤثر سلبا على أداء الشركة، وهذا الانخفاض في الأداء يتركز بين الشركات التي كان أداؤها متميزا عندما كانت تدار من قبل المؤسسة،

<sup>1</sup>Belen, A. (2004). How Do Family Ownership Control and Management Effect Firm Value. *AnInternational Review* 2 (3), 151-60.

وقبل أن يتولى الورثة إدارتها، وكان الانخفاض أيضا أكبر في اثنين وعشرين قطاعا كان لإبداع المؤسسة الدور الرئيس في تحديد قيمة الشركة، وهذا يعني أن الأداء العالي للشركات العائلية مرده وجود المؤسسة في إدارة الشركة، وأنه ليس صفة متجدرة في الشركات العائلية على العموم<sup>1</sup>.

6-دراسة Kurt A. Garcia Cestona and Rafel Crespi Cladera Miguel Angel Desender and سنة 2008 بعنوان:

### Stock price performance and ownership structure during periods of stock market crisis: the Spanish case

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من مدى ارتباط أداء أسعار الأسهم على هيكل الملكية لشركات مدرجة في سوق مدريد للأوراق المالية خلال فترات أزمة الأسواق المالية الممتدة من 2000-2002، توصلت الدراسة إلى أن كل من الملكية الداخلية وتركيز الملكية لهما تفسير مهم لتغيرات أسعار الأسهم خلال فترة الأزمة بعد سيطرة الحجم والقطاع.

كما يرتبط أداء سوق الأسهم إيجابا بالملكية الداخلية وعدد من المساهمين الأجانب و سلبا بتركيز الملكية و بعدد المساهمين الماليين. بالإضافة إلى ذلك توصلت الدراسة إلى أن الشركات العائلية تسيطر على نسبة كبيرة من الملكية الداخلية، كما قامت الدراسة باختبار وجود فروقات بين أداء أسعار الأسهم للعائلات المسيطرة على الشركات والشركات غير المسيطر عليها من قبل العائلة، خلصت الدراسة إلى وجود أن نسبة أداء الشركات العائلية 5,6% وهو أفضل من أداء الشركات غير العائلية و أن الشركات ذات التشتت في ملكيتها تحقق سيطرة غير العائلية بـ 7,8%، توصلت الدراسة إلى أن أداء أسعار أسهم الشركات العائلية أفضل بمعدل 11,6% من الشركات غير العائلية، كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات العائلية لها تأثير إيجابي وغير معنوي<sup>2</sup>.

7-دراسة: Luzhen Chen سنة (2012): بعنوان

### The Effect of Ownership Structure on Firm Performance

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير هيكل الملكية على أداء عينة مكونة من 80 شركة من الدول الاسكندنافية خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2010، ركزت إشكالية الدراسة على ثلاثة أسئلة متمثلة في 1- كيف يؤثر تركيز الملكية على أداء الشركات 2- كيف يؤثر الاختلاف بين كل من حقوق التصويت و حقوق الملكية على

<sup>1</sup>Cuccuelli, M., & Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms, Working paper, Marche Polytechnic University, Ancona, Italy.

<sup>2</sup><https://www.google.dz/#q=Stock+price+performance+and+ownership+structure+during+periods+of+stock+market+crisis+:the+Spanish+case-06/06/2017-09:03>

أداء الشركات 3- كيف تؤثر (هوية) شخصية الملاك على أداء الشركات، و للتحقق من ذلك تم قياس الأداء باستخدام تقييم الربحية، النمو، المخاطرة.

من خلال مراجعة الأدبيات النظرية تم إدخال كل من نظرية تكلفة الصفقات ونظرية حوكمة الشركات كتأسيس نظري وحسب الدراسات التي تطرقت إلى هيكل الملكية والدراسات حول التأثير الوطني. أدخلت نظرية تكلفة الصفقات مفهوم تكلفة الصفقات وعلاقة التكلفة بتنظيم الشركة؛ أما نظرية حوكمة الشركات فتتم مناقشة العلاقة بين الوكيل والأصيل خصوصا مشاكل الوكالة (الاختيار المعاكس و أخلاقيات الوكيل). فهناك اعتقاد بوجود تأثير لهيكل الملكية على أداء الشركات. و يرتبط هذا الاختلاف في الحجج بتأثير تركيز الملكية وشخصية المالك على أداء الشركة. وفي الأخير تم التحقق من التأثير الوطني على هيكل الملكية على الدول الاسكندنافية

كما تم إجراء تحليل إحصاء وصفي بسيط لمتغيرات الدراسة المتمثلة في نسب الأداء و أربعة أشكال للملكية (المشتتة و المؤسسات العائلية و التأسيسية و الحكومة) وتحليل انحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى لاختبار تأثير هيكل الملكية على أداء الشركات، اعتمادا على افتراض العلاقة الخطية و هيكل الملكية متغير خارجي. و في الأخير توصلت الدراسة إلى الإجابة عن التساؤلات أي أن تركيز الملكية له تأثير إيجابي على ربحية الشركات و النمو و تأثير سلبي للتقييم والمخاطرة؛ كما توصلت الدراسة إلى وجود اختلاف بين حقوق التصويت وحقوق رأس المال إذ يكون له تأثير إيجابي على تقييم الشركة ولشخصية (نوع) المالك تأثير على أداء الشركة و بالتحديد على الربحية والنمو<sup>1</sup>.

### 8-دراسة Thi Phuong Vy LE سنة (2015) : بعنوان

#### Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Study of Vietnamese Listed Firms

الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه هدفت إلى اختبار تأثير هيكل الملكية على هيكل رأس المال، وبالتالي تأثير هيكل رأس المال على أداء شركات، ولتحقيق هذا الهدف، استخدم الباحث بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بانل غير متوازنة تم إسقاطها على جميع الشركات غير المالية المدرجة في فيتنام خلال الفترة 2007-2012 وباستخدام النموذج التجميعي وذو الآثار العشوائية والنموذج ذو الآثار الثابتة، ونماذج بانل الديناميكية.

توصلت الدراسة إلى أن الملكية الأجنبية لها تأثير سلبي على الرفع المالي، في حين ملكية الدولة تأثير إيجابي، أما الملكية الإدارية لها علاقة إيجابية، ولكن تأثير الملكية الكبيرة على مستوى الديون غير مقنع، كما كشفت النتائج

<sup>1</sup>Luzhen Chen, **The Effect of Ownership Structure on Firm Performance Evidence from Non-financial Listed Companies in Scandinavia**, thesis of the Doctor, Msc in Finance & International Business Aarhus School of Business. Aarhus University, 2012.

أن الملكية الأجنبية تؤثر على الملكية الداخلية وعلى قرارات التمويل، وبالأخص الملكية الأجنبية تخفض تقلل من الأثر الإيجابي للملكية الإدارية على مستوى الديون.

كما تشير النتائج أيضا إلى أن جميع نسب الديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل، ومجموع الديون في كل من القيمة الدفترية و السوقية ذات دلالة و ترتبط سلبا بالعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق المساهمين ROE و Q توبين . كما أظهرت النتائج وجود علاقة غير خطية بين الرفع المالي وأداء الشركات ويظهر فقط عندما يتم قياس الأداء بالعائد على حقوق المساهمين وهيكل رأس المال المقاس بمجموع الديون والديون قصيرة الأجل. هذه النتائج تعني أن الشركات ذات الاختلاف في نوع الملكية قد لا تكون على قدم المساواة لاحترام الدخول إلى مصادر رأس المال. فالشركات المملوكة للدولة يمكن أن يكون لها مزايا كبيرة للدخول إلى سوق الديون لأنها تلقى معاملة تفضيلية من قبل البنوك المملوكة من الدولة بالإضافة إلى ذلك، يوفر هذا البحث أدلة على وجود الدور النشط للمستثمرين الأجانب، فالمالك الأجنبي من ذوي الخبرة والمعرفة والحوافز يمكنه أن يساعد الشركات على خفض تكاليف وكالة الأموال الخاصة من خلال رقابة نشاط الإدارة. كما دعم هذا البحث الحجة القائلة بأنه من أعظم ما يشغل بال المديرين هو الحفاظ أو زيادة سيطرتهم لكون ذلك يوفر لهم حرية التصرف عند اتخاذ القرارات أو الوصول إلى المزايا الخاصة بهم. وعلاوة على ذلك، تشير نتائج البحث التي تم إجراؤها في البلدان النامية، أن زيادة الديون يمكن أن تخفض من أداء الشركات بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، واستنفاد التدفق النقدي وعدم الرقابة الفعالة للديون<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>Thi Phuong Vy LE, Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Study of Vietnamese Listed Firms, thesis To the requirements of the Doctor of Business Administration, University of Western Sydney, 2015, p 5-6.

المطلب الثالث: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

لكي نستطيع المقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة، قمنا بتحديد مجموعة من النقاط التي تساعدنا للوصول إلى القيمة المضافة في هذا البحث.

الجدول رقم (1-3): المقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

المجال	الدراسة الحالية	الدراسات السابقة
الهدف	تهدف الدراسة إلى البحث في موضوع أثر هيكل الملكية على الأداء المالي	يوجد الاختلاف في الدراسات السالفة إلا أن الهدف الرئيسي واحد وهو أثر هيكل الملكية على الأداء المالي
الإشكالية	حاولت الدراسة الحالية معالجة الإشكالية التالية: كيف يؤثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2015 ؟	حاولت مختلف الدراسات السابقة في محاولة التعرف على مدى تأثير قواعد حوكمة الشركات على أداء الشركات الخدمات المساهمة العامة الأردني
فترة ومكان الدراسة	شملت الدراسة الحالية عينة من المؤسسات الأردنية 45 مؤسسة في القطاع الخدمات خلال الفترة من 2010-2015.	شملت الدراسات السابقة مختلف المؤسسات الاقتصادية في قطاع الصناعة والخدمات
المجتمع	يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات الخدمائية في سوق عمان للأوراق المالية	تنوع مجتمع وعينة الدراسة منها ما كان في سوق الكويت، سوق عمان، سوق الفرنسية، سوق الاسبانية، سوق الفيتنام، سوق مصر.

## الفصل الأول الأدبيات النظرية والتطبيقية لعلاقة هيكل الملكية بالأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية

اعتمدت الدراسات السابقة ما يلي منها ما اعتمدت المنهج الوصفي، المنهج التجريبي.	اعتمدنا في الدراسة الحالية على المنهج التجريبي لمعرفة كيف يؤثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.	المنهجية
أسلوب التحليل في الدراسات السابقة منها ما اعتمدت أسلوب الإستبانة، تحليل النسب، بناء نماذج قياسية.	تم الاعتماد على نماذج السلاسل الزمنية المقطعية بعد أن تم تجميع البيانات من دليل بورصة عمان وحساب متغيرات الدراسة.	أسلوب التحليل

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مراجعة الدراسات السابقة

### خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق لهيكل الملكية و الذي ثبت أنه، أنها تتخذ أشكالا عديدة منها الملكية العائلية، الملكية المؤسسية، الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، ملكية كبار المستثمرين، كما تعرضنا لأهم النظريات التي حاولت تفسيرها هيكل الملكية الممثلة نظرية الوكالة وأشرنا إلى أن الأداء المالي ومؤشرات قياسه التي تمثلت في مؤشرات المردودية والربحية، مؤشرات سوق الأوراق المالية وإنشاء القيمة.

كما توصلنا إلى أنه هيكل الملكية دور في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية من خلال اختيارهم للهيكل المالي ومشاركتهم في تحديد طريقة، وشكل التمويل، هنا لا يمكن غض النظر عن مساهمة الخيار الاستراتيجي الذي يتخذ من قبل المسيرين و أحيانا المساهمين.



# الفصل الثاني

## دراسة حالة

عينة من المؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات

## تمهيد :

بعد أن تطرقنا في الجانب النظري إلى هيكل الملكية وعلاقته بالأداء المالي، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة عمان العاملة في القطاع الخدمات. وللإلمام أكثر بالموضوع ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى مبحثين، بحيث نخصص المبحث الأول إلى التعريف بمجتمع وعينة الدراسة، طريقة جمع و تلخيص المعطيات، التعريف بمتغيرات الدراسة و كيفية قياسها وكذا الأدوات الإحصائية و القياسية المستخدمة في معالجة المعطيات، أما المبحث الثاني سنتعرض فيه للنتائج المتوصل إليها و اختبار مدى تطابقها مع الفرضيات ونتائج الدراسات السابقة.

### المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

قبل الشروع في دراسة أثر هيكل الملكية على الأداء المالي، نوضح طريقة الدراسة والمتمثلة في المجتمع وعينة الدراسة و تحديد متغيراتها، وكيفية قياسها و كذا الأسلوب الإحصائي المستعمل وذلك ضمن مطلبين:

#### المطلب الأول: الطريقة المتبعة

وللإجابة على الإشكالية المطروحة واستخلاص النتائج قمنا بتقسيم هذا المطلب إلى فرعين، سنتناول في الأول التعريف بمجتمع و عينة الدراسة، أما الفرع الثاني سنتطرق فيه إلى الأدوات المستخدمة في الدراسة.

#### الفرع الأول : مجتمع و عينة الدراسة

##### 1- مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة عمان العاملة في قطاع الخدمات، والذي يتكون من 67 مؤسسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2015.

##### 2- اختيار عينة الدراسة :

لاختيار العينة تم استبعاد 22 مؤسسة نظرا للأسباب التالية :

- قيام المؤسسة بعملية اندماج مع مؤسسة أخرى خلال فترة الدراسة؛
- التي تداول أسهمها غير مستمر خلال فترة الدراسة؛
- التي لم تتوافر بياناتها المالية؛ و بمراعاة هذه الأسس تم اختيار 45 مؤسسة من مؤسسات مجتمع الدراسة أي بنسبة 67,16%.

##### 3- مصادر جمع المعلومات :

البيانات الأولية: تم جمع المعطيات والبيانات المالية عن المؤسسات محل الدراسة المتمثلة في التقارير المالية السنوية من دليل بورصة عمان وكذا الموقع الرسمي لها بشكل سنوي وعلى امتداد الفترة الزمنية المدروسة.

البيانات الثانوية: تم جمع المعلومات من الكتب، المجالات، المنشورات، المواقع الإلكترونية، بالإضافة إلى الدراسات السابقة المتعلقة بجوانب الموضوع.

الفرع الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

### 1- المتغيرات التابعة : وتعبر عن مؤشرات الأداء المالي

#### 1-1 العائد على حقوق المساهمين (ROE)<sup>1</sup>:

ويقيس قدرة الشركة على تحقيق عائد من الأموال المستثمرة من قبل مالكي الشركة، وتعطي هذه النسبة مؤشر على مقدار العائد الذي يحققه المشروع من أموال المساهمين، ومدى نجاح الإدارة في زيادة أرباح مالكي المشروع (Ross et al 2010). وقد تم استخدام العائد على حقوق المساهمين الموجود في دليل بورصة عمان والذي يمثل المردودية المالية<sup>2</sup>.

#### 2-1 العائد على الأصول (ROA)\*\*

ويقيس العائد على الأصول العلاقة بين الربح وحجم الأصول، ويستخدم لقياس قدرة الإدارة على تحقيق عائد على كل من الأموال المتاحة للشركة من المصادر المختلفة (Brealey2011). وتم استخدام العائد على مجموع الموجودات في دليل بورصة عمان.

#### 3-1 العائد على السهم الواحد (EPS)\*\*\*

يمثل العائد على السهم الواحد نصيب السهم من الأرباح المحققة خلال الفترة المالية، وهو مقياس عام للكفاءة، ويعتبر احد العوامل التي تهم المقرضين وخاصة في الأجل الطويل، لأن قدرة الشركة على تحقيق الأرباح يشكل مصدر الأمان الرئيسي للمقرضين، وذلك لضمان تسديد الديون في الأجل الطويل وتسديد فوائدها. وقد تم استخدام هذا المؤشر من دليل بورصة عمان.

تعد نسبة نصيب السهم من الأرباح المتحققة من أهم النسب الواسعة الانتشار والمتكررة الاستخدام في الحياة العملية كمقياس لأداء الشركات من وجهة نظرا المستثمر، وهي إحدى مقاييس خصائص الأسهم العادية أو إحدى مقاييس السوق، وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام، أي أن هذا المتغير يعبر عن الأداء الكلي للشركة المساهمة ويعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة، لذلك تسعى الشركات إلى زيادة هذا المقياس للدور الذي يلعبه في تحديد سعر السهم، ويرمز لنصيب السهم من الأرباح المحققة بـ EPS، ويتم قياس هذا المقياس من خلال قسمة صافي الربح بعد خصم الضرائب على عدد الأسهم العادية المكتتب بها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>\* - RETURN ON EQUITY.

<sup>2</sup>- عمر عيسى فلاح المناصير، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، مذكرة ماجستير، الجامعة الهاشمية الزرقاء الأردن، 2013، ص 40.

<sup>3</sup>- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010، ص

#### 1-4 نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (PBV)<sup>\*1</sup>

تستخدم هذه النسبة لمعرفة قيمة الشركة من خلال مقارنة القيمة الدفترية للشركة مع القيمة السوقية، وهي نسبة أساسية للمستثمرين والمحللين لأنها توفر طريقة بسيطة للحكم على قيمة الشركة. وتم استخدام نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية الموجودة من دليل بورصة عمان.

#### 1-5 عائد المساهم الكلي (TSR)

يمثل معدل مردودية السهم، يُقدر انطلاقاً من تغير سعر السهم والتوزيعات المدفوعة، وقد اعتمدنا حسابه على العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$TSR = \frac{Pt - Pt-1 + DT}{Pt-1} \dots\dots\dots(2-1)$$

حيث:

TSR: عائد المساهم الكلي؛

Pt-1: سعر السهم في الفترة t؛

Dt: توزيعات الأرباح النقدية<sup>3</sup>؛

وحسب مجموعة بوسطن الاستشارية BCG، يتحقق إنشاء القيمة عندما يكون العائد (TSR) المحقق أكبر من العائد المتوقع. وبالتالي فهو مؤشر يتأثر بتوقعات الأرباح المستقبلية، بحيث التدني في هذه الأخيرة، قد يؤدي إلى انخفاضه عن القيمة السوقية للمؤسسة حتى ولو كان الأصل الاقتصادي حقق مردودية أعلى من تكلفة رأس المال<sup>4</sup>.

#### 1-6 القيمة السوقية إلى العائد (PER)

و تمثل هذه النسبة العلاقة بين سعر السهم وربحية السهم، وتبين لنا مدى ارتفاع سعر السهم، أي مقارنة سعر السهم العادي من أسهم شركة ما بالأرباح أو مكاسب التي يحققها هذا السهم، وتعكس هذه النسبة أيضاً السعر الذي يدفعه المستثمر لكل دينار من أرباح الفترة الحالية، وتعكس هذه النسبة كيفية تقدير السوق لكل من أرباح الشركة المتوقعة في المستقبل والمخاطر الملازمة لهذه الأرباح. وتم استخدام نسبة من دليل بورصة عمان.

<sup>1</sup>\*price to book value.

\*\*RETRNON ASSETS

\*\*\*EORNING PER SHARE

<sup>2</sup>-محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 77-78.

<sup>3</sup>- اعتمدنا في حساب التوزيعات النقدية على الأرباح الموزعة للسهم الواحد.

<sup>4</sup>-ذهبية بن عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 126.

تعتبر نسبة مضاعف السعر امتداداً طبيعياً لنسبة نصيب السهم من الأرباح المتحققة، وتعد نسبة هذه النسبة من النسب الهامة في تقييم الأسهم، حيث أن هذه النسبة تستخدم على نطاق واسع من جانب المحللين الماليين والاقتصاديين للتعرف على الأسعار النسبية للأسهم، حيث تحدد هذه النسبة عدد مرات التي دفعها للحصول على هذا السهم، وتنعكس هذه النسبة من خلال قسمة السعر السوقي على ربحية السهم ويرمز له (P/E)، حيث من السهل الحصول على سعر السهم السوقي لكن هنالك صعوبة بالحصول على ربحية السهم العادي وللتغلب على مثل هذه الصعوبات يلجأ المستخدمون للاعتماد على ربحية السهم التي يتم احتسابها من القوائم المالية المنشورة للشركات، وتحدد نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم من خلال ثلاثة عوامل هي معدل العائد المطلوب على الاستثمار ونسبة الأرباح المحتجزة المتوقعة ومعدل العائد على حقوق الملكية المتوقعة.

وهذا المؤشر يقيس طول فترة استرداد الأموال المستثمرة في السهم، ويخدم المضاربين في الأسهم في اختيار أسهم الشركات التي يضاربون بها، فكلما انخفض هذا المؤشر يكرن مشجعاً لهم على شراء الأسهم أملاً في تحقيق المكاسب الرأسمالية التي تنتج عن تقلب السعر السوقي للسهم، وتستعمل هذه النسبة بشكل واسع من قبل المستثمرين كدليل عام على قياس استثماراتهم في السهم، فهم ينقصون أو يزيدون هذه النسبة التي يقبلون بها للسهم العادي تبعاً إلى نظرهم إلى التوقعات المستقبلية، أي أن الشركات التي لديها فرص كبيرة للنمو بشكل عام ترتفع فيها هذه النسب، بعكس الشركات التي لديها فرص محدودة من النمو<sup>1</sup>.

## 2- المتغيرات المستقلة وتمثل في ما يلي :

### 2-1- نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين (شركات):

نسبة ملكية كبار المساهمين هي عبارة عن نسبة ملكية المؤسسات المسيرة أي التي لديها العضوية في مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية التي تكون من كبار المساهمين في نفس الوقت هي المالكة أكثر من 5% من أسهم الشركة. ويقاس هذا المتغير تأثير تركيز الملكية على الأداء، ويتم قياسه من خلال احتساب مجموع نسبة ملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% من أسهم الشركة.

### 2-2 نسبة ملكية المسيرين (الأفراد):

هي عبارة عن نسبة ملكية الأفراد المالكين من أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية للشركة أكثر من 5% من أسهم الشركة. ويقاس هذا المتغير تأثير تركيز الملكية على الأداء، ويتم قياسه من خلال احتساب مجموع نسبة ملكية المسيرين الأفراد.

والعلاقة النظرية بين هذا المتغير والأداء هي علاقة طردية تتمثل في قدرة حملة الأسهم المسيرين بإعتبارهم من كبار المساهمين على التأثير على قرارات مجلس الإدارة لتكون في صالح حملة الأسهم الآخرين، كما أنهم أقدر

<sup>1</sup>-محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 80.

على الرقابة على هذه القرارات الصادرة عنهم. وقد يكون اتجاه العلاقة عكسية فإن حملة الأسهم الكبار أيضاً هم الأقدر على التأثير على الشركة لتحقيق مصالحهم الخاصة<sup>1</sup> وهذا حسب. (fama and jensen ,1983).

**المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة الدراسة.**

سنتطرق في هذا المطلب إلى الأدوات الإحصائية و القياسية المستخدمة لتحقيق أهداف الدراسة و الإجابة على الإشكالية المطروحة حيث اعتمدنا على منهجين:

**المنهج الأول:** يتمثل في التحليل الإحصائي الوصفي للبيانات و المعطيات المتحصل عليها حول المتغيرات التابعة والمستقلة.

**المنهج الثاني:** في إطار التحليل القياسي لأثر هيكل الملكية على الأداء المالي تم استخدام منهج السلاسل الزمنية المقطعية **Panel Data Metho** بنمادجه الثلاثة: نموذج الانحدار المجمع التجميعي **Pooled Regression Model (Prm)**، ونموذج الآثار الثابتة **Effects Model (Fem) Fixed**، ونموذج الآثار العشوائية **RandomEffects Model**.

وحتى يتم تحديد أي هذه النماذج أفضل لاستخدامه في التحليل، تم تطبيق ثلاثة اختبارات، هي: اختبار فيشر (F) للمفاضلة بين نموذج Fem و Prm، واختبار مضاعف لاغرانج، (Lm) المقترح من قبل Breusch And Pagan (1980) وذلك للمفاضلة بين نموذج Prm و (Rem).

واختبار هوسمان Hausman الذي يستخدم من أجل الاختيار بين النموذجين Fem و Rem.

و قد تم تطبيق النماذج الثلاثة و اختبارها على عينة مكونة من 45 مؤسسة اقتصادية خدمتية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، خلال فترة زمنية امتدت من سنة 2010 إلى سنة 2015.

**الفرع الأول:** أهمية نماذج البانل ( السلاسل الزمنية المقطعية) **Model Panel:**

للتقدير حسب هذه البيانات مزايا مهمة وتعطي نتائج أكثر دقة، لأنها تأخذ بعين الاعتبار المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية و كذلك البعد المقطعي في الوحدات المختلفة، لذلك يمكن القول بأن معطيات البانل تتمتع ببعد مضاعف بعد زمني وبعده فردي، هذا ما جعل دراستها الميدانية أكثر فعالية ونشاط في الاقتصاد القياسي وبالتالي فهي تكتسي أهمية بالغة نوجزها في النقاط التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>- غسان أبو السعود، خالد راجحة، أحمد أبو قليبين، أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السابع عشر، العدد الأول، مركز النشر العلمي، جامعة البحرين، 2014، ص51. (بتصرف).

<sup>2</sup>- بدروي شهنيز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012) أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، 2014-2015، ص، 201-202.

-الأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم مثل: تأثير الخصائص الاجتماعية، السياسية أو الدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي، أي أن معطيات البانل بعدها الشنائي تأخذ بعين الاعتبار تصرفات أو سلوكيات الأفراد عبر الزمن.

-القدرة على تحديد بعض الظواهر الاقتصادية مثل التقدم التقني و اقتصاديات الحجم، وبالتالي علاج مشكل عدم قابلية تقسيم اقتصاديات الحجم و التقدم التقني في تحليل دوال الإنتاج.

- يسمح هذا النوع من المعطيات للباحث بدراسة الاختلافات و الفوارق في السلوك بين الأفراد، بحيث أن البعد المضاعف الذي تتمتع به بيانات البانل يمكن ترجمته على أنه بعد مضاعف للمعلومة المتوفرة أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية. وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية.

- تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهذا ما يؤثر إيجابياً على دقة المقدرات.

- تعتبر معطيات البانل الإطار الملائم لتطور تقنيات التقدير و النتائج النظرية.

- في الواقع التطبيقي، فإن نماذج البانل تسمح بدراسة مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو "السلاسل الزمنية"، بحيث تساعد في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباينحد الخطأ "heteroscedasticity" الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية فبخلاف السلاسل الزمنية للاقتصاد الكلي فإن نماذج البانل تجعل من الممكن تحليل السلوك عند مستوى الوحدات الفردية مع ضبط انعدام التجانس بينها، لأن كل واحد من المصادر الهامة لانعدام ثبات التجانس لبيانات المقطع العرضي هو خطف معلومات ثابتة نسبياً من الوحدات الفردية، ومن هنا تظهر أهمية استخدام بيانات البانل بأنها تأخذ بعين الاعتبار ما يسمى "بعدم التجانس الملحوظ" الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

(Multicollinearity)- فاستخدام معطيات البانل يتيح لنا التخفيف من مشكلة التعدد الخطي

الفرع الثاني: النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل

### 1- النموذج التجميعي :

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات البانل والمقدمة من قبل (W.Green(1993 على الشكل الموالي:

$$y_{i,t} = a_i + \beta X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2-2)$$



بحيث أن:  $i=1,2,\dots,N$  تمثل الوحدات المفردة و  $t = 1,2,\dots,T$  تمثل فترات الزمن<sup>1</sup>.

أما:  $y_{i,t}$  هو متجه عامودي،  $nT \times K$  يمثل المتغير التابع  $X_{i,t}$  هي مصفوفة  $nT \times K$  للمتغيرات المستقلة،  $\beta$  متجه عامودي،  $K \times 1$  للمعلمات المراد تقديرها، كما يفترض النموذج وجود عدد  $K$  من المعلماتفي  $X_{i,t}$  دون الحد الثابت، هو  $\varepsilon_{it}$  حد الخطأ العشوائي للوحدة  $i$  والفترة  $t$ .

➤ وعلى العموم فإن ترتيب البيانات في هذا النوع من النماذج يتم حسب بعدين، بحيث يتمثل البعد الأول في الأثر الفردي ويرمز لها بالمؤشر  $i$  وهو يتغير من  $i=1,2,\dots,N$ ، أما البعد الثاني فهو يمثل البعد الزمني الذي يرتبط بالزمن ويتم فيه مشاهدة الأفراد، وعليه في كل فترة  $t$  يتم ملاحظة  $N$  فرد وبالتالي نحصل على مايسمى بنموذج البانل عندما يكون الزمن على الأقل يفوق فترتين  $T \geq 2$ ، ومنه يوجد لدينا مقطع خطي ل  $N$  مشاهدة أي  $T$  مقطع و  $NT$  مشاهدة كلية.

- كما تمثل  $\alpha_i$  الأثر الفردي IndividualEffect والذي يفترض أن يكون ثابتا عبر الزمن  $t$  وخاص بكل وحدة مقطعية  $i$ ، فإذا كانت  $\alpha_i$  هي نفسها عبر جميع الوحدات المقطعية ( $\alpha_i = \alpha$ )، فإن النموذج يعامل كنموذج كلاسيكي مدمج ويأخذ الشكل التالي:  $Y = XB + \varepsilon$ ، ويتم تقديره بطريقة المربعات الصغرى العادية، وفي هذه الحالة تعطى طريقة OLS مقدرات متسقة وكفاءة ل  $\alpha$  و  $\beta$ ، أما في حالة اختلاف الأثر الفردي عبر الوحدات فإن النموذج يتجزأ إلى نموذجين أساسيين من أجل التعرف على نوع التأثيرات المستخدمة للمعلمة  $\alpha_i$  فإذا كانت تتبع إما:

- نموذج التأثيرات الثابتة (FixedEffects): الذي يعتبر  $\alpha_i$  مجموعة من الحدود الثابتة الخاصة بكل وحدة.
- نموذج التأثيرات العشوائية (RandomEffects): الذي يعتبر  $\alpha_i$  ضمن عنصر الخطأ العشوائي المركب.

## 2- اختبار مدى وجود الأثر الفردي

ومن خلال الخاصية العامة للنموذج، (2-6) يمكن أن نلاحظ أربع حالات لاختبار التجانس متمثلة في ما يلي<sup>2</sup>:

- الحالة الأولى: التجانس التام أو الكلي للنموذج؛
- الحالة الثانية: عدم التجانس التام أو الكلي للنموذج؛
- الحالة الثالثة: عدم تجانس معاملات المتغيرات التفسيرية و تجانس الحد الثابت؛
- الحالة الرابعة: عدم تجانس الحد الثابت و تجانس معاملات المتغيرات المفسرة، نموذج التأثيرات الفردية؛

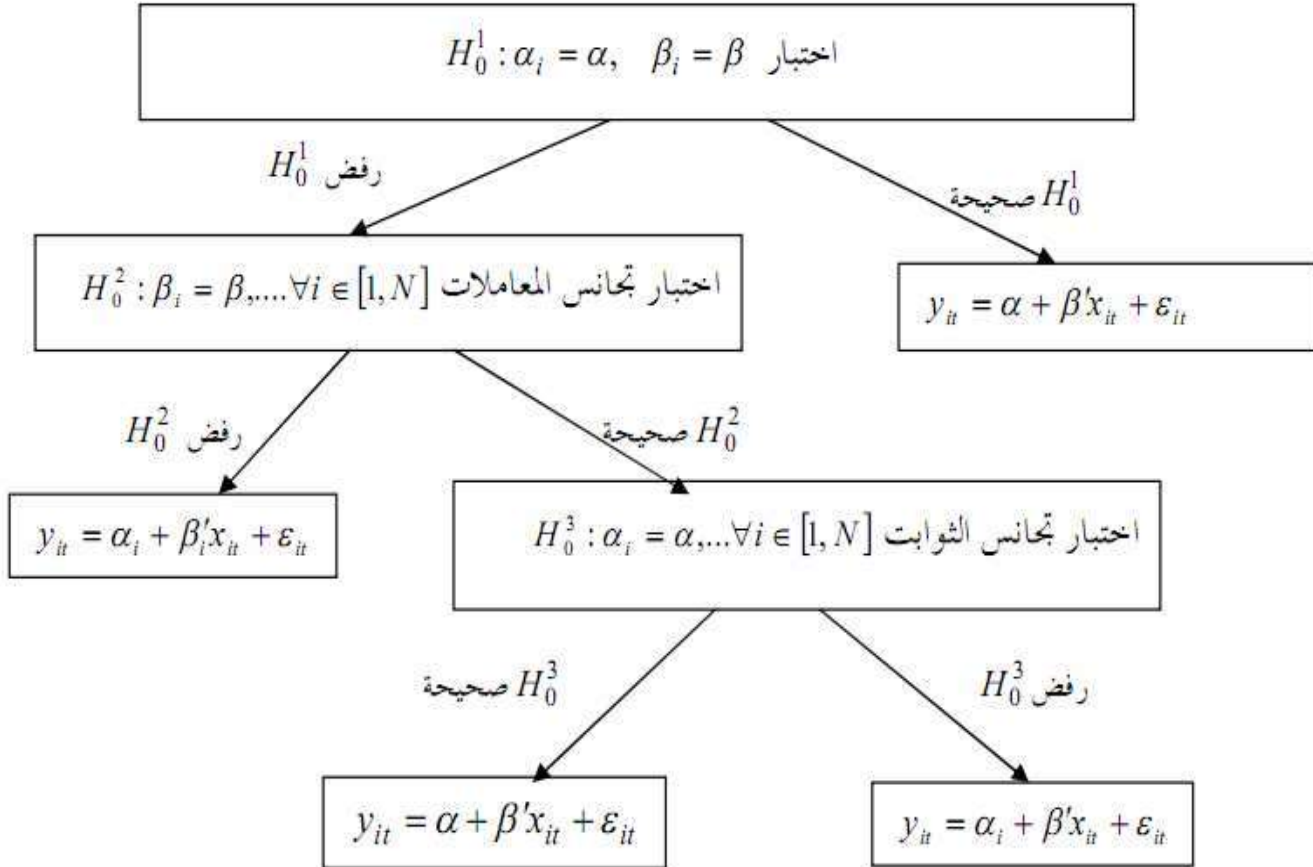
<sup>1</sup> - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 208.

<sup>2</sup> - (بتصرف) Régis Bourbonnais, *économétrie*, 9<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2015, p348-349.

1-2 إجراءات اختبار التجانس :

يعتبر اختبار خصوصية (التجانس، عدم التجانس) بالغ الأهمية لتحديد هيكل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel. ويمكن توضيحه في الشكل التالي<sup>1</sup> :

الشكل رقم (1-2) : خطوات ومراحل اختبار التجانس.



المصدر: Hsiao. C, 1986, « Analysis of Panel Data », Econometric Society Monographs N° 11

206. نقلا عن بدرأوي شهيناز، ص 50، Cambridge University Press.

2--بدرأوي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 206.

## 2-2 اختبار فرضيات التجانس :

يكون اختبار فرضيات التجانس بناء على إحصائيات فيشر (Fisher)<sup>1</sup>.

### 2-2-1 اختبار التجانس الكلي :

$$Test H_0^1: a_i = a \text{ et } \beta_i = \beta \quad \forall i$$

يتم اختبار الفرضيات بالاعتماد على إحصائية Fisher المتمثلة في الصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$F_1 = \frac{(SCR_{C1} - SCR) / (N-1)(K+1)}{SCR / (N \times T - N(K+1))} \dots \dots \dots (2-3)$$

بحيث أن :

$SCR_{C1}$  : مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد تحت الفرضية  $H_0^1$ ، لتقدير النموذج التجميعي بطريقة المربعات

الصغرى MCO لمجموع المشاهدات، بدرجة حرية مساوية لـ :

$$(N \times T) - (K + 1) = \text{عدد المعاملات المقدرة} ;$$

$SCR$  : مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقيد، و مساوي لمجموع  $N$  مربعات بواقي النماذج المقدرة على

عدد المشاهدات  $T$ ، و الموضحة بالمعادلة التالية:  $SCR = \sum_{i=1}^N SCR_i$ ، و بالتالي درجة الحرية هي

المجموع  $N$ .

$$ddl = \sum_{i=1}^N (T - (K + 1)) = N \times T - N(K + 1) \dots \dots \dots (2-4)$$

وبالتالي تكون درجة حرية البسط مساوية للفرق بين درجة حرية  $SCR_{C1}$  و  $SCR$ ، و التي تعطى بالعلاقة التالية

$$ddl_n = [(N \times T) - (K + 1)] - [(N \times T) - N(K + 1)] = (N - 1)(K + 1) \dots \dots \dots (2-5)$$

بحيث تقارن إحصائية  $F_1$  بالقيمة الجدولة لإحصائية فيشر بدرجة الحرية للبسط و المقام، فإذا كانت

$$H_1 > F_{ddl_n, ddl}^\alpha, \text{ نرفض الفرضية } H_0^1 \text{ عند المستوى } \alpha$$

### 2-2-2 اختبار تجانس المعاملات :

لاختبار هذه الفرضية يعتمد على اختبار فيشر والذي تعطى إحصائيتها بالصيغة التالية<sup>3</sup> :

$$Test H_0^2: \beta' = \beta \quad \forall i$$

$$F_2 = \frac{(SCR_{C2} - SCR) / ((N-1) \times K)}{SCR / (N \times T - N(K+1))} \dots \dots \dots (2-6)$$

<sup>1</sup> - يعتمد اختبار wald للقيود على المعاملات على إحصائيات فيشر.

<sup>2</sup> - IBid, P350

<sup>3</sup> - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 207. (بتصرف)

حيث:

$SCR_{c2}$ : مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد بالفرضية  $H_0^2$ ، لتقدير نموذج الآثار الثابتة الفردية تكون. درجة الحرية مساوية إلى (= عدد المشاهدات =  $N \times T$ ) - (عدد المعاملات المقدر =  $K+N$ ) لتقدير المعاملات  $K$  والحد الثابت؛

$SCR$ : مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقدر. درجة الحرية البسط تساوي :

$$ddl_n = [(N \times T) - (K + N)] - [(N \times T) - N(K + 1)] = (N - 1) \times K \dots (2-7)$$

حيث :

$ddl_n$  الفرق بين درجات الحرية و تقارن إحصائية  $F_2$  بالقيمة الجدولة لإحصائية فيشر بدرجة حرية البسط والمقام، فإذا كانت  $F_2 > F_{ddl_n, ddl_n}^\alpha$ ، نرفض الفرضية  $H_0^2$  عند مستوى  $\alpha$ .

3-2-2 اختبار تجانس الحد الثابت:  $H_0^3: a_i = a \forall i$  Test

لاختبار هذه الفرضية نعتمد على إحصائية فيشر التالية<sup>1</sup>:

$$F_3 = \frac{(SCR_{c1} - SCR_{c2}) / (N - 1)}{SCR_{c2} / (N \times (T - 1) - K)} \dots \dots \dots (2-8)$$

حيث أن :

$SCR_{c1}$  : مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد تحت الفرضية  $H_0^1$ ؛

$SCR_{c2}$  : مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد بالفرضية  $H_0^2$ ، وبالتالي درجة حرية البسط تكون بالصيغ التالية:

$$ddl_n = [(N \times T) - (K + 1)] - [(N \times T) - (K + N)] = N - 1 \dots \dots \dots (2-9)$$

تقارن إحصائية  $F_3$  بالقيمة الجدولة لإحصائية فيشر بدرجة حرية للبسط و المقام، فإذا كانت  $F_3 > F_{ddl_n, ddl_n}^\alpha$ ، نرفض الفرضية  $H_0^3$  عند المستوى  $\alpha$ .

## 2- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model):

إن استخدام نموذج التأثيرات الثابتة يأخذ بعين الاعتبار تغير الميل و المقطع من وحدة إلى أخرى لمشاهدات المقطع العرضي ضمن العينة المدروسة، بحيث سيتم افتراض أن المعلمات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، إذن فهي تمثل البعد الفردي و الزمني معا لنموذج البانل لذلك يمكننا تقدير النموذج بمقارنة الأفراد مع الزمن<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> -IBid,P351.

<sup>2</sup> - بدرأوي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 209.

من خلال منهج التأثيرات الثابتة يمكن احتساب عدم التجانس للوحدات المقطعية في اختلاف الحد الثابت لذلك تعتبر  $\alpha_i$  مجهولة ويراد تقديرها، وعادة ما يرتبط نموذج البانل ذو الأثر الثابت بالنموذج الخاص بطريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية "LSDV"<sup>1</sup>، والذي يأخذ الصيغة التالية:

وتكتب الصيغة الأساسية للنموذج كالتالي:

$$y_{it} = a_i + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2-10)$$

$y_{it}$ : يمثل المتغير التابع للمفردة  $i$  وللفترة  $t$ ؛

$X_{it}$ : المتغير المستقل لشعاع  $k$  للمفردة  $i$  والفترة  $t$ ؛

$a_i$ : الحد الثابت للمفردة  $i$ ؛

$\beta'$ : متجه عمودي للمعاملات  $k$  المراد تقديرها؛

$\varepsilon_{it}$ : حد الخطأ العشوائي للوحدة  $i$  والفترة  $t$ ؛

وتعتمد طريقة معلمات حدود الأخطاء تقدير العشوائية:

$$COV(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{it'}) = 0 \text{ إذا كان تباين الأخطاء العشوائية متجانس وغير مرتبط ذاتيا في البعد الزمني}$$

$$COV(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt'}) = 0, t \neq t' \text{ بحيث أن } i \neq j$$

إذا كانت الأخطاء غير متجانسة و/ أو مرتبطة ذاتيا في البعد الزمني لكن مستقل عن البعد الفردي نستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة MCG.

### 1-2 تقدير نموذج الآثار الثابتة بطريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية أو الصورية LSDV :

يرتبط النموذج ذو الآثار الثابتة للمتغيرات الوهمية أو الصورية LSDV بالنموذج الخاص بطريقة المربعات

الصغرى MCO و يصاغ نموذج التأثيرات الثابتة على الشكل التالي:

$$y_i = D_a + X_i \beta + \varepsilon_i \dots \dots \dots (2-11)$$

وبشكل أكثر تفصيل تحتوي المعادلة على :

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} i & 0 & \dots & 0 \\ 0 & i & \dots & 0 \\ & & \vdots & \\ 0 & 0 & \dots & i \end{bmatrix} \begin{bmatrix} a_1 \\ a_2 \\ \vdots \\ a_n \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \vdots \\ x_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix} \dots \dots \dots (2-12)$$

$$Y = [X d_1 \quad d_2 \quad \dots \quad d_n] \begin{bmatrix} \beta \\ a \end{bmatrix} + \varepsilon \dots \dots \dots (2-13)$$

أما  $D$  فتمثل مصفوفة لمجموعة من المتغيرات الوهمية التي تشير إلى الوحدة  $i$  نحصل على المصفوفة

<sup>1</sup>-Least square dammy variable.

$D = [d_1 \ d_2 \ d_3 \ d_n]$  بحجم  $nT \times n$ ، و بتجميع كل الأسطر نحصل على<sup>1</sup>:

$$Y_i = Da + X\beta + \varepsilon \dots \dots \dots (2-14)$$

### 3- نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model):

على عكس نموذج التأثيرات الثابتة يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، بحيث يقوم هذا الافتراض على أن العينة المستخدمة في التطبيق مسحوبة بشكل عشوائي وبالتالي فإن معالم انحدار النموذج تمثل العينة بأكملها، ولهذا يعامل الأثر الفردي  $\alpha_i$  كمكون عشوائي عبر المفردات بالإضافة إلى قاطع متوسط المجموعة ككل.

ومن هنا يظهر الاختلاف بين الأثر العشوائي والثابت، فالأثر الثابت ينظر إلى الأثر الفردي كانهجرف معلمتين لدالة الانحدار ناتج عن اختلاف القاطع بين الوحدات فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تأخذ قاطعا مختلفا، وفي هذه الحالة يكون الأثر الفردي مرتبطا مع المتغيرات المستقلة وبذلك يحسب الاختلاف داخل كل مجموعة بأخذ انحراف مشاهدات السلسلة الزمنية للوحدة  $i$  عن متوسطها زمن ثم يدرج الاختلاف لكل وحدة في النموذج، وبالتالي يدعى نموذج الأثر الفردي بالمقدرة ضمن الوحدات " within-Units Estimator "

في حين أن منهج الآثار العشوائية يعتبر أعم وأشمل من الأثر الثابت فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي، بحيث ينظر إلى الأثر الثابت كحالة خاصة " Within-Units " ضمن الأثر العشوائي، لأن نموذج مكونات الخطأ يجمع بين الاختلاف داخل كل وحدة عبر الفترات الزمنية بالإضافة إلى الاختلاف بين الوحدات " Between-Units "، وفيما يخص صيغة النموذج العام ذو مكونات الخطأ فيكون

$$y_{it} = a_i + \beta X'_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2-15)$$

على الشكل التالي :

$$i = 1, \dots \dots \dots, N$$

$$t = 1, \dots \dots \dots, T$$

$$a_i = a + u_i$$

ويقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية :

- الوسط الصفري :  $E[\varepsilon_{it}] = E[u_i] = 0$
- ثبات تباين حد الخطأ لمشاهدة في الوحدة  $i$  و الفترة  $t$  :  $E[\varepsilon_{it}^2] = \sigma_\varepsilon^2$
- ثبات تباين الخطأ لكل وحدة  $i$  :  $E[u_i^2] = \sigma_u^2$

<sup>1</sup>- بدروي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 210.

- انعدام الارتباط بين الخطأ العشوائي لمشاهدة ما مع الخطأ العشوائي الخاص بالوحدة :

$$E[\varepsilon_{it}, u_i] = 0 \text{ pour tout } i, t, \text{ et } j \dots \dots \dots (2-16)$$

انعدام الارتباط بين حدود خطأ مشاهدة مع و مشاهدة أخرى لفترة زمنية مختلفة ولوحدات مختلفة :

$$E[\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js}] = 0, \text{ si } t \neq s \text{ ou } i \neq j \dots \dots \dots (2-17)$$

انعدام الارتباط بين الخطأ الخاص بوحدة مع خطأ آخر لوحدة أخرى :

$$E[u_i u_j] = 0, \text{ si } i \neq j \dots \dots \dots (2-18)$$

بالإضافة إلى أن حد الخطأ يكون على الصيغة التالية<sup>1</sup> :

$$\varepsilon_{it} = a_i + u_t + u_{it} \dots \dots \dots (2-19)$$

تعتبر الأخطاء العشوائية  $a_i$ ,  $u_t$ ,  $u_{it}$  في النموذج (2-19) مستقلة، كما توضح هذه الفرضيات أن التأثيرات الخاصة الفردية والزمنية تكون خاصة لكل فرد ولكل فترة ويكون حد الخطأ  $a_i$ ,  $u_t$ ,  $u_{it}$  متجانس Homoscédastique وغير مرتبط والذي ينتج عنه أن الخاصية الفردية والزمنية تظهر على مستوى تباين المتغيرة المفسرة  $y_{it}$ .

في الحالة البسيطة يكون تأثير البعد الزمني غير موجود  $u_t = 0$  ضمن نموذج الآثار العشوائية الفردية ويكتب بالصيغة التالية:

$$y_{it} = a + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2-20)$$

مع :

$$\varepsilon_{it} = a_i + u_{it} \dots \dots \dots (2-21)$$

ويستخدم هذا النوع من النماذج في الحالة التي يكون فيها التأثير الفردي غير مرتبط تماما بالمتغيرات المقدر.

### 3-1 نموذج تقدير الآثار العشوائية:

تعتبر طريقة المربعات الصغرى المعممة المقدر الملائم للآثار العشوائية باعتبار أن المكون العشوائي  $a_i$  موجود ضمن حد الخطأ  $\varepsilon_{it}$  و  $\varepsilon_{it'}$  بحيث أن :  $cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{it'}) \neq 0$ . ولدينا الارتباط الذاتي للخطأ.

وتبين أن التقدير بواسطة MCG يقلل من المتوسط المرجح للتقدير داخل الأفراد (Within) وما بين الأفراد (Between)، بافتراض أن قيمة مصفوفة من الحجم (K,K) يتناسب عكسيا مع مصفوفة التباين  $\hat{\beta}_{Bet}$

بالتالي فإن القيمة المقدر لـ  $\beta$  يتم الحصول عليها بطريقة MCG :

<sup>1</sup> - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 214.

$$\hat{\beta}_{MCG} = \Delta \hat{\beta}_{Bet} + (1 - \Delta) \hat{\beta}_{LSDV} \dots \dots \dots (2-22)$$

الفرع الثالث: أساليب المفاضلة بين النماذج:

### 1-المفاضلة بين النموذج التجميعي ذو الآثار الثابتة

تجدر الإشارة إلى أن عملية المفاضلة بين النموذج التجميعي والنموذج الآثار الثابتة تعتمد على اختبار فيشر المذكور سابقا كما يمكن الاعتماد على القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر فإذا كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% فالنموذج الملائم هو ذو الآثار الثابتة أما إذا كانت القيمة الاحتمالية أكبر من 5 % فالنموذج الملائم هو التجميعي<sup>1</sup>.

### 2 – اختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange) :

يتم تطبيق مضاعف لاغرانج (LM) المقترح من قبل (1980) BreuschandPagan للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي و نموذج الآثار العشوائية، بحيث يعتمد هذا الاختبار على بواقي طريقة المربعات الصغرى العادية MCO، بالنسبة لنموذج التأثيرات العشوائية تكون الفرضيات.

$$H_0: \sigma_u^2 = 0: \text{ كما يلي}$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

وتعطى إحصائية اختبار لاغرانج بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_{it}^2)^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_{it}^2} - 1 \right]^2 \rightarrow \chi^2_{(1)} \dots \dots \dots (2-23)$$

فحسب فرضية العدم يتبع : مضاعف لاغرانج توزيع كاي تربيع بدرجة حرية واحدة.

ومن خلال العلاقة رقم (2-23) نلاحظ أنه إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار LM أقل من القيمة الجدولة عند درجة الحرية واحد، فإن هذا يعني رفض فرضية العدم التي تنص على أن النموذج التجميعي هو الأفضل وقبول الفرضية البديلة التي تعتبر نموذج الآثار العشوائية REM هو الملائم.

### 3- إختبار هوسمان (Hausman Test 1978):

<sup>1</sup>- أنظر الملحق رقم3، ص 109.

<sup>2</sup>- بدروي شهيناز، المرجع السابق، ص 204.



يقوم اختبار Hausman (1978) على الاختلاف الجوهرى بين التأثيرات الثابتة و العشوائية فهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات، فالبرغم من أن نصوص التحليل القياسي تشير إلى أن التأثيرات الثابتة هي الأكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر المؤسسات إلا أنه لا يمكن التأكد من ذلك إلا بعد استخدام اختبار Hausman، وذلك لمعرفة أي من التأثيرات تعتبر أكثر ملائمة لتقدير النموذج سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة أم نماذج التأثيرات العشوائية، ومن أجل تحديد أي من النموذجين ينبغي اختياره و استعماله في الدراسة، فإن فرضية العدم تستند على عدم وجود ذلك الارتباط وفي الحالة التي تكون فيها كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية منسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط فإن مقدرة التأثيرات الثابتة هي فقط منسقة و أكثر كفاءة، وعلى هذا الأساس تأخذ الفرضيتين الشكل التالي: إذا تمثلت فرضيات الاختبار.

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG} = 0 \\ M_1: \hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG} \neq 0 \end{array} \right. : 1 \text{ فيما يلي}$$

- فرضية العدم  $H_0$ ، تعني النموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية؛
  - الفرضية البديلة  $H_1$ ، تعني أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم؛
- بحيث تحسب الإحصائية كما يلي:

$$H = (\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG})' [Var(\hat{\beta}_{LSDV}) - Var(\hat{\beta}_{MCG})]^{-1} (\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG}) \dots \dots \dots (2-24)$$

حيث أن :

$$\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG} : \text{تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية؛}$$

$$Var(\hat{\beta}_{LSDV}) - Var(\hat{\beta}_{MCG}) : \text{تمثل الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لكل مقدرات التأثيرات الثابتة}$$

والتأثيرات العشوائية؛

حيث تتبع إحصائية H توزيع كاي تربيع بدرجة حرية K، فإذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية H أكبر من القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع بدرجة حرية K،  $H > \chi^2(K)$ ، يتم رفض فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية REM، و قبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة FEM هو الأفضل، أي أن التقدير بطريقة LSDV(within) غير متحيز.

<sup>1</sup> - بدرأوي شهيناز، المرجع السابق، ص 220. (بتصرف)

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج

بعد أن تطرقنا في المبحث الأول إلى الطريقة المتبعة و أدوات الدراسة، سنتعرض في هذا المبحث النتائج المتوصل إليها و ذلك ضمن المطلب الأول، أما المطلب الثاني فسنخصصه لمناقشة نتائج الدراسة و اختبار فرضياتها.

المطلب الأول: عرض النتائج

نتناول في هذا المطلب نتائج الدراسة المتوصل إليها، و سنستهل ذلك بالتحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة ثم نماذج البانل Panel Model،

الفرع الأول : نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة

لمعرفة خصائص العينة العامة لمتغيرات الدراسة، نقوم بحساب الإحصاءات الوصفية، كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (1-2) : نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة

	TSR	ROE	ROA	PIVS	PINS	PER	PBV	EPS
وحدة القياس	%	%	%	%	%	مرة	مرة	دينار أردني
Mean المتوسط الحسابي	2.623296	39.49448	2.789852	22.50041	47.15359	19.80307	1.467259	0.119889
Median	0.365000	4.760000	4.125000	12.83000	42.01000	10.95000	1.105000	0.060000
Maximum أعلى قيمة	19.04000	11081.00	35.51000	95.45000	747.7300	1716.850	5.880000	2.370000
Minimum أدنى قيمة	-3.360000	-917.7600	-94.07000	0.000000	0.000000	-1210.230	-3.580000	-0.900000
Std. Dev. الانحراف المعياري	3.516016	677.8326	12.32840	25.30932	71.11627	181.1121	1.099655	0.358497
CV معامل الاختلاف	1,3403	17,163	4,4190	1,1248	1,5082	9,1457	0,74946	2,9902
Skewness	1.073053	16.08658	-3.605739	1.079468	6.712765	4.401903	0.996849	2.983185
Kurtosis	4.231371	262.7289	28.26404	3.143946	60.62299	61.05301	6.361627	17.58102
Jarque-Bera	68.87296	770559.7	7765.619	52.66943	39382.36	38786.16	171.8479	2792.290
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	708.2900	10663.51	753.2600	6075.110	12731.47	5346.830	396.1600	32.37000
Sum Sq. Dev.	3325.478	1.24E+08	40885.16	172311.1	1360474.	8823626.	325.2858	34.57190
Observations عدد المشاهدات	270	270	270	270	270	270	270	270

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9EViews

1- التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات التابعة:

- من خلال الجدول رقم (1-2) نلاحظ أن متوسط عائد المساهم الكلي للفترة (2010-2015) هو 2,623%، حيث بلغت أعلى قيمة له 19,04% وأقل قيمة (3,36%-)، وانحراف معياري بـ 3,51 ومعامل اختلاف<sup>1</sup> قدره 134,03% وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

<sup>1</sup>معامل الاختلاف (COEFF. DE VARIATION)=(الانحراف المعياري / المتوسط الحسابي)\*100، فكلما قلت قيمته عن 15% كلما دل ذلك على تجانس قيم المتغيرة، أنظر: شيخاوي عبد العزيز، دراسة أداء قطاع الجلود والأحذية في الجزائر خلال الفترة 1974-2007، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص 42.

- من خلال الجدول رقم (1-2) نلاحظ أن متوسط عائد السهم الواحد للفترة (2010-2015) هو 0,119%، حيث بلغت أعلى قيمة له 2,37% وأقل قيمة (-0,90%)، وانحراف معياري ب 0,35 ومعامل اختلاف قدره % 299,02 وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

- من خلال الجدول رقم (1-2) نلاحظ أن متوسط حقوق المساهمين للفترة (2010-2015) هو 39,494%، حيث بلغت أعلى قيمة له 11081,00% وأقل قيمة (-917,760%)، وانحراف معياري ب 677,832 ومعامل اختلاف قدره % 1716,3 وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

- من خلال الجدول رقم (1-2) نلاحظ أن متوسط عائد على الموجودات للفترة (2010-2015) هو 4.125000%، حيث بلغت أعلى قيمة له 35,510% وأقل قيمة (-94,070%)، وانحراف معياري ب 12,328 ومعامل اختلاف قدره % 441,9 وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

- من خلال الجدول رقم (1-2) نلاحظ أن متوسط القيمة السوقية إلى العائد للفترة (2010-2015) هو 19,8030%، حيث بلغت أعلى قيمة له 1716,850% وأقل قيمة (-1210,230%)، وانحراف معياري ب 181,112 ومعامل اختلاف قدره % 914,57 وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

- من خلال الجدول رقم (1-2) نلاحظ أن متوسط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للفترة (2010-2015) هو 1,4672%، حيث بلغت أعلى قيمة له 5,8800% وأقل قيمة (-3,5800%)، وانحراف معياري ب 1,0996 ومعامل اختلاف قدره % 74,946 وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

## 2- التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة:

- من خلال الجدول رقم (1-2) نلاحظ أن متوسط ملكية المسيرين التأسيسيين أفراد للفترة (2010-2015) هو 22,500%، حيث بلغت أعلى قيمة له 95,45% وأقل قيمة (-0,00%)، وانحراف معياري ب 25,3093 ومعامل اختلاف قدره % 112,48 وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

- من خلال الجدول رقم (1-2) نلاحظ أن متوسط ملكية المسيرين التأسيسيين شركات للفترة (2010-2015) هو 47,153%، حيث بلغت أعلى قيمة له 747.7300% وأقل قيمة (-0,00%)، وانحراف معياري ب 71,1162 ومعامل اختلاف قدره % 150,82 وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

جدول رقم (2-2) : نتائج التحليل الإحصائي مصفوفة الارتباط

	TSR	ROE	ROA	PER	PBV	EPS	PINS	PIVS
TSR	1	0,084	0,484**	-0,017	0,275**	0,582** <sup>1</sup>	0,010	0,132* <sup>2</sup>
ROE	0,084	1	0,065	0,000	0,000	0,056	-0,037	0,067
ROA	0,484**	0,065	1	0,22	0,148*	0,557**	0,047	0,087
PER	-0,017	0,000	0,222	1	-0,044	0,000	-0,018	0,117
PBV	0,275**	0,000	0,148*	-0,044	1	0,381**	0,067	-0,068
EPS	0,582**	0,056	0,557**	0,000	0,381**	1	0,049	-0,76
PINS	0,010	-0,037	0,047	-0,018	0,067	0,049	1	-0,281**
PIVS	0,132*	0,067	0,087	0,117	-0,068	-0,076	-0,281**	1

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج SPSS نسخة 22

### الفرع الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة

من خلال الجدول رقم (2-2) نلاحظ وجود ارتباط إيجابي ذو دلالة بين المتغيرات التابعة فيما بينها، حيث قدر معامل الارتباط بين عائد السهم الواحد بـ 0,484، 0,275، 0,582، على التوالي بالإضافة إلى وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل المتمثل في نسبة ملكية المسيرين الأفراد وعائد المساهم الكلي حيث قدر بـ 0,132، أما عن علاقة عائد السهم الواحد بالعائد على الأصول فقد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha = 1\%$  حيث بلغ معامل ارتباطها 0,557، وجود علاقة ارتباط سالب ذات دلالة بين المتغيرين المستقلين المتمثلين في نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين ونسبة ملكية المسيرين الأفراد حيث قدر معاملها بـ (-0,281) كما بلغ معامل الارتباط ذو الدلالة الإحصائية بين عائد السهم الواحد و القيمة السوقية إلى الدفترية 0,381. بينما العلاقة بين القيمة السوقية إلى الدفترية ومعدل العائد على الأصول فقد كانت إيجابية وذات دلالة وذلك تبعاً لمعامل الارتباط الذي بلغ (0,148).

### الفرع الثالث: تقدير نماذج الدراسة.

لقياس طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع تم الاعتماد على نماذج البانل، حيث قمنا بتقدير نماذج الدراسة كما يلي:

### الفرع الثالث: الدراسة القياسية لأثر ملكية المسيرين و الأفراد على مؤشرات الأداء المالي

#### 1-تقدير أثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية:

<sup>1</sup> \* الارتباط ذو دلالة عند مستوى 1%.

<sup>2</sup> \*\* الارتباط ذو دلالة عند مستوى 5%.

1-1- تقدير النموذج:

$$PBV_{it} = a_i + \beta_1 PINS_{it} + \beta_2 PIVS_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لنماذج الانحدار الثلاثة (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية)

الجدول رقم (2-3): معاملات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية.

المتغير التابع: يمثل القيمة السوقية إلى الدفترية						
الفترة: 2010-2015 N=45 T=6 مشاهدات البانل: 270 = 45x6 مشاهدة.						
نموذج الأثر العشوائي		نموذج الأثر الثابت		النموذج التجميعي		المعلومات
مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0,0000	0,57337***	0,0000	1,61016***	0,0000	1,48155***	<b>Constante</b>
0,9556	-3,80257×10 <sup>-5</sup>	0,8652	-0,00011845	0,4154	0,000801413	<b>PINS</b>
0,2225	-0,00463617	0,2238	-0,00610283	0,4025	-0,00231474	<b>PIVS</b>
0,068		0,701063		0,007074		<b>R- squared</b>
0,475113		1,22 × 10 <sup>-37</sup>		0,387611		<b>Prob(F-statistic)</b>
PBV=1,574-3,802 PINS-0,0046 PIVS		PBV=1,61-0,000118 PINS-0,0061 PIVS		PBV=1,48+0,0008 PINS-0,0023 PIVS		<b>المعادلة المقدرة</b>

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 2

1-2- اختبار F للمفاضلة بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة:

وتتمثل فرضيات النموذج فما يلي:

- فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي PRM؛ والذي يعني تساوي الحد الثابت لكل مؤسسة.
- الفرضية البديلة  $H_1$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة FEM؛ والذي يعني أن لكل مؤسسة حد ثابت.

الجدول رقم: (2-4) نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة لتحديد النموذج الأمثل قمنا بالاختبارات التالية:

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F(44, 223)
بما أن القيمة الاحتمالية لاختبار F تقل عن المعنوية 5% نرفض فرضية العدم $H_0$ ونقبل فرضية البديلة $H_1$ أي هذا يعني أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل.	0,05	$5,9112 \times 10^{-38}$

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 3.

### 3-1 اختبار Breusch and Pagan -LM للمفاضلة بين النموذج التجميعي والعشوائي:

يمكن اختبار مضاعف لاغرانج (LM) من الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية (1980)، Breusch and Pagan، إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار (LM) أقل من القيمة المحدولة عند درجة الحرية واحد، هذا يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

$$H_0: \sigma_u^2 = 0 \quad \text{وتتمثل فرضيات النموذج في ما يلي:}$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

- فرضية العدم  $H_0$ : تعني أن النموذج التجميعي Pooled هو النموذج الملائم؛

- الفرضية البديلة  $H_1$ : تعني أن النموذج الآثار العشوائية REM هو الملائم؛

### الجدول رقم : (2-5) اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لإحصائية LM
بما أن القيمة الاحتمالية لإحصائية LM تقل عن نسبة المعنوية 5% نرفض فرضية العدم $H_0$ ونقبل الفرضية البديلة $H_1$ والنموذج الأفضل هو العشوائي.	0,05	$3,917557 \times 10^{-61}$

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 3.

### 4-1 اختبار Hausman للمفاضلة بين النموذج الآثار العشوائية و نموذج الآثار الثابتة:

- وللإشارة يقوم اختبار Hausman على الفرضيات التالية:

$H_0$ : نموذج الآثار العشوائية؛

$H_1$ : نموذج الآثار الثابتة؛

بحيث :

- تشير فرضية العدم  $H_0$  إلى عدم الارتباط بين المتغيرات التفسيرية و الآثار الثابتة أي أن الآثار العشوائية متسقة وفعالة؛

- تشير الفرضية البديلة  $H_1$  إلى الآثار العشوائية غير متسقة بالتالي يكون نموذج الآثار الثابتة متسق؛

الجدول رقم: (2-6) نتائج اختبار هوسمان

نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman	$\chi^2_{(2)}$	القيمة المحسوبة لإحصائية Hausman
5%	0,605307	5,991	1,00404

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 3.

يتضح من خلال الجدول أعلاه رقم (2-5) أن القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع  $\chi^2_{(2)}$  لاختبار الفروق بين جميع المعاملات تساوي  $\chi^2_{(2)} = 5,991$  و هي تقابل القيمة الاحتمالية المساوية ل  $PV = 0,605307$  و التي تفوق بنسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  و نرفض الفرضية  $H_1$  بمعنى أن نموذج الآثار الثابتة غير متسق و بالتالي نختار نموذج الآثار العشوائية فهو النموذج الأفضل.

نلاحظ من خلال اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

1-5 التحليل الإحصائي لنموذج الآثار العشوائية لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية

الجدول رقم: (2-7) اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية

نموذج الأثر العشوائي		المعلومات
مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0,0000	1,57337***	Constante
0,9556	$-3,80257 \times 10^{-5}$	PINS
0,2225	-0,00463617	PIVS
0,00444827		R- squared
0,475113		Prob(F-statistic)
PBV=1,574-3,802 PINS-0,0046 PIVS		المعادلة المقدره

### 6-1 اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج:

➤ بالنسبة للثابت **Const**:

- الفرضية  $H_0$ : الثابت ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : الثابت له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من الجدول رقم (7-2) نلاحظ أن الاحتمال الحرج **P. critique** (المعنوية) المساوي لـ  $7,40 \times 10^{-21}$  أقل من 0,05 ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  هذا يعني أن الثابت له معنوية إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

➤ بالنسبة لملكية المسيرين التأسيسيين **PINS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PINS** ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : **PINS** له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من خلال الجدول رقم (7-2) أن  $\text{Prob} = 0,9556$  أكبر من 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

➤ بالنسبة لملكية المسيرين الأفراد **PIVS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PIVS** ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : **PIVS** له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من خلال الجدول رقم (7-2) أن  $\text{Prob} = 0,2225$  و التي تفوق 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين الأفراد ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

### 7-1 اختبار القدرة التفسيرية لنموذج $R^2$ : من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج العشوائي نلاحظ أن

معامل التحديد  $R\text{-Squared} = 0,00444827$  وهذا يعني أن الحد الثابت يفسر القيمة السوقية إلى الدفترية بنسبة 0,444827%. أما المتغيرتين المستقلتين لا تفسر القيمة السوقية إلى الدفترية.

### 8-1 اختبار صلاحية النموذج:

نلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر (**F-Statistic**) **Prob** المساوي لـ 0,475113 أكبر من نسبة المعنوية  $\alpha = 5\%$  فهذا يعني أن النموذج ليس مقبول إحصائياً.



2- تقدير أثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد السهم الواحد:

2-1- تقدير النموذج:

$$EPS_{it} = a_i + \beta_1 PINS_{it} + \beta_2 PIVS_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لنماذج الانحدار الثلاثة (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية)

الجدول رقم (2-8): معلمات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد.

المتغير التابع: يمثل عائد السهم الواحد						
الفترة: 2010-2015 N=45 T=6 مشاهدات البانل: 270 = 45×6 مشاهدة.						
نموذج الأثر العشوائي		نموذج الأثر الثابت		النموذج التجميعي		المعلمات
مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0,0126	0,139153**	6,54	0,136182***	0,0002	0,134126***	<b>Constante</b>
0,8423	-3,69700×10 <sup>-5</sup>	0,7771	-5,34775×10 <sup>-5</sup>	0,6362	0,0000151717	<b>PINS</b>
0,4890	-0,000778679	0,6517	-0,000612076	0,2919	-0,000950686	<b>PIVS</b>
0,00505429		0,793931		0,006544		<b>R- squared</b>
0,775267		1,76		0,416229		<b>Prob(F-statistic)</b>
EPS=0,1391-3,69700 × 10 <sup>-05</sup> PINS+0,00505429		EPS=0,1361-5,34775× 10 <sup>-05</sup> PINS-0,0006120 PIVS		EPS=0,1341+0,000015 PINS-0,0009506 PIVS		<b>المعادلة المقدرة</b>

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 4

2-2- اختبار F للمفاضلة بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة:

وتتمثل فرضيات النموذج فما يلي:

- فرضية العدم H<sub>0</sub>، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي PRM؛ والذي يعني تساوي الحد الثابت لكل مؤسسة.

-الفرضية البديلة  $H_1$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة FEM؛ والذي يعني أن لكل مؤسسة حد ثابت.

الجدول رقم: (9-2) نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة لتحديد النموذج الأمثل قمنا بالاختبارات التالية:

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر (44, 223) F
بما أن القيمة الاحتمالية لاختبار F تقل عن المعنوية 5% نرفض فرضية العدم $H_0$ ونقبل فرضية البديلة $H_1$ أي هذا يعني أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل.	0,05	$7,29853 \times 10^{-055}$

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 5.

### 3-2 اختبار Breusch and Pagan -LM للمفاضلة بين النموذج التجميعي والعشوائي:

يمكن اختبار مضاعف لاغرانج (LM) من الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية (1980)، Breusch and Pagan، إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار (LM) أقل من القيمة الجدولة عند درجة الحرية واحد، هذا يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

$$H_0: \sigma_u^2 = 0 \quad \text{وتتمثل فرضيات النموذج في ما يلي:}$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

- فرضية العدم  $H_0$  : تعني أن النموذج التجميعي Pooled هو النموذج الملائم؛

- الفرضية البديلة  $H_1$  : تعني أن النموذج الآثار العشوائية REM هو الملائم؛

### الجدول رقم : (10-2) اختبار مضاعف لاغرانج (Breusch and Pagan (1980)

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لإحصائية LM
بما أن القيمة الاحتمالية لإحصائية LM تقل عن نسبة المعنوية 5% نرفض فرضية العدم $H_0$ ونقبل الفرضية البديلة $H_1$ والنموذج الأفضل هو العشوائي.	0,05	$1,69127 \times 10^{-084}$

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 5.

### 4-2 اختبار Hausman للمفاضلة بين النموذج الآثار العشوائية و نموذج الآثار الثابتة:

- وللإشارة يقوم اختبار Hausman على الفرضيات التالية:

$H_0$ : نموذج الآثار العشوائية

$H_1$ : نموذج الآثار الثابتة

بحيث :

- تشير فرضية العدم  $H_0$  إلى عدم الارتباط بين المتغيرات التفسيرية و الآثار الثابتة أي أن الآثار العشوائية متسقة وفعالة؛

- تشير الفرضية البديلة  $H_1$  إلى الآثار العشوائية غير متسقة بالتالي يكون نموذج الآثار الثابتة متسق؛

الجدول رقم: (11-2) نتائج اختبار هوسمان

نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman	$\chi^2_{(2)}$	القيمة المحسوبة لإحصائية Hausman
5%	0,84733	5,991	0,331329

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 5.

يتضح من خلال الجدول أعلاه رقم (11-2) أن القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع  $\chi^2_{(2)}$  لاختبار الفروق بين جميع المعاملات تساوي  $\chi^2_{(2)} = 5,991$  و هي تقابل القيمة الاحتمالية المساوية لـ  $PV = 0,84733$  و التي تفوق بنسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  و نرفض الفرضية  $H_1$  بمعنى أن نموذج الآثار الثابتة غير متسق و بالتالي نختار نموذج الآثار العشوائية فهو النموذج الأفضل.

نلاحظ من خلال اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

2-5 التحليل الإحصائي لنموذج الآثار العشوائية لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد

السهم الواحد

الجدول رقم: (2-8) اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد

المعلومات		نموذج الأثر العشوائي
قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	
0,139153**	0,0126	Constante
$-3,69700 \times 10^{-05}$	0,8423	PINS
-0,000778679	0,4890	PIVS
0,00505429		R- squared
0,775267		Prob(F-statistic)
المعادلة المقدره		EPS=0,1391-3,69700× 10 <sup>-05</sup> PINS+0,00505429PIVS

## 6-2 اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج:

➤ بالنسبة للثابت **Const**:

- الفرضية  $H_0$ : الثابت ليس له معنوية إحصائية؛

- الفرضية  $H_1$ : الثابت له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من الجدول رقم (2-12) نلاحظ أن الاحتمال الحرج **P. critique** (المعنوية) المساوي لـ 0,139153 أكبر من 0,05 ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  هذا يعني أن الثابت له معنوية إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

➤ بالنسبة لملكية المسيرين التأسيسيين **PINS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PINS** ليس له معنوية إحصائية؛

- الفرضية  $H_1$ : **PINS** له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-12) أن  $\text{Prob} = 3,69700 \times 10^{-05}$  أقل من 0,05 وبالتالي نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

➤ بالنسبة لملكية المسيرين الأفراد PIVS:

➤ الفرضية  $H_0$ : PIVS ليس له معنوية إحصائية؛

➤ الفرضية  $H_1$ : PIVS له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-12) أن  $\text{Prob} = -0,000778679$  و التي تقل 0,05 وبالتالي نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين الأفراد لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

### 7-2 اختبار القدرة التفسيرية لنموذج $R^2$ :

من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج العشوائي نلاحظ أن معامل التحديد R-Squared = 0,00505429 وهذا يعني أن الحد الثابت يفسر عائد السهم الواحد بنسبة 0,505429%. أما المتغيرتين المستقلتين لا تفسر عائد السهم الواحد.

### 8-2 اختبار صلاحية النموذج:

نلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر (F-Statistic) Prob المساوي لـ 0,775267 أكبر من نسبة المعنوية  $\alpha = 5\%$  فهذا يعني أن النموذج ليس مقبول إحصائياً.

3- تقدير أثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد على الموجودات:

3-1 تقدير النموذج:

$$ROA_{it} = a_i + \beta_1 PINS_{it} + \beta_2 PIVS_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لنماذج الانحدار الثلاثة (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية)

الجدول رقم (2-13): معاملات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على الموجودات.

المتغير التابع: يمثل عائد على الموجودات						
الفترة: 2010-2015 N=45 T=6 مشاهدات البانل: 270 = 45×6 مشاهدة.						
المعلومات		النموذج التجميعي		نموذج الأثر الثابت		نموذج الأثر العشوائي
قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة
0,959843	0,4356	3,00223 *	0,0762	2,00225	0,2622	Constante
0,0135063	0,2198	0,00393571	0,6790	0,00534164	0,5605	PINS
0,0530275*	0,0868	-0,0176867	0,7956	0,0238095	0,5912	PIVS
0,013161		0,558204		0,0130847		R- squared
0,170566		7,22 × 10 <sup>-10</sup>		1,31926 × 10 <sup>-032</sup>		Prob(F-statistic)
ROA=0,959+0,01350 PINS+0,05302 PIVS		ROA=3,002 -0,0039 PINS-0,01768 PIVS		ROA=2,002 +0,0053 PINS+0,0238 PIVS		المعادلة المقدر

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 6

3-2- اختبار F للمفاضلة بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة:

وتتمثل فرضيات النموذج فما يلي:

- فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي PRM؛ والذي يعني تساوي الحد الثابت لكل مؤسسة.

-الفرضية البديلة  $H_1$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة FEM؛ والذي يعني أن لكل مؤسسة حد ثابت.

الجدول رقم:(2-14) نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة لتحديد النموذج الأمثل قمنا بالاختبارات التالية:

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F(44, 223)
بما أن القيمة الاحتمالية لاختبار F تقل عن المعنوية 5% نرفض فرضية العدم $H_0$ ونقبل فرضية البديلة $H_1$ أي هذا يعني أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل...	0,05	$7,4389 \times 10^{-021}$

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 7.

### 3-3 اختبار Breusch and Pagan -LM للمفاضلة بين النموذج التجميعي والعشوائي:

يمكن اختبار مضاعف لاغرانج (LM) من الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية (1980)، Breusch and Pagan، إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار (LM) أقل من القيمة المحدولة عند درجة الحرية واحد، هذا يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

$$H_0: \sigma_u^2 = 0 \quad \text{وتمثل فرضيات النموذج في ما يلي:}$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

- فرضية العدم  $H_0$  : تعني أن النموذج التجميعي Pooled هو النموذج الملائم؛

- الفرضية البديلة  $H_1$  : تعني أن النموذج الآثار العشوائية REM هو الملائم؛

### الجدول رقم : (2-15) اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لإحصائية LM
بما أن القيمة الاحتمالية لإحصائية LM تقل عن نسبة المعنوية 5% نرفض فرضية العدم $H_0$ و نقبل الفرضية البديلة $H_1$ والنموذج الأفضل هو العشوائي.	0,05	$1,3192 \times 10^{-032}$

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 7.

3-4 اختبار Hausman المفاضلة بين النموذج الآثار العشوائية و نموذج الآثار الثابتة:

- وللإشارة يقوم اختبار Hausman على الفرضيات التالية:

$H_0$ : نموذج الآثار العشوائية

$H_1$ : نموذج الآثار الثابتة

بحيث :

- تشير فرضية العدم  $H_0$  إلى عدم الارتباط بين المتغيرات التفسيرية و الآثار الثابتة أي أن الآثار العشوائية متسقة وفعالة؛

- تشير الفرضية البديلة  $H_1$  إلى الآثار العشوائية غير متسقة بالتالي يكون نموذج الآثار الثابتة متسق؛

الجدول رقم: (2-16) نتائج اختبار هوسمان

نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman	$\chi^2_{(2)}$	القيمة المحسوبة لإحصائية Hausman
%5	0,452742	5,991	1,58487

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 7.

يتضح من خلال الجدول أعلاه رقم (2-5) أن القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع  $\chi^2_{(2)}$  لاختبار الفروق بين جميع المعاملات تساوي  $\chi^2_{(2)} = 5,991$  و هي تقابل القيمة الاحتمالية المساوية ل  $PV = 0,452742$  و التي تفوق بنسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  و نرفض الفرضية  $H_1$  بمعنى أن نموذج الآثار الثابتة غير متسق و بالتالي نختار نموذج الآثار العشوائية فهو النموذج الأفضل.

نلاحظ من خلال اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

3-5 التحليل الإحصائي لنموذج الآثار العشوائية لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد على

الموجودات



الجدول رقم: (2-13) اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على الموجودات.

المعلومات		نموذج الأثر العشوائي
المعلمة	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية
Constante	2,00225	0,2622
PINS	0,00534164	0,5605
PIVS	0,0238095	0,5912
R- squared	0,0130847	
Prob(F-statistic)	$1,31926 \times 10^{-032}$	
المعادلة المقدرة	ROA=2,002 +0,0053 PINS+0,0238 PIVS	

### 3-6 اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج:

#### ➤ بالنسبة للثابت **Const**:

- الفرضية  $H_0$ : الثابت ليس له معنوية احصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : الثابت له معنوية احصائية؛

نلاحظ من الجدول رقم (2-13) نلاحظ أن الاحتمال الحرج **P. critique** (المعنوية) المساوي لـ 0,2622 أكبر من 0,05 ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  هذا يعني أن الثابت ليس له معنوية إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

#### ➤ بالنسبة لملكية المسيرين التأسيسيين **PINS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PINS** ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : **PINS** له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-13) أن Prob =0,5605 أكبر من 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

➤ بالنسبة لملكية المسيرين الأفراد **PIVS**:

➤ الفرضية  $H_0$ : **PIVS** ليس له معنوية إحصائية؛

➤ الفرضية  $H_1$ : **PIVS** له معنوية إحصائية.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-13) أن  $\text{Prob} = 0,5912$  و التي تفوق  $0,05$  وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين الأفراد ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

**3-7 اختبار القدرة التفسيرية لنموذج  $R^2$** : من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج العشوائي نلاحظ أن معامل التحديد  $R\text{-Squared} = 0,0130847$  وهذا يعني أن الحد الثابت يفسر عائد على الموجودات بنسبة 1,330847%.

أما المتغيرتين المستقلتين لا تفسر عائد على الموجودات.

**3-8 اختبار صلاحية النموذج:**

نلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر (**F-Statistic**) المساوي ل

$1,31926 \times 10^{-032}$  أكبر من نسبة المعنوية  $\alpha = 5\%$  فهذا يعني أن النموذج ليس مقبول إحصائياً.

**4-4- تقدير أثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد على حقوق المساهمين:**

**4-1- تقدير النموذج:**

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_1 PINS_{it} + \beta_2 PIVS_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لنماذج الانحدار الثلاثة (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية)

الجدول رقم (2-18): معلمات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على حقوق المساهمين.

المتغير التابع: يمثل عائد على حقوق المساهمين						
الفترة: 2010-2015 N=45 T=6 مشاهدات البانل: 270 = 45×6 مشاهدة.						
المعلومات		النموذج التجميعي		نموذج الأثر العشوائي		نموذج الأثر الثابت
قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة
11,9190	0,8607	-28,6830	0,8216	11,4413	0,8676	Constante
-0,193837	0,7494	-0,0333955	0,9629	-0,188579	0,7563	PINS
1,63178	0,3390	3,10005	0,5472	1,64199	0,3416	PIVS
R- squared		0,004821		0,00482093		0,168939
Prob(F-statistic)		0,524560		0,532564		0,505321
المعادلة المقدرة		ROE=11,9190-0,193837PINS+1,63178PIVS		ROE=11,4413-0,188579PINS+1,64199PIVS		ROE=-28,6830-0,0333955PINS+3,10005PIVS

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 8

#### 4-2- اختبار F للمفاضلة بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة:

وتتمثل فرضيات النموذج فما يلي:

- فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي PRM؛ والذي يعني تساوي الحد الثابت لكل مؤسسة.
- الفرضية البديلة  $H_1$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة FEM؛ والذي يعني أن لكل مؤسسة حد ثابت.

## الفصل الثاني: دراسة حالة عينة من المؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات

الجدول رقم: (2-19) نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة لتحديد النموذج الأمثل قمنا بالاختبارات التالية:

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F(44, 223)
بما أن القيمة الاحتمالية لاختبار F أكبر عن المعنوية 5% نقبل فرضية العدم $H_0$ ونرفض فرضية البديلة $H_1$ أي هذا يعني أن نموذج الآثار التجميعي هو الأفضل.	0,05	0,477708

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 9.

### 3-4 اختبار Breusch and Pagan -LM للمفاضلة بين النموذج التجميعي والعشوائي:

يمكن اختبار مضاعف لاغرانج (LM) من الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية (1980)، Breusch and Pagan، إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار (LM) أقل من القيمة الجدولة عند درجة الحرية واحد، هذا يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

$$H_0: \sigma_u^2 = 0 \quad \text{وتتمثل فرضيات النموذج في ما يلي:}$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

- فرضية العدم  $H_0$ : تعني أن النموذج التجميعي Pooled هو النموذج الملائم؛

- الفرضية البديلة  $H_1$ : تعني أن النموذج الآثار العشوائية REM هو الملائم؛

### الجدول رقم : (2-20) اختبار مضاعف لاغرانج (Breusch and Pagan (1980)

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لإحصائية LM
بما أن القيمة الاحتمالية لإحصائية LM أكبر عن نسبة المعنوية 5% نقبل فرضية العدم $H_0$ و نرفض الفرضية البديلة $H_1$ والنموذج الأفضل هو التجميعي.	0,05	0,944014

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 9.

### 4-4 اختبار Hausman للمفاضلة بين النموذج الآثار العشوائية و نموذج الآثار الثابتة:

- وللإشارة يقوم اختبار Hausman على الفرضيات التالية:

$H_0$ : نموذج الآثار العشوائية

$H_1$ : نموذج الآثار الثابتة

بحيث :

- تشير فرضية العدم  $H_0$  إلى عدم الارتباط بين المتغيرات التفسيرية و الآثار الثابتة أي أن الآثار العشوائية متسقة وفعالة؛

- تشير الفرضية البديلة  $H_1$  إلى الآثار العشوائية غير متسقة بالتالي يكون نموذج الآثار الثابتة متسق؛

الجدول رقم: (2-21) نتائج اختبار هوسمان

نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman	$\chi^2_{(2)}$	القيمة المحسوبة لإحصائية Hausman
%5	0,851114	5,991	0,322419

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 9.

يتضح من خلال الجدول أعلاه رقم (2-5) أن القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع  $\chi^2_{(2)}$  لاختبار الفروق بين جميع المعاملات تساوي  $\chi^2_{(2)} = 5,991$  و هي تقابل القيمة الاحتمالية المساوية لـ  $PV = 0,851114$  و التي تفوق بنسبة المعنوية %5 وبالتالي تقبل الفرضية  $H_0$  و نرفض الفرضية  $H_1$  بمعنى أن نموذج الآثار الثابتة غير متسق و بالتالي نختار نموذج الآثار العشوائية فهو النموذج الأفضل.

نلاحظ من خلال اختبارات المقاضلة بين النماذج الثلاثة أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

4-5 التحليل الإحصائي لنموذج الآثار العشوائية لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد على

حقوق المساهمين

الجدول رقم: (2-18) اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين

والأفراد على عائد على حقوق المساهمين

نموذج الأثر العشوائي		المعلومات
مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0,8676	11,4413	Constante
0,7563	-0,188579	PINS
0,3416	1,64199	PIVS
0,00482093		R- squared
0,532564		Prob(F-statistic)
ROE=11,4413-0,188579PINS+1,64199PIVS		المعادلة المقدره

#### 6-4 اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج:

➤ بالنسبة للثابت **Const**:

- الفرضية  $H_0$ : الثابت ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : الثابت له معنوية إحصائية.

نلاحظ من الجدول رقم (2-18) نلاحظ أن الاحتمال الحرج **P. critique** (المعنوية) المساوي لـ 0,8676 أكبر من 0,05 ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  هذا يعني أن الثابت ليس له معنوية إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

➤ بالنسبة لملكية المسيرين التأسيسيين **PINS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PINS** ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : **PINS** له معنوية إحصائية.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-18) أن  $\text{Prob} = 0,7563$  أكبر من 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

➤ بالنسبة لملكية المسيرين الأفراد **PIVS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PIVS** ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : **PIVS** له معنوية إحصائية.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-18) أن  $\text{Prob} = 0,3416$  و التي تفوق 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين الأفراد ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

**7-4 اختبار القدرة التفسيرية لنموذج  $R^2$** : من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج العشوائي نلاحظ أن معامل التحديد  $R\text{-Squared} = 0,00482093$  وهذا يعني أن الحد الثابت يفسر عائد على حقوق المساهمين بنسبة 0,482093%. أما المتغيرتين المستقلتين لا تفسر عائد على حقوق المساهمين.

#### 8-4 اختبار صلاحية النموذج:

نلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر (**F-Statistic**) **Prob** المساوي لـ 0,532564 أكبر من نسبة المعنوية  $\alpha = 5\%$  فهذا يعني أن النموذج ليس مقبول إحصائياً.

5- تقدير أثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على العائد المساهم الكلي:

5-1- تقدير نموذج:

$$TSR_{it} = a_i + \beta_1 PINS_{it} + \beta_2 PIVS_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لنماذج الانحدار الثلاثة (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية)

الجدول رقم (2-23): معاملات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد المساهم الكلي

المتغير التابع: يمثل القيمة العائد المساهم الكلي						
الفترة: 2010-2015 N=45 T=6 مشاهدات البانل: 270 = 45x6 مشاهدة.						
نموذج الآثار العشوائي		نموذج الأثر الثابت		النموذج التجميعي		المعاملات
مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0.0000	2,40558***	0.0000	2,53274***	0.0000	2,04636 ***	Constante
0,9682	7,64094X10 <sup>-05</sup>	0,9822	-4.34850X10 <sup>-05</sup>	0,4183	0,00253004	PINS
0,4018	0,00951617	0,7688	0,00411599	0,0211	0,0203393**	PIVS
0,0177119		0,771480		0,019849		R- squared
0,70364		9,58e-50		0,068805		Prob(F-statistic)
TSR=2,40+7,64094X10 <sup>-05</sup> PINS+0,0095 PIVS		TSR=2,53--4.34850X10 <sup>-05</sup> PINS+0,0041 PIVS		TSR=2,04+0,0025PINS+0,0203 PIVS		المعادلة المقدرة

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 10

5-2- اختبار F للمفاضلة بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة:

وتتمثل فرضيات النموذج فما يلي:

- فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي PRM؛ والذي يعني تساوي الحد الثابت لكل مؤسسة.

-الفرضية البديلة  $H_1$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة FEM؛ والذي يعني أن لكل مؤسسة حد ثابت.

الجدول رقم:(2-24) نتائج اختبار (fisher) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة لتحديد النموذج الأمثل قمنا بالاختبارات التالية:

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F(44, 223)
بما أن القيمة الاحتمالية لاختبار F تقل عن المعنوية 5% نرفض فرضية العدم $H_0$ ونقبل فرضية البديلة $H_1$ أي هذا يعني أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل.	0,05	$1,68464 \times 10^{-049}$

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 11.

### 3-5 اختبار Breusch and Pagan -LM للمفاضلة بين النموذج التجميعي والعشوائي:

يمكن اختبار مضاعف لاغرانج (LM) من الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية (1980)، Breusch and Pagan، إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار (LM) أقل من القيمة الجدولة عند درجة الحرية واحد، هذا يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

$$H_0: \sigma_u^2 = 0 \quad \text{وتتمثل فرضيات النموذج في ما يلي:}$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

- فرضية العدم  $H_0$  : تعني أن النموذج التجميعي Pooled هو النموذج الملائم؛

- الفرضية البديلة  $H_1$  : تعني أن النموذج الآثار العشوائية REM هو الملائم؛

### الجدول رقم : (2-25) اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لإحصائية LM
بما أن القيمة الاحتمالية لإحصائية LM تقل عن نسبة المعنوية 5% نرفض فرضية العدم $H_0$ و نقبل الفرضية البديلة $H_1$ والنموذج الأفضل هو العشوائي.	0,05	$2,6609 \times 10^{-077}$

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 11.

### 4-5 اختبار Hausman للمفاضلة بين النموذج الآثار العشوائية و نموذج الآثار الثابتة:



- وللإشارة يقوم اختبار **Hausman** على الفرضيات التالية:

$H_0$ : نموذج الآثار العشوائية

$H_1$ : نموذج الآثار الثابتة

بحيث :

- تشير فرضية العدم  $H_0$  إلى عدم الارتباط بين المتغيرات التفسيرية و الآثار الثابتة أي أن الآثار العشوائية متسقة وفعالة؛

- تشير الفرضية البديلة  $H_1$  إلى الآثار العشوائية غير متسقة بالتالي يكون نموذج الآثار الثابتة متسق؛

الجدول رقم: (2-26) نتائج اختبار هوسمان

نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار <b>Hausman</b>	$\chi^2_{(2)}$	القيمة المحسوبة لإحصائية <b>Hausman</b>
5%	0,592277	5,991	1,04756

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 11.

يتضح من خلال الجدول أعلاه رقم (2-26) أن القيمة المحدولة لتوزيع كاي تربيع  $\chi^2_{(2)}$  لاختبار الفروق بين جميع المعاملات تساوي  $\chi^2_{(2)} = 5,991$  و هي تقابل القيمة الاحتمالية المساوية ل  $PV = 0,592277$  و التي تفوق بنسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  و نرفض الفرضية  $H_1$  بمعنى أن نموذج الآثار الثابتة غير متسق و بالتالي نختار نموذج الآثار العشوائية فهو النموذج الأفضل.

نلاحظ من خلال اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

5-5 التحليل الإحصائي لنموذج الآثار العشوائية لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على عائد المساهم الكلي

## الفصل الثاني: دراسة حالة عينة من المؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات

الجدول رقم: (2-23) اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد المساهم الكلي

المعلومات		نموذج الأثر العشوائي
المعلمة	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية
Constante	2,40558***	0.0000
PINS	$7,64094 \times 10^{-05}$	0,9682
PIVS	0,00951617	0,4018
R- squared	0,0177119	
Prob(F-statistic)	0,70364	
المعادلة المقدرة	TSR=2,40+7,64094X10 <sup>-05</sup> PINS+0,0095 PIVS	

### 5-6- اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج:

➤ بالنسبة للثابت **Const**:

- الفرضية  $H_0$ : الثابت ليس له معنوية احصائية؛

- الفرضية  $H_1$ : الثابت له معنوية احصائية.

نلاحظ من الجدول رقم (2-23) نلاحظ أن الاحتمال الحرج **P. critique** (المعنوية) المساوي لـ  $8,60 \times 10^{-06}$  أقل من 0,05 ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  هذا يعني أن الثابت له معنوية إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

➤ بالنسبة لملكية المسيرين التأسيسيين **PINS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PINS** ليس له معنوية إحصائية؛

- الفرضية  $H_1$ : **PINS** له معنوية إحصائية.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-23) أن  $\text{Prob} = 0,9682$  أكبر من 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%

➤ بالنسبة لملكية المسيرين الأفراد PIVS:

➤ الفرضية  $H_0$ : PIVS ليس له معنوية إحصائية؛

➤ الفرضية  $H_1$ : PIVS له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-23) أن  $\text{Prob} = 0,4018$  و التي تفوق  $0,05$  وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين الأفراد ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية  $5\%$ .

5-7 اختبار القدرة التفسيرية لنموذج  $R^2$ : من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج العشوائي نلاحظ أن معامل التحديد  $R\text{-Squared} = 0,0177119$  وهذا يعني أن الحد الثابت يفسر العائد المساهم الكلي بنسبة  $1,77119\%$ .

أما المتغيرتين المستقلتين لا تفسر العائد المساهم الكلي.

5-8 اختبار صلاحية النموذج:

نلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر (F-Statistic) المساوي ل  $0,70364$  أكبر من نسبة المعنوية  $\alpha = 5\%$  فهذا يعني أن النموذج ليس مقبول إحصائياً.

6- تقدير أثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على القيمة السوقية للعائد:

6-1- تقدير النموذج:

$$PER_{it} = a_i + \beta_1 PINS_{it} + \beta_2 PIVS_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لنماذج الانحدار الثلاثة (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية)

## الفصل الثاني: دراسة حالة عينة من المؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات

الجدول رقم (2-28): معاملات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية للعائد.

المتغير التابع: يمثل القيمة السوقية للعائد.						
الفترة: 2010-2015 N=45 T=6 مشاهدات البانل: 270 = 45×6 مشاهدة.						
المعلومات		النموذج التجميعي		نموذج الأثر الثابت		نموذج الأثر العشوائي
قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	مستوى المعنوية	قيمة المعلمة
0,9281	0,9280	-1,63140	0,3497	31,9405	0,7998	-1,63140
0,0409013	0,0557	0,866912 *	0,9167	0,0201075	0,0557	0,866912*
0,8000	0,0138422	0,162444	0,6737	-0,581573	0,0138422	0,162444
0,866912 *	0,153528	0,585618	0,8000	0,0409013	0,153528	0,585618
0,0568			0,0568	0,866912 *	0,0568	0,866912 *
R- squared			R- squared			
Prob(F-statistic)			Prob(F-statistic)			
المعادلة المقدر			المعادلة المقدر			
PER=31,94+0,0201 PINS-0,5815PIVS			PER=-1,63+0,0409 PINS+0,8669PIVS			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 12

### 2-6- اختبار F للمفاضلة بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة:

وتتمثل فرضيات النموذج فما يلي:

- فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي PRM؛ والذي يعني تساوي الحد الثابت لكل مؤسسة.

-الفرضية البديلة  $H_1$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة FEM؛ والذي يعني أن لكل مؤسسة حد ثابت.

الجدول رقم: (29-2) معلمات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية للعائد.

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر (44, 223) F
بما أن القيمة الاحتمالية لاختبار F أكبر من المعنوية 5% نقبل فرضية العدم $H_0$ ونرفض فرضية البديلة $H_1$ أي هذا يعني أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل.	0,05	0,654175

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 13.

### 3-6 اختبار Breusch and Pagan -LM للمفاضلة بين النموذج التجميعي والعشوائي:

يمكن اختبار مضاعف لاغرانج (LM) من الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية (1980)، Breusch and Pagan، إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار (LM) أقل من القيمة الجدولة عند درجة الحرية واحد، هذا يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

وتتمثل فرضيات النموذج في ما يلي:

$$H_0: \sigma_u^2 = 0$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

- فرضية العدم  $H_0$ : تعني أن النموذج التجميعي Pooled هو النموذج الملائم؛

- الفرضية البديلة  $H_1$ : تعني أن النموذج الآثار العشوائية REM هو الملائم؛

### الجدول رقم: (30-2) اختبار مضاعف لاغرانج (1980) Breusch and Pagan

النتيجة	نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لإحصائية LM
بما أن القيمة الاحتمالية لإحصائية LM أكبر من نسبة المعنوية 5% نقبل فرضية العدم $H_0$ ونرفض الفرضية البديلة $H_1$ والنموذج الأفضل هو التجميعي	0,05	0,528146

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 13.

### 4-6 اختبار Hausman للمفاضلة بين النموذج الآثار العشوائية و نموذج الآثار الثابتة:

- وللإشارة يقوم اختبار Hausman على الفرضيات التالية:

$H_0$ : نموذج الآثار العشوائية

$H_1$ : نموذج الآثار الثابتة

## الفصل الثاني: دراسة حالة عينة من المؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات

بحيث :

- تشير فرضية العدم  $H_0$  إلى عدم الارتباط بين المتغيرات التفسيرية و الآثار الثابتة أي أن الآثار العشوائية متسقة وفعالة؛

- تشير الفرضية البديلة  $H_1$  إلى الآثار العشوائية غير متسقة بالتالي يكون نموذج الآثار الثابتة متسق؛

الجدول رقم: (31-2) نتائج اختبار هوسمان

نسبة المعنوية	القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman	$\chi^2_{(2)}$	القيمة المحسوبة لإحصائية Hausman
5%	0,483611	5,991	1,45295

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL أنظر الملحق رقم 13.

يتضح من خلال الجدول أعلاه رقم (31-2) أن القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع  $\chi^2_{(2)}$  لاختبار الفرق بين جميع المعاملات تساوي  $\chi^2_{(2)} = 5,991$  و هي تقابل القيمة الاحتمالية المساوية لـ  $PV = 0,483611$  و التي تفوق بنسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  و نرفض الفرضية  $H_1$  بمعنى أن نموذج الآثار الثابتة غير متسق و بالتالي نختار نموذج الآثار العشوائية فهو النموذج الأفضل.

نلاحظ من خلال اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

5-6 التحليل الإحصائي لنموذج الآثار العشوائية لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية

الجدول رقم: (28-2) اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج العشوائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين

والأفراد على القيمة السوقية للعائد.

نموذج الأثر العشوائي		المعاملات
مستوى المعنوية	قيمة المعلمة	
0,9280	-1,63140	Constante
0,7998	0,0409013	PINS
0,0557	0,866912*	PIVS
0,0138422		R- squared
0,153528		Prob(F-statistic)
PER=-1,63+0,0409 PINS+0,8669PIVS		المعادلة المقدره

### 6-6 اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج:

➤ بالنسبة للثابت **Const**:

- الفرضية  $H_0$ : الثابت ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : الثابت له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من الجدول رقم (28-2) نلاحظ أن الاحتمال الحرج **P. critique** (المعنوية) المساوي لـ **0,9280** أكبر من 0,05 ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  هذا يعني أن الثابت ليس له معنوية إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

➤ بالنسبة لملكية المسيرين التأسيسيين **PINS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PINS** ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : **PINS** له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من خلال الجدول رقم (28-2) أن **Prob = 0,7998** أكبر من 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

➤ بالنسبة لملكية المسيرين الأفراد **PIVS**:

- الفرضية  $H_0$ : **PIVS** ليس له معنوية إحصائية؛
- الفرضية  $H_1$ : **PIVS** له معنوية إحصائية؛

نلاحظ من خلال الجدول رقم (28-2) أن **Prob = 0,0557** و التي تفوق 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  وهذا يعني أن نسبة ملكية المسيرين الأفراد ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%.

### 6-7 اختبار القدرة التفسيرية لنموذج $R^2$ :

من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج العشوائي نلاحظ أن معامل التحديد **R-Squared = 0,0138422** وهذا يعني أن الحد الثابت يفسر القيمة السوقية إلى العائد بنسبة 1,38422%. أما المتغيرتين المستقلتين لا تفسر القيمة السوقية إلى العائد.

### 6-8 اختبار صلاحية النموذج:

نلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر (**F-Statistic**) **Prob** المساوي لـ **0,15352** أكبر من نسبة المعنوية  $\alpha=5\%$  فهذا يعني أن النموذج ليس مقبول إحصائياً.

المطلب الثاني: مناقشة النتائج

سنتطرق في هذا المطلب إلى تفسير النتائج المتحصل عليها واختبار فرضيات الدراسة.

الفرع الأول: تحليل النتائج

من خلال التحليل الإحصائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية كمؤشر من مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات، تبين لنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد وذلك لأنه لم تكن لهما معنوية إحصائية، حيث ظهر لنا هذا في معامل التحديد الذي كانت قيمته 0,00444827 وهو ضعيف جدا، وهذا راجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية إلى الدفترية.

من خلال التحليل الإحصائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد كمؤشر من مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات، تبين لنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد وذلك لأنه لم تكن لهما معنوية إحصائية، حيث ظهر لنا هذا في معامل التحديد الذي كانت قيمته 0,00505429 وهو ضعيف جدا.

من خلال التحليل الإحصائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على الموجودات كمؤشر من مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات، تبين لنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد وذلك لأنه لم تكن لهما معنوية إحصائية، حيث ظهر لنا هذا في معامل التحديد الذي كانت قيمته 0,0130847 وهو ضعيف جدا.

من خلال التحليل الإحصائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على حقوق المساهمين كمؤشر من مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات، تبين لنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد وذلك لأنه لم تكن لهما معنوية إحصائية، حيث ظهر لنا هذا في معامل التحديد الذي كانت قيمته 0,00482093 وهو ضعيف جدا.

من خلال التحليل الإحصائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد المساهم الكلي كمؤشر من مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات، تبين لنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد وذلك لأنه لم تكن لهما معنوية إحصائية، حيث ظهر لنا هذا في معامل التحديد الذي كانت قيمته 0,0177119 وهو ضعيف جدا.

من خلال التحليل الإحصائي لأثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية للعائد كمؤشر من مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات، تبين لنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد وذلك لأنه لم تكن لهما معنوية إحصائية، حيث ظهر لنا هذا في معامل التحديد الذي كانت قيمته 0,0138422 وهو ضعيف جدا.



الفرع الثاني: اختبار الفرضيات

بناء على التحليل القياسي لمتغيرات الدراسة، سنقوم بتحليل تلك النتائج اعتماداً على ما جاءت به النظرية المالية ونتائج الدراسات السابقة.

- خلال التحليل الإحصائية التي قمنا بها لدراسة أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية، والنتائج المتوصل إليها وجدنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية، وقد ظهر لنا هذا من خلال المعنوية الإحصائية للنموذج التي كانت أكبر من  $\alpha = 0,05$  ومعامل التحديد  $R=0,00444827$ ، وهذا راجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية إلى الدفترية.

- خلال التحليل الإحصائية التي قمنا بها لدراسة أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد، والنتائج المتوصل إليها وجدنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد، وقد ظهر لنا هذا من خلال المعنوية الإحصائية للنموذج التي كانت أكبر من  $\alpha = 0,05$  ومعامل التحديد  $R=0,00505429$ ، وهذا راجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على عائد السهم الواحد.

- خلال التحليل الإحصائية التي قمنا بها لدراسة أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على الموجودات، والنتائج المتوصل إليها وجدنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على الموجودات، وقد ظهر لنا هذا من خلال المعنوية الإحصائية للنموذج التي كانت أكبر من  $\alpha = 0,05$  ومعامل التحديد  $R=0,0130874$ ، وهذا راجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على عائد على الموجودات.

- خلال التحليل الإحصائية التي قمنا بها لدراسة أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على حقوق المساهمين، والنتائج المتوصل إليها وجدنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد على حقوق المساهمين، وقد ظهر لنا هذا من خلال المعنوية الإحصائية للنموذج التي كانت أكبر من  $\alpha = 0,05$  ومعامل التحديد  $R=0,00482093$ ، وهذا راجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على عائد على حقوق المساهمين.

- خلال التحليل الإحصائية التي قمنا بها لدراسة أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد المساهم الكلي، والنتائج المتوصل إليها وجدنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد المساهم الكلي، وقد ظهر لنا هذا من خلال المعنوية الإحصائية للنموذج التي كانت أكبر من  $\alpha = 0,05$  ومعامل التحديد  $R=0,0177119$ ، وهذا راجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على عائد المساهم الكلي.

-خلال التحليل الإحصائية التي قمنا بها لدراسة أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى العائد، والنتائج المتوصل إليها وجدنا أنه لا يوجد أثر لملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى العائد ، وقد ظهر لنا هذا من خلال المعنوية الإحصائية للنموذج التي كانت أكبر من  $\alpha = 0,05$  ومعامل التحديد  $R=0,0138422$ ، وهذا راجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على القيمة السوقية إلى العائد.

وبالتالي نرفض الفرضية الأولى والثانية ولقد توصلت العديد من الدراسات الميدانية إلى عدم وجود دلالة إحصائية بين نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى العائد من بينها دراسة Angel Miguel Garcia Cestona التي تؤيد نفي الفرضيتين الأولى والثانية.

وبعض الدراسات توصلت إلى عدم تأيد نفي الفرضيتين وهذا معارض مع الدراسة الحالية من بين هذه الدراسات هي: غسان أبو السعود وآخرون سنة 2014.

خلاصة الفصل:

تميزت الدراسة الميدانية بصغر حجم العينة المدروسة من خلال دراسة أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2015. بعدما تطرقنا إلى التعريف بمتغيرات الدراسة و الأدوات المستخدمة في المبحث الأول، واستخدمنا لنماذج بانل القياسية و المتمثلة في النموذج التجميعي، نموذج الآثار العشوائية، نموذج الآثار الثابتة بإضافة إلى اختبارات المقاضلة بين هذه النماذج. توصلنا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية المسيرين التأسيسيين و الأفراد و مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في PER، EPS ، ROE، ROA،TSR ،PBV.

الغائبة

حاولنا في هذا البحث إجراء دراسة لإبراز تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمانية المدرجة في السوق المالي، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في كيفية تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمانية المدرجة في سوق عمان الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2015 والتي خلصنا في جانبها النظري إلى النقاط التالية:

### 1 النتائج النظرية:

- يتخذ هيكل الملكية أشكالا عديدة منها الملكية العائلية، الملكية المؤسسية، الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، ملكية كبار المستثمرين؛

- صنف كثير من الاقتصاديين منهم جنسن وميكلينج Jensen&Meckling 1976 مالكي الأسهم في المؤسسات غير العائلية إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تمثل حملة الأسهم ويقومون أيضا بإدارة المؤسسة (الإدارة)، أما المجموعة الثانية فهم بقية حملة الأسهم (المساهمين)، ولكلنا المجموعتين الحقوق نفسها كالتصويت الحصول على عوائد الاستثمار، التأثير في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسة.

- يعرف الأداء المالي من المقومات الرئيسة للشركات حيث يوفر نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها لمقارنة الأداء الفعلي لأنشطة الشركات من خلال مؤشرات محددة لتحديد الانحرافات عن الأهداف المحددة سابقا؛

- و يعتبر الأداء المالي أداة للحكم الشخصي من قيم وسلوك ومعايير معنوية و أخلاقية، وأداة للحكم الموضوعي على كفاءة الشركات وعلى مستوى أنشطتها ومدى تحقق الأهداف بفعالية من أرقام وجوانب مادية قابلة للقياس الدقيق خلال معايير معينة مثل الربحية، السيولة، النشاط، التوزيعات؛

- الملكية هي عدد من الحصص المفردة التي يملكها أفراد لا ينتمون إلى بعضهم البعض، ويجب أن تزيد حصة ملكية كل منهم عن 5% من أسهم المؤسسة. وقد تكون الملكية داخلية أو خارجية، فإن كانت داخلية فإن المالكين هم أعضاء في المؤسسة، أما إذا كانت خارجية فالمالكين هم من خارج المؤسسة، ويمكن تعريف الملكية الداخلية Insider Ownership بأنها نسبة الأسهم المملوكة من قبل مديري المؤسسة أو موظفيها. كما يمكن تعريفها بأنها ملكية أهم أعضاء المؤسسة سواء كانوا موظفين، أو مديريين و الذين يقدمون أفضل الأداء؛

- حاولت نظرية الوكالة إيجاد حل لمشكل التضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين وضبط السلوك الانتهازي للمسيرين والذي يتمثل في إشراكه بنسبة من ملكية الأسهم، وهو ما يندرج ضمن نظام حوكمة الشركات ليشكل حافز لهم و يضمن حماية مصالح المساهمين وللحد من التلاعب المالي والإداري الذي يقوم به هؤلاء المسيرين بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة؛

- هناك من يرى أن زيادة الملكية تؤدي إلى تراجع في الأداء المالي للمؤسسة، لأن هذه الملكية المرتفعة قد تعطي الحافز والحق للإدارة في التصرف لذا فهي قد لا تهتم بزيادة ثروة المساهمين، بل قد تركز على أمور أخرى مثل التوسع في الحصة السوقية أو الإبداع في التصنيع؛

### 2- النتائج التطبيقية:

كشفت نتائج الأبحاث المعتمدة على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لكل من نماذج القيمة السوقية إلى الدفترية وعائد السهم الواحد و العائد على الموجودات و العائد على حقوق المساهمين و عائد المساهم الكلي والقيمة السوقية للعائد عن عدم وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية ملكية المسيرين التأسيسيين و ملكية الأفراد على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات والمتمثلة في القيمة السوقية إلى الدفترية وعائد السهم الواحد و العائد على الموجودات و العائد على حقوق المساهمين و عائد المساهم الكلي والقيمة السوقية للعائد. وهذا ما يتعارض مع جزء من نتائج دراسة Luzhen Chen سنة 2012 و نتائج دراسة غسان أبو السعود وآخرون سنة 2014. وبالتالي نرفض الفرضية الأولى والثانية.

### 3- التوصيات:

تقود نتائج بحثنا إلى اقتراح توصيتين نعتقد أن تجسيدها من شأنه أن يعود بالفائدة على الواقع العملي للشركات الخدمانية الأردنية نوردتها فيما يلي:

- تشجيع المؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على التنوع من هياكل ملكيتها؛
- ضرورة الإفصاح على بعض النسب كنسب ملكية الأجانب والحكومة؛

### 4-آفاق الدراسة:

تضمن البحث العديد من العوامل الهامة والتي لم يتسنى لنا ادراجها كلها ضمن متغيرات الدراسة لاستنفاد الوقت المخصص لإعداد هذا البحث، لذا نقترحها لتكون مواضيع مستقبلية:

- يمكن إعادة إجراء الدراسة على عينة أكبر من الشركات المدرجة في سوق مالي آخر والتوسع في فترة الدراسة.
- كما يمكن إضافة عوامل متغيرة أخرى لم نتعرض لها في دراستنا هذه.

قائمة المصادر والمراجع

➤ الكتب:

- 01 - إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات ، الجزء الأول، الطبع الثانية، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2011.
- 02 - دادن عبد الوهاب ، الجدل القائم حول هياكل التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة 2009، العدد 7، 2010.
- 03 - منير إبراهيم هندی، حوكمة الشركات: مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء، دار المعرفة الجامعية، سنة 2011.
- 04 - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010.

➤ البحوث الجامعية:

- 01 عبد المجيد تيماي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015.
- 02 بدر اوي شهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية ، دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية ( 1980-2012) أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، 2014-2015.
- 03 ذهيبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2005-2009، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة ورقلة، 2012.
- 04 -سميرة محمود علام، أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، مذكرة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، كلية التجارة، 2013.
- 05 خيروز علاوة مدفوني، أثر هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة للشركات، مذكرة الماجستير، جامعة البيرموك، 2012، 2011.



- 06- دينا أحمد فالخ الشلول، أثر الملكية الإدارية على القرارات المالية حالة الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، 2012.
- 07- عمران اسحاق محمد أبوزر، أثر هيكل الملكية ومدى تطبيق التجارة الإلكترونية على أداء الشركات (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان)، رسالة الماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان الأردن، أيلول 2011.
- 08- مجدى مليجى عبد الحكيم مليجى، أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على التحفظ المحاسبي في التقارير المالية ، دليل من البيئة المصرية، مدرس بقسم المحاسبة، كلية التجارة جامعة بنها.
- 09- عمر عيسى فلاح المناصير، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، مذكرة ماجستير، الجامعة الهاشمية الزرقاء الأردن، 2013.
- 10- علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008 مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009.
- 11- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة : مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة ، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011، 2012.
- المجالات:
- 02-عبدي نعيمة، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات ، دراسة نقدية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد7، العدد2، جامعة غرداية، 2014.
- 03-علي يوسف، أثر محددات هيكل الملكية المنشأة في تحفظ التقارير المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد28، العدد الأول، جامعة دمشق، 2012.
- 04-قيس أديب الكيلاني، العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية (دراسة تطبيقية للفترة 2004-2008)، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 100، العدد32، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة عمان الأردن، 2010.

➤ المقالات:

01- غسان أبو السعود ، أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية ، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السابع عشر، العدد الأول، العلوم التطبيقية، مملكة البحرين، 2014.

➤ المراجع باللغة الفرنسية:

- 1- Gérard CHARREAUX, Structure **de propriété, relation d'agence et performance financière** Professeur à l'Université de Bourgogne.CREGO - IAE Dijon Octobre 1989.
- 2- Miguel Angel Garcia Cestona ،Rafel Crespi Cladera, **Stock price performance and ownership structure during periods of stock market crisis: the Spanish case**, First draft: 11 July 2008.
- 3- Thi Phuong Vy LE ,**Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Study of Vietnamese Listed Firms**, A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of, Doctor of Business Administration, University of Western Sydney.
- 4- Luzhen Chen, **The Effect of Ownership Structure on Firm Performance**, Handed in September, 2012.
- 5- Régis Bourbonnais, **économétrie**, 9<sup>eme</sup> édition, Dunod, Paris, 2015.

➤ المواقع الإلكترونية:

01-www.eisneramper.com

رابط المصدر: <http://www.hrdiscussion.com/hr.html104061>

-خاص بسوق عمان

02-htt // arabic.cm / business /2014 /12 /27/ best-performing- markets

السلامة حق

الملحق رقم 01: معلومات أساسية حول المؤسسات المعتمدة في الدراسة

الفرع	اسم المؤسسة	اختصار الاسم	الرمز الرقمي	الرقم
الخدمات الصحية	البلاد الطبية	<b>ABMS</b>	<b>131002</b>	<b>1</b>
	مستشفى ابن الهيثم	<b>IBNH</b>	<b>131279</b>	<b>2</b>
	المجموعة الاستشارية	<b>CICO</b>	<b>131207</b>	<b>3</b>
	الدولية الطبية	<b>ICMI</b>	<b>141021</b>	<b>4</b>
الخدمات التعليمية	الدولية للتعليم	<b>AIEI</b>	<b>131052</b>	<b>5</b>
	البتراء للتعليم	<b>PEDC</b>	<b>131221</b>	<b>6</b>
	الإسراء للتعليم	<b>AIFE</b>	<b>131220</b>	<b>7</b>
	جامعة فيلادلفيا	<b>PIEC</b>	<b>131222</b>	<b>8</b>
	مدارس الاتحاد	<b>ITSC</b>	<b>131093</b>	<b>9</b>
	الزرقاء للتعليم	<b>ZEIC</b>	<b>131051</b>	<b>10</b>
الفنادق والسياحة	زارة للاستثمار القابضة	<b>ZARA</b>	<b>131067</b>	<b>11</b>
	الدولية للفنادق والأسواق التجارية	<b>MALL</b>	<b>131098</b>	<b>12</b>
	وداي الشتا	<b>WIVA</b>	<b>131235</b>	<b>13</b>
	العربية الدولية للفنادق	<b>AIHO</b>	<b>131005</b>	<b>14</b>
	تطوير المشاريع	<b>JPTD</b>	<b>131211</b>	<b>15</b>
	الشرق للمشاريع	<b>AIPC</b>	<b>131078</b>	<b>16</b>
	الركائز	<b>RICS</b>	<b>131261</b>	<b>17</b>
	الفنادق والسياحة الأردنية	<b>JOHT</b>	<b>131003</b>	<b>18</b>
النقل	الثقة للنقل	<b>TRTR</b>	<b>131055</b>	<b>19</b>
	مسافات للنقل	<b>MSFT</b>	<b>131243</b>	<b>20</b>
	السلام للنقل	<b>SITT</b>	<b>131034</b>	<b>21</b>
	الخطوط البحرية	<b>SHIP</b>	<b>131012</b>	<b>22</b>
	ر م للنقل ولاستثمار	<b>RUMM</b>	<b>131262</b>	<b>23</b>
	المقايضة للنقل	<b>NAQL</b>	<b>131208</b>	<b>24</b>
	النقلات السياحية/ جت	<b>JETT</b>	<b>131080</b>	<b>25</b>
	النقل السياحي / الفا	<b>ALFA</b>	<b>131083</b>	<b>26</b>
	العبور	<b>TRUK</b>	<b>131290</b>	<b>27</b>
	عالية - الخطوط الجوية الملكية الأردنية	<b>RJAL</b>	<b>131213</b>	<b>28</b>
	المجموعة المتحدة للنقل البري	<b>UGLT</b>	<b>131288</b>	<b>29</b>

## الملاحق

التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الاردنية	<b>JTEL</b>	<b>131206</b>	<b>30</b>
الاعلام	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	<b>PRES</b>	<b>131013</b>	<b>31</b>
	الاردنية للصحافة والنشر /الدستور	<b>JOPP</b>	<b>131030</b>	<b>32</b>
الطاقة والمنافع	مصفاة الاردن /جوبترول	<b>JOPT</b>	<b>142041</b>	<b>33</b>
	الكهرباء الأردنية	<b>JOEP</b>	<b>131004</b>	<b>34</b>
الخدمات التجارية	أفاق للطاقة	<b>MANE</b>	<b>131286</b>	<b>35</b>
	أوفتك القابضة	<b>OFTC</b>	<b>131228</b>	<b>36</b>
	بندار للتجارة والاستثمار	<b>BIND</b>	<b>131219</b>	<b>37</b>
	التسهيلات التجارية	<b>JOTF</b>	<b>131062</b>	<b>38</b>
	الجنوب للالكترونيات	<b>SECO</b>	<b>131230</b>	<b>39</b>
	الأسواق الحرة	<b>JDFS</b>	<b>131022</b>	<b>40</b>
	المتكاملة للتأجير التمويلي	<b>LEAS</b>	<b>131264</b>	<b>41</b>
	الاستثمارات المتخصصة	<b>SIJC</b>	<b>131086</b>	<b>42</b>
	المركز الأردني للتجارة الدولية	<b>JITC</b>	<b>131023</b>	<b>43</b>
	لوبارللتجارة الاستثمارية	<b>NOTI</b>	<b>131238</b>	<b>44</b>
	المتخصصة للتجارة والاستثمارات	<b>SPTI</b>	<b>131081</b>	<b>45</b>

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج EXCEL

الملحق رقم 2: تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية

```

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 00:51, page 1

Modèle 6: Effets fixes, utilisant les 270 observations
45 unités de coupe transversale incluses
Longueur des séries temporelles = 6
Variable dépendante: PBV

-----
                coefficient      erreur std.      t de Student      p. critique
-----
const          1,61016             0,123636          13,02              3,29e-029 ***
PINS           -0,000118452          0,000696939      -0,1700            0,8652
PIVS           -0,00610283           0,00500279       -1,220             0,2238

Moy. var. dép.          1,467259          éc. type var. dép.      1,099655
Somme carrés résidus   97,24007          éc. type de régression  0,660344
R2 - LSDV              0,701063          R2 intra              0,006777
F(46, 223) - LSDV      11,36904          p. critique (F)        1,22e-37
Log de vraisemblance   -245,2461          Critère d'Akaike       584,4923
Critère de Schwarz     753,6181          Hannan-Quinn           652,4058
rho                   -0,038816          Durbin-Watson          1,511984

Test conjoint des régresseurs spécifiés -
Statistique de test: F(2, 223) = 0,76083
avec p. critique = P(F(2, 223) > 0,76083) = 0,468487

Test de différence de constante entre groupes -
Hypothèse nulle : Les groupes ont une ordonnée à l'origine commune
Statistique de test: F(44, 223) = 11,7659
avec p. critique = P(F(44, 223) > 11,7659) = 5,91126e-038
    
```

```

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 00:50, page 1

Modèle 5: MCO empilés, utilisant les 270 observations
45 unités de coupe transversale incluses
Longueur des séries temporelles = 6
Variable dépendante: PBV

-----
                coefficient      erreur std.      t de Student      p. critique
-----
const          1,48155             0,109996          13,47              6,64e-032 ***
PINS           0,000801413          0,000982428       0,8157             0,4154
PIVS           -0,00231474          0,00276051        -0,8385            0,4025

Moy. var. dép.          1,467259          éc. type var. dép.      1,099655
Somme carrés résidus   322,9847          éc. type de régression  1,099855
R2                0,007074          R2 ajusté              -0,000364
F(2, 267)           0,951126          p. critique (F)        0,387611
Log de vraisemblance  -407,3031          Critère d'Akaike       820,6062
Critère de Schwarz    831,4014          Hannan-Quinn           824,9411
rho                 0,714348          Durbin-Watson          0,458997
    
```

```

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 01:05, page 1

Modèle 7: Effet aléatoires (MCO), utilisant les 270 observations
45 unités de coupe transversale incluses
Longueur des séries temporelles = 6
Variable dépendante: PBV

-----
                coefficient      erreur std.      z                  p. critique
-----
const          1,87937             0,127984          14,68              7,40e-021 ***
PINS           -3,80287e-05          0,000682465      -0,05572           0,9586
PIVS           -0,00463617           0,00390048       -1,220             0,2228

Moy. var. dép.          1,467259          éc. type var. dép.      1,099655
Somme carrés résidus   324,3424          éc. type de régression  1,100106
R2                0,007074          R2 ajusté              -0,000364
F(2, 267)           0,951126          p. critique (F)        0,387611
Log de vraisemblance  -407,3031          Critère d'Akaike       820,6062
Critère de Schwarz    831,4014          Hannan-Quinn           824,9411
rho                 0,714348          Durbin-Watson          0,458997

Variance 'between' = 0,308748
Variance 'within' = 0,436054
valeur de theta pour le "quasi-demeaning" = 0,713017
corr(y, yhat)^2 = 0,00444827

Test conjoint des régresseurs spécifiés -
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 1,48841
avec p. critique = 0,475113

Test de Breusch-Pagan -
Hypothèse nulle : Variance de l'erreur individuelle = 0
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(1) = 272,119
avec p. critique = 3,91757e-061

Test de Hausman -
Hypothèse nulle : Les estimateurs des MCO sont non biaisés
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 1,00404
avec p. critique = 0,605307
    
```

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 3: اختبار أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى الدفترية

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 01:28, page 1

Diagnostiques: Pour un panel supposé équilibré, avec 45 unités de coupes transversales observées sur 6 périodes

Estimation du modèle à effets fixes

avec des constantes différentes par unité de coupe transversale (écart-type des pentes entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	1,6102	(0,12364)	[0,00000]
PINS:	-0,00011845	(0,00069694)	[0,86520]
PIVS:	-0,0061028	(0,0050028)	[0,22380]

45 moyennes de groupe ont été soustraites des données

Variance des résidus :  $97,2401 / (270 - 47) = 0,436054$

Significativité conjointe des différences de moyennes par groupe :

$F(44, 223) = 11,7659$  avec p. critique  $5,91126e-038$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle les MCO empilés sont aussi performants que les effets fixes.)

Statistique du test de Breusch-Pagan:

LM = 272,119 avec valeur de P =  $\text{prob}(\text{Khi-deux}(1) > 272,119) = 3,91757e-061$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle MCO empilé est adéquat, au contraire de l'alternative des effets aléatoires.)

Variance estimators:

between = 0,809748

within = 0,436054

theta used for quasi-demeaning = 0,713017

Estimation du modèle à effets aléatoires

avec l'insertion d'une composante individuelle dans le terme d'erreur (écart-type entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	1,5734	(0,16795)	[0,00000]
PINS:	-3,8026e-005	(0,00068247)	[0,95561]
PIVS:	-0,0046362	(0,0038005)	[0,22358]

Test statistique de Hausman:

H = 1,00404 avec valeur de P =  $\text{prob}(\text{Khi-deux}(2) > 1,00404) = 0,605307$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle à effets aléatoires est consistant, en faveur d'un modèle à effets fixes.)

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 4: تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد

```

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:29, page 1

Modèle 8: MCO empilés, utilisant les 270 observations
45 unités de coupe transversale incluses
Longueur des séries temporelles = 6
Variable dépendante: EPS

-----
              coefficient      erreur std.      t de Student      p. critique
-----
const          0,134126          0,0358693          3,739              0,0002      ***
PINS           0,000151717          0,000320366          0,4736             0,6362
PIVS          -0,000950686          0,000900191          -1,056             0,2919

Moy. var. dép.          0,119889          Éc. type var. dép.          0,358497
Somme carrés résidus    34,34565          Éc. type de régression      0,358658
R2                    0,006544          R2 ajusté                    -0,000897
F(2, 267)              0,879404          p. critique (F)              0,416229
Log de vraisemblance   -104,7506          Critère d'Akaike              215,5012
Critère de Schwarz     226,2965          Hannan-Quinn                  219,8362
rho                    0,724124          Durbin-Watson                 0,334842
    
```

```

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:31, page 1

Modèle 9: Effets fixes, utilisant les 270 observations
45 unités de coupe transversale incluses
Longueur des séries temporelles = 6
Variable dépendante: EPS

-----
              coefficient      erreur std.      t de Student      p. critique
-----
const          0,136182          0,0334650          4,069              6,54e-05      ***
PINS           -5,34775e-05          0,000188643          -0,2835            0,7771
PIVS          -0,000612076          0,00135412          -0,4520            0,6517

Moy. var. dép.          0,119889          Éc. type var. dép.          0,358497
Somme carrés résidus    7,124199          Éc. type de régression      0,178737
R2 - LSDV            0,793931          R2 intra                    0,001287
F(46, 223) - LSDV     18,67742          p. critique (F)              1,76e-54
Log de vraisemblance   107,6014          Critère d'Akaike              -121,2028
Critère de Schwarz     47,92299          Hannan-Quinn                  -53,28927
rho                   -0,066340          Durbin-Watson                 1,603822

Test conjoint des régresseurs spécifiés -
  Statistique de test: F(2, 223) = 0,143738
  avec p. critique = P(F(2, 223) > 0,143738) = 0,866195

Test de différence de constante entre groupes -
  Hypothèse nulle : Les groupes ont une ordonnée à l'origine commune
  Statistique de test: F(44, 223) = 19,3654
  avec p. critique = P(F(44, 223) > 19,3654) = 7,29853e-055
    
```

```

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:32, page 1

Modèle 10: Effet aléatoires (MCO), utilisant les 270 observations
45 unités de coupe transversale incluses
Longueur des séries temporelles = 6
Variable dépendante: EPS

-----
              coefficient      erreur std.      t de Student      p. critique
-----
const          0,133183          0,0368746          3,614              0,000286      **
PINS           -3,69700e-05          0,000188840          -0,1990            0,8423
PIVS          -0,000778679          0,001128843          -0,6899            0,48886

Moy. var. dép.          0,119889          Éc. type var. dép.          0,358497
Somme carrés résidus    34,409801          Éc. type de régression      0,358658
Log de vraisemblance   -104,799801          Critère d'Akaike              215,5012
Critère de Schwarz     226,296501          Hannan-Quinn                  219,8362

Variance 'between' = 0,102167
Variance 'within' = 0,0319471
valeur de théchin' = 1,9471
corr(Y, Yhat) - 2 * 0,008084229

Test conjoint des régresseurs spécifiés -
  Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 0,509097
  avec p. critique = 0,775267

Test de Breusch-Pagan -
  Hypothèse nulle : Variance de l'erreur individuelle = 0
  Statistique asymptotique de test : Chi-deux(1) = 379,388
  avec p. critique = 1,69127e-084

Test de Hausman -
  Hypothèse nulle : Les estimateurs des MCO sont non biaisés
  Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 0,331325
  avec p. critique = 0,84733
    
```

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL



الملحق رقم 5: اختبار أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على عائد السهم الواحد

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:34, page 1

Diagnostiques: Pour un panel supposé équilibré, avec 45 unités de coupes transversales observées sur 6 périodes

Estimation du modèle à effets fixes  
avec des constantes différentes par unité de coupe transversale  
(écart-type des pentes entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	0,13618	(0,033465)	[0,00007]
PINS:	-5,3477e-005	(0,00018864)	[0,77707]
PIVS:	-0,00061208	(0,0013541)	[0,65170]

45 moyennes de groupe ont été soustraites des données

Variance des résidus :  $7,1242 / (270 - 47) = 0,0319471$

Significativité conjointe des différences de moyennes par groupe :

$F(44, 223) = 19,3654$  avec p. critique  $7,29853e-055$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle les MCO empilés sont aussi performants que les effets fixes.)

Statistique du test de Breusch-Pagan:

$LM = 379,388$  avec valeur de  $P = \text{prob}(\text{Khi-deux}(1) > 379,388) = 1,69127e-084$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle MCO empilé est adéquat, au contraire de l'alternative des effets aléatoires.)

Variance estimators:

between = 0,102167

within = 0,0319471

theta used for quasi-demeaning = 0,777437

Estimation du modèle à effets aléatoires  
avec l'insertion d'une composante individuelle dans le terme d'erreur  
(écart-type entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	0,13915	(0,055746)	[0,01316]
PINS:	-3,697e-005	(0,0001858)	[0,84244]
PIVS:	-0,00077868	(0,0011254)	[0,48960]

Test statistique de Hausman:

$H = 0,331329$  avec valeur de  $P = \text{prob}(\text{Khi-deux}(2) > 0,331329) = 0,84733$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle à effets aléatoires est consistant, en faveur d'un modèle à effets fixes.)

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 6: تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على الموجودات

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:36, page 1

Modèle 12: MCO empilés, utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: ROA

	coefficient	erreur std.	t de Student	p. critique
const	0,959843	1,22940	0,7807	0,4356
PINS	0,0135063	0,0109803	1,230	0,2198
PIVS	0,0530275	0,0308535	1,719	0,0868 *
Moy. var. dép.	2,789852	Éc. type var. dép.	12,32840	
Somme carrés résidus	40347,08	Éc. type de régression	12,29279	
R2	0,013161	R2 ajusté	0,005769	
F(2, 267)	1,780399	p. critique (F)	0,170566	
Log de vraisemblance	-1059,038	Critère d'Akaike	2124,077	
Critère de Schwarz	2134,872	Hannan-Quinn	2128,412	
rho	0,601437	Durbin-Watson	0,731242	

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:37, page 1

Modèle 13: Effets fixes, utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: ROA

	coefficient	erreur std.	t de Student	p. critique
const	3,00223	1,68507	1,782	0,0762 *
PINS	0,00393571	0,00949874	0,4143	0,6790
PIVS	-0,0176867	0,0681841	-0,2594	0,7956
Moy. var. dép.	2,789852	Éc. type var. dép.	12,32840	
Somme carrés résidus	18062,92	Éc. type de régression	8,999979	
R2 - LSDV	0,558204	R2 intra	0,001060	
F(46, 223) - LSDV	6,125161	p. critique (F)	7,22e-21	
Log de vraisemblance	-950,5446	Critère d'Akaike	1995,089	
Critère de Schwarz	2164,215	Hannan-Quinn	2063,003	
rho	-0,034136	Durbin-Watson	1,611024	

Test conjoint des régresseurs spécifiés -  
Statistique de test: F(2, 223) = 0,118336  
avec p. critique = P(F(2, 223) > 0,118336) = 0,888453

Test de différence de constante entre groupes -  
Hypothèse nulle : Les groupes ont une ordonnée à l'origine commune  
Statistique de test: F(44, 223) = 6,2526  
avec p. critique = P(F(44, 223) > 6,2526) = 7,43896e-021

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:38, page 1

Modèle 14: Effet aléatoires (MCO), utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: ROA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	2,00223	1,78583	1,121	0,2622
PINS	0,00534164	0,00917646	0,5821	0,5605
PIVS	0,0238095	0,0443259	0,5371	0,5912
Moy. var. dép.	2,789852	Éc. type var. dép.	12,32840	
Somme carrés résidus	40520,05	Éc. type de régression	12,29610	
Log de vraisemblance	-1059,616	Critère d'Akaike	2125,232	
Critère de Schwarz	2136,027	Hannan-Quinn	2129,567	

Variance 'between' = 73,0947  
Variance 'within' = 80,9996  
valeur de theta pour le "quasi-demeaning" = 0,605161  
corr(y, yhat)^2 = 0,0130847

Test conjoint des régresseurs spécifiés -  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 0,570639  
avec p. critique = 0,751774

Test de Breusch-Pagan -  
Hypothèse nulle : Variance de l'erreur individuelle = 0  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(1) = 141,394  
avec p. critique = 1,31926e-032

Test de Hausman -  
Hypothèse nulle : Les estimateurs des MCO sont non biaisés  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 1,59487  
avec p. critique = 0,452742

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 7: اختبار أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على الموجودات

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:40, page 1

Diagnostiques: Pour un panel supposé équilibré, avec 45 unités de coupes transversales observées sur 6 périodes

Estimation du modèle à effets fixes  
avec des constantes différentes par unité de coupe transversale  
(écart-type des pentes entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	3,0022	(1,6851)	[0,07616]
PINS:	0,0039357	(0,0094987)	[0,67902]
PIVS:	-0,017687	(0,068184)	[0,79557]

45 moyennes de groupe ont été soustraites des données

Variance des résidus : 18062,9/(270 - 47) = 80,9996

Significativité conjointe des différences de moyennes par groupe :

F(44, 223) = 6,2526 avec p. critique 7,43896e-021

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle les MCO empilés sont aussi performants que les effets fixes.)

Statistique du test de Breusch-Pagan:

LM = 141,394 avec valeur de P = prob(Khi-deux(1) > 141,394) = 1,31926e-032

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle MCO empilé est adéquat, au contraire de l'alternative des effets aléatoires.)

Variance estimators:

between = 73,0947

within = 80,9996

theta used for quasi-demeaning = 0,605161

Estimation du modèle à effets aléatoires  
avec l'insertion d'une composante individuelle dans le terme d'erreur  
(écart-type entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	2,0023	(1,7858)	[0,26322]
PINS:	0,0053416	(0,0091765)	[0,56099]
PIVS:	0,023809	(0,044326)	[0,59161]

Test statistique de Hausman:

H = 1,58487 avec valeur de P = prob(Khi-deux(2) > 1,58487) = 0,452742

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle à effets aléatoires est consistant, en faveur d'un modèle à effets fixes.)

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 8: تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على حقوق المساهمين

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:41, page 1

Modèle 15: MCO empilés, utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: ROE

	coefficient	erreur std.	t de Student	p. critique
const	11,9190	67,8791	0,1756	0,8607
PINS	-0,193837	0,606260	-0,3197	0,7494
PIVS	1,63178	1,70352	0,9579	0,3390
Moy. var. dép.	39,49448	Éc. type var. dép.	677,8326	
Somme carrés résidus	1,23e+08	Éc. type de régression	678,7245	
R2	0,004821	R2 ajusté	-0,002633	
F(2, 267)	0,646756	p. critique (F)	0,524560	
Log de vraisemblance	-2142,063	Critère d'Akaike	4290,126	
Critère de Schwarz	4300,922	Hannan-Quinn	4294,461	
rho	0,077839	Durbin-Watson	1,006389	

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:42, page 1

Modèle 16: Effets fixes, utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: ROE

	coefficient	erreur std.	t de Student	p. critique
const	-28,6830	127,069	-0,2257	0,8216
PINS	-0,0333955	0,716287	-0,04662	0,9629
PIVS	3,10005	5,14167	0,6029	0,5472
Moy. var. dép.	39,49448	Éc. type var. dép.	677,8326	
Somme carrés résidus	1,03e+08	Éc. type de régression	678,6763	
R2 - LSDV	0,168939	R2 intra	0,001635	
F(46, 223) - LSDV	0,988470	p. critique (F)	0,505321	
Log de vraisemblance	-2117,734	Critère d'Akaike	4329,467	
Critère de Schwarz	4498,593	Hannan-Quinn	4397,381	
rho	-0,191441	Durbin-Watson	1,201782	

Test conjoint des régresseurs spécifiés -

Statistique de test: F(2, 223) = 0,182564  
avec p. critique = P(F(2, 223) > 0,182564) = 0,833255

Test de différence de constante entre groupes -

Hypothèse nulle : Les groupes ont une ordonnée à l'origine commune  
Statistique de test: F(44, 223) = 1,00086  
avec p. critique = P(F(44, 223) > 1,00086) = 0,477708

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:43, page 1

Modèle 17: Effet aléatoires (MCO), utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: ROE

	coefficient	erreur std.	t	p. critique
const	11,4413	68,6221	0,1667	0,8676
PINS	-0,188579	0,607567	-0,3104	0,7563
PIVS	1,64199	1,72647	0,9511	0,3416
Moy. var. dép.	39,49448	Éc. type var. dép.	677,8326	
Somme carrés résidus	1,23e+08	Éc. type de régression	677,4871	
Log de vraisemblance	-2142,063	Critère d'Akaike	4290,126	
Critère de Schwarz	4300,922	Hannan-Quinn	4294,461	

Variance 'between' = 3132,67  
Variance 'within' = 460601  
valeur de theta pour le "quasi-demeaning" = 0,0197998  
corr(y, yhat)^2 = 0,004820992

Test conjoint des régresseurs spécifiés -

Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 1,2601  
avec p. critique = 0,532564

Test de Breusch-Pagan -

Hypothèse nulle : Variance de l'erreur individuelle = 0  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(1) = 0,00493161  
avec p. critique = 0,944014

Test de Hausman -

Hypothèse nulle : Les estimateurs des MCO sont non biaisés  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 0,922419  
avec p. critique = 0,651114

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 9: اختبار أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد على حقوق المساهمين

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:51, page 1

Diagnostiques: Pour un panel supposé équilibré, avec 45 unités de coupes transversales observées sur 6 périodes

Estimation du modèle à effets fixes  
avec des constantes différentes par unité de coupe transversale  
(écart-type des pentes entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	-28,683	(127,07)	[0,82162]
PINS:	-0,033395	(0,71629)	[0,96286]
PIVS:	3,1	(5,1417)	[0,54717]

45 moyennes de groupe ont été soustraites des données

Variance des résidus :  $1,02714e+008 / (270 - 47) = 460601$

Significativité conjointe des différences de moyennes par groupe :

$F(44, 223) = 1,00086$  avec p. critique 0,477708

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle les MCO empilés sont aussi performants que les effets fixes.)

Statistique du test de Breusch-Pagan:

$LM = 0,00493161$  avec valeur de  $P = \text{prob}(\text{Khi-deux}(1) > 0,00493161) = 0,944014$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle MCO empilé est adéquat, au contraire de l'alternative des effets aléatoires.)

Variance estimators:

between = 3132,67

within = 460601

theta used for quasi-demeaning = 0,0197998

Estimation du modèle à effets aléatoires  
avec l'insertion d'une composante individuelle dans le terme d'erreur  
(écart-type entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	11,441	(68,622)	[0,86771]
PINS:	-0,18858	(0,60757)	[0,75651]
PIVS:	1,642	(1,7265)	[0,34243]

Test statistique de Hausman:

$H = 0,322419$  avec valeur de  $P = \text{prob}(\text{Khi-deux}(2) > 0,322419) = 0,851114$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle à effets aléatoires est consistant, en faveur d'un modèle à effets fixes.)

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 10: تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد المساهم الكلي

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:53, page 1

Modèle 18: MCO empilés, utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: TSR

	coefficient	erreur std.	t de Student	p. critique	
const	2,04636	0,349432	5,856	1,39e-08	***
PINS	0,00253004	0,00312094	0,8107	0,4183	
PIVS	0,0203393	0,00876950	2,319	0,0211	**
Moy. var. dép.	2,623304	Éc. type var. dép.	3,516035		
Somme carrés résidus	3259,505	Éc. type de régression	3,493978		
R2	0,019849	R2 ajusté	0,012507		
F(2, 267)	2,703495	p. critique (F)	0,068805		
Log de vraisemblance	-719,3861	Critère d'Akaike	1444,772		
Critère de Schwarz	1455,567	Hannan-Quinn	1449,107		
rho	0,783593	Durbin-Watson	0,367185		

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:55, page 1

Modèle 19: Effets fixes, utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: TSR

	coefficient	erreur std.	t de Student	p. critique	
const	2,53274	0,345633	7,328	4,25e-012	***
PINS	-4,34850e-05	0,00194834	-0,02232	0,9822	
PIVS	0,00411599	0,0139856	0,2943	0,7688	
Moy. var. dép.	2,623304	Éc. type var. dép.	3,516035		
Somme carrés résidus	759,9471	Éc. type de régression	1,846032		
R2 - LSDV	0,771480	R2 intra	0,000390		
F(46, 223) - LSDV	16,36616	p. critique (F)	9,58e-50		
Log de vraisemblance	-522,8150	Critère d'Akaike	1139,630		
Critère de Schwarz	1308,756	Hannan-Quinn	1207,544		
rho	0,061336	Durbin-Watson	1,540480		

Test conjoint des régresseurs spécifiés -  
Statistique de test: F(2, 223) = 0,04349  
avec p. critique = P(F(2, 223) > 0,04349) = 0,95745

Test de différence de constante entre groupes -  
Hypothèse nulle : Les groupes ont une ordonnée à l'origine commune  
Statistique de test: F(44, 223) = 16,6699  
avec p. critique = P(F(44, 223) > 16,6699) = 1,68464e-049

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:56, page 1

Modèle 20: Effet aléatoires (MCG), utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: TSR

	coefficient	erreur std.	t	p. critique	
const	2,40858	0,540614	4,450	5,60e-06	***
PINS	7,64094e-05	0,00191798	0,03984	0,8682	
PIVS	0,00991617	0,0119500	0,8384	0,4018	
Moy. var. dép.	2,623304	Éc. type var. dép.	3,516035		
Somme carrés résidus	3250,664	Éc. type de régression	3,498755		
Log de vraisemblance	-720,2896	Critère d'Akaike	1446,519		
Critère de Schwarz	1457,314	Hannan-Quinn	1450,884		

Variance 'between' = 9,22876  
Variance 'within' = 3,40783  
valeur de theta pour la "quasi-demeaning" = 0,759219  
corr(y, yhat)^2 = 0,0177119

Test conjoint des régresseurs spécifiés -  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 0,702976  
avec p. critique = 0,70364

Test de Breusch-Pagan -  
Hypothèse nulle : Variance de l'erreur individuelle = 0  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(1) = 346,336  
avec p. critique = 2,6609e-077

Test de Hausman -  
Hypothèse nulle : Les estimateurs des MCG sont non biaisés  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 1,04786  
avec p. critique = 0,892277

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 11: اختبار أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على العائد المساهم الكلي

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:55, page 1

Diagnostiques: Pour un panel supposé équilibré, avec 45 unités de coupes transversales observées sur 6 périodes

Estimation du modèle à effets fixes  
avec des constantes différentes par unité de coupe transversale  
(écart-type des pentes entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	2,5327	(0,34563)	[0,00000]
PINS:	-4,3485e-005	(0,0019483)	[0,98221]
PIVS:	0,004116	(0,013986)	[0,76880]

45 moyennes de groupe ont été soustraites des données

Variance des résidus : 759,947 / (270 - 47) = 3,40783

Significativité conjointe des différences de moyennes par groupe :

F(44, 223) = 16,6699 avec p. critique 1,68464e-049

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle les MCO empilés sont aussi performants que les effets fixes.)

Statistique du test de Breusch-Pagan:

LM = 346,336 avec valeur de P = prob(Khi-deux(1) > 346,336) = 2,6609e-077

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle MCO empilé est adéquat, au contraire de l'alternative des effets aléatoires.)

Variance estimators:

between = 9,22876

within = 3,40783

theta used for quasi-demeaning = 0,759219

Estimation du modèle à effets aléatoires  
avec l'insertion d'une composante individuelle dans le terme d'erreur  
(écart-type entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	2,4056	(0,54061)	[0,00001]
PINS:	7,6409e-005	(0,001918)	[0,96825]
PIVS:	0,0095162	(0,01135)	[0,40254]

Test statistique de Hausman:

H = 1,04756 avec valeur de P = prob(Khi-deux(2) > 1,04756) = 0,592277

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle à effets aléatoires est consistant, en faveur d'un modèle à effets fixes.)

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 12: تقدير نماذج أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى العائد

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 22:59, page 1

Modèle 21: MCO empilés, utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: PER

	coefficient	erreur std.	t de Student	p. critique
const	-1,63140	18,0544	-0,09036	0,9281
PINS	0,0409013	0,161253	0,2536	0,8000
PIVS	0,866912	0,453102	1,913	0,0568 *
Moy. var. dép.	19,80307	Éc. type var. dép.	181,1121	
Somme carrés résidus	8701487	Éc. type de régression	180,5266	
R2	0,013842	R2 ajusté	0,006455	
F(2, 267)	1,873874	p. critique (F)	0,155541	
Log de vraisemblance	-1784,492	Critère d'Akaike	3574,984	
Critère de Schwarz	3585,779	Hannan-Quinn	3579,319	
rho	-0,035382	Durbin-Watson	1,692346	

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 23:01, page 1

Modèle 22: Effets fixes, utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: PER

	coefficient	erreur std.	t de Student	p. critique
const	31,9405	34,0842	0,9371	0,3497
PINS	0,0201078	0,192133	0,1047	0,9167
PIVS	-0,581873	1,37918	-0,4217	0,6737
Moy. var. dép.	19,80307	Éc. type var. dép.	181,1121	
Somme carrés résidus	7390278	Éc. type de régression	182,0447	
R2 - LSDV	0,162444	R2 intra	0,000842	
F(46, 223) - LSDV	0,940238	p. critique (F)	0,585618	
Log de vraisemblance	-1762,443	Critère d'Akaike	3618,885	
Critère de Schwarz	3788,011	Hannan-Quinn	3686,799	
rho	-0,194970	Durbin-Watson	2,004088	

Test conjoint des régresseurs spécifiés -

Statistique de test:  $F(2, 223) = 0,0939184$   
avec p. critique =  $P(F(2, 223) > 0,0939184) = 0,910393$

Test de différence de constante entre groupes -

Hypothèse nulle : Les groupes ont une ordonnée à l'origine commune  
Statistique de test:  $F(44, 223) = 0,899218$   
avec p. critique =  $P(F(44, 223) > 0,899218) = 0,654175$

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 23:04, page 1

Modèle 23: Effet aléatoires (MCO), utilisant les 270 observations  
45 unités de coupe transversale incluses  
Longueur des séries temporelles = 6  
Variable dépendante: PER

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-1,63140	18,0544	-0,09036	0,9280
PINS	0,0409013	0,161253	0,2536	0,7998
PIVS	0,866912	0,453102	1,913	0,0557 *
Moy. var. dép.	19,80307	Éc. type var. dép.	181,1121	
Somme carrés résidus	8701487	Éc. type de régression	180,1894	
Log de vraisemblance	-1784,492	Critère d'Akaike	3574,984	
Critère de Schwarz	3585,779	Hannan-Quinn	3579,319	

Variance 'between' = 0  
Variance 'within' = 33140,3  
valeur de theta pour le "quasi-demeaning" = 0  
 $\text{corr}(y, \hat{y})^2 = 0,0138422$

Test conjoint des régresseurs spécifiés -  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 3,74775  
avec p. critique = 0,153528

Test de Breusch-Pagan -

Hypothèse nulle : Variance de l'erreur individuelle = 0  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(1) = 0,397957  
avec p. critique = 0,528146

Test de Hausman -

Hypothèse nulle : Les estimateurs des MCO sont non biaisés  
Statistique asymptotique de test : Chi-deux(2) = 1,45295  
avec p. critique = 0,483611

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL



الملحق رقم 13: اختبار أثر ملكية المسيرين التأسيسيين والأفراد على القيمة السوقية إلى العائد

sortie de gretl pour acer 2017-05-24 23:00, page 1

Diagnostiques: Pour un panel supposé équilibré, avec 45 unités de coupes transversales observées sur 6 périodes

Estimation du modèle à effets fixes  
avec des constantes différentes par unité de coupe transversale  
(écart-type des pentes entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	31,941	(34,084)	[0,34972]
PINS:	0,020107	(0,19213)	[0,91674]
PIVS:	-0,58157	(1,3792)	[0,67366]

45 moyennes de groupe ont été soustraites des données

Variance des résidus :  $7,39028e+006 / (270 - 47) = 33140,3$

Significativité conjointe des différences de moyennes par groupe :

$F(44, 223) = 0,899215$  avec p. critique  $0,654175$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle les MCO empilés sont aussi performants que les effets fixes.)

Statistique du test de Breusch-Pagan:

$LM = 0,397957$  avec valeur de P =  $\text{prob}(\text{Khi-deux}(1) > 0,397957) = 0,528146$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle MCO empilé est adéquat, au contraire de l'alternative des effets aléatoires.)

Variance estimators:

between = 0

within = 33140,3

theta used for quasi-demeaning = 0

Estimation du modèle à effets aléatoires  
avec l'insertion d'une composante individuelle dans le terme d'erreur  
(écart-type entre parenthèses, p. critique entre crochets)

const:	-1,6314	(18,054)	[0,92807]
PINS:	0,040901	(0,16125)	[0,79996]
PIVS:	0,86691	(0,4531)	[0,05678]

Test statistique de Hausman:

$H = 1,45295$  avec valeur de P =  $\text{prob}(\text{Khi-deux}(2) > 1,45295) = 0,483611$

(Une valeur faible de P joue en défaveur de l'hypothèse nulle selon laquelle le modèle à effets aléatoires est consistant, en faveur d'un modèle à effets fixes.)

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج GRETL

الملحق رقم 14: مصفوفة الارتباط

مصفوفة الارتباط Corrélations

	TSR	ROE	ROA	PER	PBV	EPS	PINS	PIVS
TSR	1	,084	,484**	-,017	,275**	,582**	,010	,132*
Corrélation de Pearson								
Sig. (bilatérale)		,170	,000	,782	,000	,000	,869	,030
N	270	270	270	270	270	270	270	270
ROE	,084	1	,065	,000	,000	,056	-,037	,067
Corrélation de Pearson								
Sig. (bilatérale)	,170		,291	,999	,996	,355	,540	,275
N	270	270	270	270	270	270	270	270
ROA	,484**	,065	1	,022	,148*	,557**	,047	,087
Corrélation de Pearson								
Sig. (bilatérale)	,000	,291		,720	,015	,000	,438	,154
N	270	270	270	270	270	270	270	270
PER	-,017	,000	,022	1	-,044	,000	-,018	,117
Corrélation de Pearson								
Sig. (bilatérale)	,782	,999	,720		,467	1,000	,769	,056
N	270	270	270	270	270	270	270	270
PBV	,275**	,000	,148*	-,044	1	,381**	,067	-,068
Corrélation de Pearson								
Sig. (bilatérale)	,000	,996	,015	,467		,000	,274	,267
N	270	270	270	270	270	270	270	270
EPS	,582**	,056	,557**	,000	,381**	1	,049	-,076
Corrélation de Pearson								
Sig. (bilatérale)	,000	,355	,000	1,000	,000		,423	,216
N	270	270	270	270	270	270	270	270
PINS	,010	-,037	,047	-,018	,067	,049	1	-,281**
Corrélation de Pearson								
Sig. (bilatérale)	,869	,540	,438	,769	,274	,423		,000
N	270	270	270	270	270	270	270	270
PIVS	,132*	,067	,087	,117	-,068	-,076	-,281**	1
Corrélation de Pearson								
Sig. (bilatérale)	,030	,275	,154	,056	,267	,216	,000	
N	270	270	270	270	270	270	270	270

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج SPSS نسخة 22

# فهرس

الصفحة	الموضوع
I	شكر وعرهان .....
II	إهداء .....
III	قائمة المحتويات.....
IV	قائمة الجداول.....
V	قائمة الأشكال.....
VI	قائمة الملاحق.....
VII	قائمة المختصرات.....
VIII	ملخص الدراسة.....
أ- ج	مقدمة.....
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لعلاقة هيكل الملكية بالأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية	
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: هيكل الملكية العوامل المحددة له ضمن نظرية الوكالة .....
3	المطلب الأول: العوامل المحددة لهيكل الملكية.....
3	الفرع الأول: تعريف وتركيب هيكل الملكية.....
13	الفرع الثاني: أنواع ومحددات هيكل الملكية.....
16	الفرع الثالث: هيكل الملكية وتأثير طبيعة المساهمين.....
17	المطلب الثاني: ماهية الأداء المالي و مؤشرات قياسه.....
17	الفرع الأول: مفهوم وأهمية تقييم الأداء المالي والعوامل المؤثرة عليه.....
19	الفرع الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي.....
25	الفرع الثالث: العلاقة بين هيكل الملكية والأداء الداخلي للمؤسسة.....
25	المطلب الثالث: دور هيكل الملكية في تعظيم قيمة المؤسسات الاقتصادية.....
26	الفرع الأول: دور تركيبية الملكية المركزة في تعظيم قيمة المؤسسات.....
26	الفرع الثاني: دور تركيبية الملكية المشتتة في تعظيم قيمة المؤسسات.....
30	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....

30	المطلب الأول: الدراسات العربية.....
38	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.....
44	المطلب الثالث: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.....
46	خلاصة الفصل الأول.....
<b>الفصل الثاني: دراسة حالة عينة من المؤسسات الأردنية العاملة في قطاع الخدمات</b>	
48	تمهيد.....
49	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
49	المطلب الأول : الطريقة المتبعة.....
49	الفرع الأول : مجتمع و عينة الدراسة.....
49	الفرع الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة.....
53	المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة للدراسة.....
53	الفرع الأول : أهمية نماذج البانل (السلاسل الزمنية المقطعية) Panel Model.....
54	الفرع الثاني: النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية.....
64	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.....
64	المطلب الأول : عرض النتائج.....
64	الفرع الأول : نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.....
66	الفرع الثاني : تقدير النماذج القياسية للدراسة.....
66	الفرع الثالث : اختيار أفضل النماذج المقدره.....
94	المطلب الثاني : مناقشة النتائج.....
94	الفرع الأول: تحليل النتائج.....
95	الفرع الثاني: اختبار الفرضيات.....
97	خلاصة الفصل الثاني.....
99	الخاتمة.....
102	قائمة المصادر والمراجع.....
106	الملاحق.....