

أثر هيكل الملكية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة
المصرية

"دراسة إمبريقية"

إعداد

شيماء السيد محمود الناصر

باحثة ماجستير محاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الثالث والأربعون - العدد الثاني أبريل 2021

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

ملخص

استهدفت هذه الدراسة دراسة واختبار أثر هيكل الملكية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة المصرية، لعينة مكونة من (94) شركة مقيدة ومتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية المصرية لسلسلة زمنية مدتها خمس سنوات في الفترة من عام 2013م حتى عام 2017م بإجمالي (470) مشاهدة.

وقد تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتي تمثلت في الملكية الحكومية، والملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، والملكية الفردية كآليات لهيكل الملكية. والمتغير التابع ربحية السهم العادي، مع استخدام حجم الشركة، والرفع المالي، وربحية الشركة، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمتغيرات ضابطة في نموذج الانحدار، وقد تم الاعتماد على الإصدار العاشر من برنامج Eviews لإجراء التحليلات الإحصائية، واستخدمت الباحثة طريقة تحليل الانحدار بهدف الوصول إلى أي المتغيرات التفسيرية لها تأثيراً على المتغير التابع وكذلك إبراز نسبة مساهمة كل متغير مفسر للعلاقة بالمتغير التابع.

هذا وقد أوضحت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة معنوية موجبة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية، حجم الشركة، الرفع المالي مع المتغير التابع ربحية السهم العادي، بينما أوضحت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة بين كل من (الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، الملكية الأجنبية، الملكية الفردية) وربحية السهم العادي، وقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج العام للدراسة 79,5%.

الكلمات الدالة: هيكل الملكية، الملكية الحكومية، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الأجنبية، الملكية الفردية، ربحية السهم العادي.

**The impact of ownership structure on the earnings per share for
Egyptian Companies
"An Empirical Study"**

Abstract

This study aimed to examine and test the effect of ownership structure on earnings per share. The study sample consisted of 94 Egyptian company listed in stock exchange (470) observation during the period from 2013 to 2017. The researcher relied on multiple regression model in order to testing the relation between Independent variables that represented in (government ownership, managerial ownership, institutional ownership, foreign ownership, individual ownership) and the dependent variable earnings per share. The results of the statistical analysis showed that there is a positive statistically significant relationship between institutional ownership, company size, financial leverage with the dependent variable earnings per share, while the results of statistical analysis showed that there is no relationship between (government ownership, managerial ownership, foreign ownership, individual ownership) and the earnings per share, the explanatory power of the general model of the study was 79.5%.

Keywords: Ownership Structure, Government Ownership, Managerial Ownership, Institutional Ownership, Foreign Ownership, Individual Ownership, Earnings per share.

مقدمة ومشكلة البحث

في ظل كبر حجم الوحدات الاقتصادية وظهور الشركات المساهمة واختلاف أنشطتها لم يعد المالك قادراً على تمويل أو إدارة هذه الشركات بمفرده، وقد أدى ذلك إلى انفصال ملكية رأس المال عن الإدارة حيث يعتمد الملاك على المديرين ذوي الكفاءة كوكلاء عنهم وذلك لإدارة أنشطة الشركة مقابل عائد يدفعه الملاك لهم (أبو سالم، 2012).

وتصوغ نظرية الوكالة "Agency Theory" العلاقة بين الملاك والإدارة في شكل علاقة وكالة وعرفها (Hall, 2016) بأنها " عقد يتفق بمقتضاه شخص أو أكثر (الأصيل) مع شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنه والذي يتضمن سلطة اتخاذ بعض القرارات للوكيل"، حيث يحاول طرفي علاقة الوكالة تعظيم منفعتهم، وبالتالي يسعى الملاك (الأصيل) إلى تعظيم ثروتهم من خلال تعظيم قيمة الشركة، في حين تعمل الإدارة (الوكيل) على تعظيم مصالحها الخاصة من خلال تعظيم ما تحصل عليه من مكافآت وحوافز حتى ولو أدى ذلك إلى الإضرار بقيمة الشركة، مما يقود إلى حدوث تعارض في المصالح بين الملاك والإدارة بسبب خاصية "عدم تماثل المعلومات" التي تعتبر سمة علاقات الوكالة، حيث تمثل المصدر الأساسي للمشاكل التي يمكن أن تنشأ في علاقات الوكالة، وترجع مشكلة عدم تماثل المعلومات إلى عدم قدرة الأصيل على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة، ومن ثم قد يتمتع الوكيل بمعلومات خاصة لا يعلمها الأصيل وتعد مشكلة الوكالة بمثابة الدافع الرئيسي وراء إجراء دراسات حول هيكل ملكية الشركات.

يعتبر هيكل الملكية من أكثر الموضوعات شيوعاً في الأدب التمويلي وخاصةً في الآونة الأخيرة، حيث جذب اهتمام كثير من الباحثين خاصة بعد حدوث الأزمات المالية وانهيار وإفلاس المؤسسات الكبرى، مما أدى إلى إلقاء الضوء على آليات الحوكمة والتي يعتبر هيكل الملكية أحد أهم هذه الآليات، ويرجع ذلك إلى تأثيره على سلوك الإدارة عند رسم المسارات المستقبلية للشركة، لذا ينظر إلى هيكل الملكية الخاص بالشركة بأنه يمكن أن يمثل القوة المضادة التي يمكن الاعتماد عليها في مواجهة قوة ونفوذ الإدارة، فوفقاً للمدى الذي يستطيع فيه الملاك أداء دور رقابي فعال في الشركة، سوف تنخفض التصرفات الانتهازية لدى الإدارة التي من شأنها الإضرار بقيمة الشركة، ومن ثم الإضرار بمصالح هؤلاء الملاك (حسن، 2016).

وطبقاً لنمط هيكل الملكية داخل الشركة يتم تحديد أهداف، وتفضيلات كل نمط منهم والسياسات المتبعة في مستوى الشفافية والإفصاح عن أداء الشركة الحقيقي، حيث أن هيكل الملكية أحد العوامل الهامة لحوكمة الشركات، وأن لديه تأثير كبير على أداء الشركات والقيمة

السوقية، حيث أن المساهمين لديهم القدرة على مراقبة كافة جوانب نشاط الشركة من أجل تعظيم استثماراتهم، وهذا يحد من مشكلة الوكالة بين الوكيل والمساهمين (غانم، 2017).

ومع ظهور العديد من الأزمات المالية التي أهدقت بموثوقية القوائم والتقارير المالية المنشورة ومصداقية معديها والمدققين لها، مما أدى إلى ضياع حقوق أصحاب المصالح، كما أدى إلى فقدان ثقة المستثمرين في المعلومات المتدفقة من القوائم والتقارير المالية التي تصدرها تلك الوحدات، لذا اتجهت كثير من الشركات لتطبيق آليات حوكمة الشركات، وتوفير معلومات حول نمط وتركيبية الملكية في الشركة، واتخاذ هوية المساهم كمقياس لتركيبية الملكية على أساس أن هناك تباين في هويات المساهمين وفقاً لثرواتهم وكفاءاتهم وتفضيلاتهم وعلاقتهم بالشركة، حيث يرسم هيكل الملكية إلى حد كبير مشكلة الوكالة في الشركة بالإضافة إلى أنه يؤثر أيضاً على إعداد تقارير الشركة، لأنه عندما يكون لمالك ما حق الرقابة الفعالة في الشركة فإنه يتحكم في إنتاج المعلومات المحاسبية وسياسات التقرير، مما يؤدي إلى انخفاض مصداقية المعلومات المحاسبية، وعدم ثقة المستثمرين في المعلومات بسبب أنهم يتوقعون أن المالك المسيطر يقر عن معلومات محاسبية تحقيقاً لمصالحه الذاتية لا تعكس ما وراء المعلومات الاقتصادية للشركة (عفيفي، 2011).

ونظراً لكون المستثمر يسعى دائماً لتوجيه استثماراته في شركات ذات سمعة طيبة تتسم إداراتها بالشفافية، تجد الباحثة أن حوكمة الشركات وخاصة آلية هيكل الملكية تعد أحد الآليات التي توفر معلومات محاسبية ذات جودة مرتفعة، حيث تلعب دوراً مهماً في زيادة تنافسية الشركات المساهمة العامة من خلال تحسين إدارة الشركات وتحقيق التوازن بين إدارة الشركات والمساهمين والعاملين والدائنين وغيرهم.

وعلى الرغم من أهمية دراسة أثر هيكل الملكية على ممارسة الدور الرقابي بصفة عامة، متضمناً الملكية (الحكومية، والإدارية، والمؤسسية، والأجنبية، والفردية) وخاصةً في ظل التحولات والانتقالات الذي مر بها الاقتصاد المصري في الآونة الأخيرة، وما تأثر به الاقتصاد من الأوضاع السياسية الذي هدفت بشكل كبير إلى تعزيز كفاءة السوق وإدخال آليات لتحسين حوكمته ورقابته، إلا أن البحوث في مصر تفتقر إلى الدراسات التي تتعلق بأثر هيكل الملكية على ربحية السهم العادي في الشركات المساهمة المصرية.

في ضوء ما تقدم يمكن صياغة المشكلة البحثية في التساؤل التالي:

ما هو أثر هيكل الملكية على ربحية السهم في الشركات المساهمة المصرية؟

هدف الدراسة

من خلال مشكلة البحث يمكن تحديد الهدف الرئيسي للبحث فيما يلي:

دراسة أثر هيكل الملكية على ربحية السهم في الشركات المساهمة المصرية.

وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

- 1- دراسة أثر الملكية الحكومية على ربحية السهم العادي.
- 2- دراسة أثر الملكية الإدارية على ربحية السهم العادي.
- 3- دراسة أثر الملكية المؤسسية على ربحية السهم العادي.
- 4- دراسة أثر الملكية الأجنبية على ربحية السهم العادي.
- 5- دراسة أثر الملكية الفردية على ربحية السهم العادي.

أهمية الدراسة

ترجع أهمية الدراسة إلى عدة عوامل واعتبارات من أهمها:

- 1- تعد الدراسة ذات أهمية للمستثمرين لمعرفة كيف يمكن لاختلاف نمط الملكية في الشركات أن يؤثر على ربحية السهم العادي، مما يساعدهم في توجيه استثماراتهم نحو الشركات التي يرتفع بها مستوى الإفصاح والشفافية عن المعلومات المحاسبية وعن هيكل الملكية.
- 2- يحتاج المستثمر في ظل تعاظم دور أسواق المال في الحركة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية إلى توافر درجة الثقة في المعلومات المحاسبية، من خلال تنوع أنماط هيكل الملكية وتركيباتها ومحاولة توضيح انعكاس ذلك على ربحية السهم في الشركات المساهمة.
- 3- يختبر البحث الحالي أثر هيكل الملكية على ربحية السهم في الشركات المساهمة المصرية، وقياس أنماط مختلفة من هيكل الملكية وهي (الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية، والملكية الفردية)، وبالتالي فوجود دليل على تلك العلاقة قد يزيد من ثقة المستثمرين ويعمل على تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية.

خطة الدراسة

في ضوء العرض السابق يمكن تقسيم خطة الدراسة على النحو التالي:

أولاً: الدراسات السابقة.

ثانياً: هيكل الملكية في الفكر المحاسبي.

ثالثاً: ربحية السهم العادي.

رابعاً: الدراسة الإمبريقية.

أولاً: الدراسات السابقة

يناقش هذا القسم أهم الدراسات التي تناولت دراسة واختبار أثر هيكل الملكية على ربحية السهم في الشركات المساهمة المصرية لتحليل هذه الدراسات وماتوصلت إليه من نتائج للاستفادة منها في إتمام الدراسة الحالية نعرضها على النحو التالي:

- دراسة (Desender et al. , 2009):

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر هيكل الملكية (الإدارية، والفردية، والأجنبية، والحكومية) وأداء الأسهم في سوق الأوراق المالية في إسبانيا. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، مع استخدام (حجم الشركة) كمتغير ضابط، وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 285 شركة، خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2002، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الملكية الإدارية، الملكية الأجنبية، حجم الشركة يرتبط إيجابياً مع الأداء للأسهم، في حين وجود علاقة سالبة بين الملكية الفردية وأداء الأسهم، وعدم وجود علاقة بين الملكية الحكومية وأداء الأسهم.

- دراسة (Chen et al., 2013):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين هيكل الملكية للمؤسسات (الحكومية، الفردية، الأجنبية) والتغير في عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الصين. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، واستخدمت كل من (حجم الشركة، الرافعة المالية) كمتغيرات ضابطة، وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 1458 شركة، خلال الفترة من عام 1998 إلى عام 2008، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية، الملكية الحكومية، الملكية الأجنبية، حجم الشركة يرتبط إيجابياً مع العوائد للأسهم، في حين عدم وجود علاقة بين الرفع المالي والتغير في عوائد الأسهم.

- دراسة (El ghouti., 2014):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين هيكل الملكية (المؤسسية، الفردية، الإدارية) والأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية. وقد اعتمدت

الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، واستخدمت كل من (حجم الشركة، عمر الشركة، الرافعة المالية، الربحية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) كمتغيرات ضابطة، وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 85 شركة، خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2011، وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الفردية وعوائد الأسهم، وعدم وجود علاقة بين كل من (الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية) و عوائد الأسهم.

- دراسة (Jankensgarda and Vilhelmssonb, 2015):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين هيكل الملكية (المؤسسية، الأجنبية) والتغير في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في السويد. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، واستخدمت كل من (حجم الشركة، الربحية) كمتغيرات ضابطة، وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 114 شركة، خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2013، وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين كل من (الملكية المؤسسية، حجم الشركة، الربحية) والتغير في عوائد الأسهم، وعدم وجود علاقة بين الملكية الأجنبية والتغير في عوائد الأسهم.

- دراسة (Abdulsamad and Yusoff, 2016):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركات المساهمة في ماليزيا، وقد اعتمدت الدراسة على الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في (الملكية الحكومية، الملكية الأجنبية) والمتغير التابع (أداء الشركات معبراً عنه بالعائد على الأصول، وربحية السهم العادي)، وقد تم تطبيق الدراسة على 369 شركة مساهمة مدرجة في البورصة بماليزيا في الفترة من عام 2003 حتى عام 2013، وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين كل من الملكية الحكومية، الملكية الأجنبية وربحية السهم العادي عند مستوى معنوية 5%.

- دراسة (Jumria, 2018):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين كل من الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، القيمة السوقية إلى الدفترية على أداء أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا، وقد اعتمدت الدراسة على الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (أداء الأسهم معبراً عنه بربحية السهم العادي)، وقد تم تطبيق الدراسة على 148 شركة مساهمة مدرجة

في بورصة إندونيسيا في عام 2017، وأشارت نتائج الدراسة الى وجود علاقة موجبة بين كل من الملكية الإدارية، القيمة السوقية إلى الدفترية وربحية السهم العادي عند مستوى معنوية 5%، 1% على الترتيب، بينما لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وربحية السهم العادي.

تحليل نتائج الدراسات السابقة:

- 1- على الرغم من أن الدراسات السابقة اتفقت من حيث الهدف على اختبار أثر هيكل الملكية على ربحية السهم، إلا أنها اختلفت في بعض المتغيرات المستقلة التي استخدمتها كل دراسة للتعبير عن هيكل الملكية.
- 2- اتفقت الدراسات السابقة من حيث تصميم النموذج العام على استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، إلا أنها اختلفت فيما بينها من حيث تضمين المتغيرات الضابطة إلى نموذج الانحدار فبعضها استخدم المتغيرات المتوقعة أن يكون لها أثر على ربحية السهم كمتغيرات مستقلة دون وضع أي متغيرات ضابطة، والبعض الآخر استخدم عدد من المتغيرات المستقلة وأضاف بعض المتغيرات الضابطة إلى نموذج الانحدار.
- 3- تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة الأجنبية في اختبار أثر هيكل الملكية على ربحية السهم، إلا أنها تختلف عنها من حيث بيئة التطبيق حيث يصعب تعميم ما توصلت إليه الدراسات الأجنبية من نتائج في بيئة الأعمال المصرية.
- 4- هناك تباين في بعض نتائج الدراسات السابقة فيما يخص العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وقد يرجع ذلك إلى بعض العوامل مثل اختلاف فترة التطبيق، وبيئة التطبيق، واختلاف التعريفات الإجرائية المستخدمة لنفس المفهوم النظري.

ثانياً: هيكل الملكية في الفكر المحاسبي

يعد هيكل الملكية المتغير التنظيمي الرئيسي الذي يؤثر على نتائج الشركة، ففي ظل نظرية الوكالة المقترحة من قبل (Jensen and Meckling, 1976) فإن المديرين باعتبارهم وكلاء عن الملاك لديهم رغبة نحو تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح الملاك الآخرين، حيث يعتبر هيكل ملكية الشركات عنصراً مهماً لحوكمة الشركات حيث أن تركيبة الملكية يمكن أن تمثل أحد الدعام التي يمكن الاعتماد عليها في تشديد الرقابة على تصرفات وسلوك الإدارة فيؤدي إلى حل المشاكل التقليدية للوكالة، فإن هيكل الملكية يعبر عن هويات أصحاب حقوق الشركة وحجم ممتلكاتهم (عفيفي، 2011).

الأنماط والتصنيفات المختلفة لهيكل الملكية في الشركات المساهمة

يوجد العديد من التصنيفات المختلفة لهيكل الملكية في الشركات المساهمة تبعاً لعدة أسس وكل تصنيف منهم يستند إلى إطار معين كما يلاحظ وجود تداخل بين هذه التصنيفات، وفيما يلي عرض لهذه التصنيفات وأثارها الإيجابية والسلبية:

أ- تصنيف هيكل الملكية على أساس درجة تركيز ملكية الأسهم:

يمكن تصنيف هيكل الملكية من حيث درجة تركيز الأسهم إلى ملكية مشتتة وملكية مركزة ويتم تناول كل منهما على النحو التالي:

1- الملكية المشتتة "Ownership Dispersion":

يعنى هذا النوع من الملكية انتشار ملكية الأسهم بين عدد كبير من المساهمين بالشركة نتيجة لطرح أسهم الشركة للاكتتاب العام، وكل مساهم يمتلك عدد محدوداً من أسهم رأس مال الشركة، بحيث لا تتعدى ملكية أي مساهم نسبة 5% من أسهم الشركة (هلال، 2012).

حيث تتمتع هياكل الملكية المشتتة بالعديد من الإيجابيات منها (أحمد، 2009):

- تشتت الملكية بين عدد كبير من المستثمرين يعمل على توسيع قاعدة الملكية وتشجيع المدخرات الصغيرة على الاستثمار في بورصة الأوراق المالية مما يؤدي إلى تحقيق سيولة في أسواق رأس المال.

- قدرة المساهم على بيع أسهمه بسهولة عند الشعور بعدم الرضا عن سلوك الإدارة وأداء الشركة وهذا غير متاح في حالة تركيز الملكية في يد كبار المساهمين، فالتهديد بالخروج يغرس الحرس والانضباط في سلوك الإدارة العليا نظراً لارتفاع تكلفة تمويل المنشأة وصعوبة توفير أموال جديدة واستعادة ثقة المستثمر.

أنه على الرغم من هذه الإيجابيات التي توجه لهذا النوع من الملكية إلا أن هناك بعض الدراسات التي تناولت السلبيات منها (الخيال، 2009؛ خضر، 2014):

- إن تشتت الملكية ينتج عنه عدم وجود حافز لدى المساهمين لمراقبة أنشطة وأعمال الشركة وبالتالي ضعف مشاركة المساهمين في قرارات أو سياسات الإدارة مما يدفعهم برغبة في تحقيق أرباح في المدى القصير مما يستلزم اتخاذ قرارات سريعة قد لا تؤدي بالضرورة إلى أرباح الشركة على المدى الطويل.

- أن هيكل الملكية المشتت بين عدد كبير من المساهمين يؤدي إلى انفصال الملكية عن الإدارة، وبالتالي يكون المديرين هم المسيطرون على أنشطة الشركة ويسعون إلى اتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم على حساب الملاك ويكون هناك تأثيراً سلبياً على أداء الشركة.

2- الملكية المركزة "Ownership Concentration":

تتسم الشركات ذات تركيز الملكية بامتلاك عدد محدود من المساهمين لأسهم الشركة، حيث يمتلك كل مساهم نسبة كبيرة من أسهم الشركة، يطلق عليهم كبار المساهمين، وفي ظل هذا التركيز للملكية تتاح الفرصة لهؤلاء المساهمين للقيام بأعمال الإدارة والسيطرة والرقابة على الشركة ويطلق على هذا النوع هياكل الملكية الأفقية أو المباشرة (المليجي، 2010).

وقد تناولت بعض الدراسات على سبيل المثال دراستي (Lskavyan and Spatareanu, 2011; الخيال، 2009) إيجابيات وسلبيات هذا النوع من الملكية منها:

- أنه في حالة تركيز الملكية يعمل المساهمون المسيطرون على تولى الأعمال الإدارية مما يؤدي إلى تحسين أداء الشركة مما ينعكس على قيمة الشركة حيث تقل احتمالات حدوث سوء إدارة إذ أن هذا الجهد سيعود عليهم في النهاية.

- تتميز هياكل الملكية المركزة بالميل إلى اتخاذ القرارات التي تطور أداء الشركة على المدى الطويل، ويكون لديها امتلاك القوة والحافز على مراقبة الإدارة.

ومن ناحية أخرى قد يكون لتركيز الملكية بعض السلبيات منها:

- أن يقوم كبار المستثمرين باستغلال حقوق الأقلية من حملة الأسهم واتخاذ قرارات تحقق مصالحهم الخاصة وتقلل من الحقوق المتبقية لبقية حملة الأسهم، وذلك عن طريق استغلال مناصبهم والعلاقة مع الشركات الأخرى التي لها سلطة أو سيطرة على الشركة أيضاً مثل الحصول على قروض خاصة ورهن أصول الشركة، أو دفع توزيعات خاصة لها.

- أن احتمالية التواطؤ من كبار المستثمرين مع الإدارة يؤدي إلى عدم تمتع مساهمي الأقلية بحقوقهم القانونية في أغلب الأحيان وإهدار موارد الشركة وهذا بالتأكيد يؤدي إلى عدم تطوير أنظمة السوق.

ج- تصنيف هيكل الملكية من حيث هوية المساهمين:

1- الملكية الحكومية "Government Ownership"

ويقصد بها تركيز ملكية الأسهم في يد شركات القطاع العام والجهات الحكومية سواء بشكل مباشر أم غير مباشر وذلك من خلال الشركات القابضة حيث تقوم الحكومة بدور مهم في النشاط الاقتصادي، حيث تلعب الحكومة دور (الوكيل) ويكون المواطن هو(الأصيل) ولكنه أصيل لا يمكنه مراقبة الإدارة بشكل مباشر، ولأن الحكومة ليست هي الأصيل الحقيقي يكون لديها أهداف أخرى مثل الحفاظ على مستوى توظيف مرتفع وتشجيع التنمية، فتسعى إلى الاستيلاء على ثروات المساهمين الآخرين بهدف تحقيق أهداف قومية.

ويمكن تلخيص إيجابيات الوجود الحكومي في الشركات المساهمة العامة كما يلي:

- أن الحكومة في سبيل تشجيعها للرفاهية العامة فإنها تسعى نحو زيادة شفافية المعلومات وتعزيز إفصاح الشركة لكل مستخدمي المعلومات، وأنه في حالة كونها مراقباً مسيطراً يمكن ان تراقب بشكل فعال ومباشر أداء وأفعال الإدارة، وبذلك تخفض تكاليف ومشاكل الوكالة (Hope et al., 2009).

- إن الحكومة كحامل سهم مسيطر يمكنها توفير استثمارات طويلة الأجل ينتج عنها بناء علاقة قوية بين الشركات والمساهمين وماتحي الانتماء، وبالتالي يمكن تحسن بيئة المعلومات الكلية وانخفاض مشكلة عدم تماثل المعلومات (Ellul et al., 2007).

ولكن هناك بعض السلبيات التي توجه لها يمكن إيجازها فيما يلي:

- تعاني الشركات التي بها تركيز ملكية حكومية من مشكلة الوكالة بشكل واضح وذلك بسبب أن المالك الأصلي لهذه الشركات هم المواطنون، ولكن بدورهم كأصلاء لا يمكنهم مراقبة الإدارة بشكل مباشر، حيث ينوب عنهم الحكومة، وحيث أن الحكومة ليست هي المالك الأصلي تقوم بتعيين الموظفون الحكوميون الذي يكون لديهم دافع أقل لمراقبة الإدارة مما يعود بالضرر على المواطنين، حيث يكون الموظفون الحكوميون مسئولون من قبل الحكومة وليس من قبل الملاك العاديين مما يدفعهم إلى العمل على إرضاء الحكومة على حساب مصالح الملاك الآخرين (Siregarand Utama, 2008).

- تعارض الأهداف حيث تسعى الحكومة إلى تحقيق أهداف اجتماعية وسياسية التي غالباً تتعارض مع تعظيم قيمة الشركة مما يزيد الخطر الذي يتعرض له المساهمون الآخرون (Ben-Nasr et al., 2009).

2- الملكية المؤسسية "Institutional Ownership":

ويقصد بها تركيز ملكية أسهم الشركة في يد بعض المؤسسات المستثمرة مثل شركات التأمين وصناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، حيث يمتلكون نسبة كبيرة ومؤثرة من أسهم الشركة بالدرجة التي تمنحهم الحق في المشاركة بشكل فعال في رقابة قرارات وتصرفات الإدارة، وذلك يرجع لما يتوافر لديهم من الدافع والقدرة على ممارسة الرقابة الفعالة على سلوك الإدارة مما يؤدي إلي تخفيض تكاليف الوكالة (Boehmer and Kelley, 2009)، حيث أن المستثمر المؤسسي له دور رقابي فعال لما لديه من الخبرة والكفاءة في الحصول على المعلومات من مصادرها الرئيسية وتحليلها واستخلاص النتائج مما يؤدي إلي عدم قدرة الإدارة علي استغلال المعلومات الداخلية لتحقيق مصالحها الخاصة (Markarian and Bricker, 2008)، مما يؤثر علي قيمة وأداء الشركة مقارنة مع المستثمرين الأفراد وذلك للأسباب التالية (عبيد، 2010):

- يعد كبر حجم الاستثمارات التي يقوم بها تلك المؤسسات وضخامة حجم المسؤولية التي تتحملها حافزاً ودافعاً للقيام بدور رقابي فعال على الشركات التي يستثمرون أموالهم فيها، سواء من خلال الرقابة المباشرة أو الغير مباشرة.
- قدرة هذه المؤسسات على تجميع وتحليل كم كبير من المعلومات عن الشركة بكفاءة أعلى وتكلفة أقل من المستثمرين الأفراد وذلك لما تمتلكه من قدرات فنية وخبرة وكفاءة عالية، وهذا ما يمكنها للقيام بدور أساسي في حوكمة الشركات، وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية (الإدارة) والأطراف الخارجية (المستثمرين)، حيث تستغل الإدارة حالة عدم تماثل المعلومات لتحقيق منافعها الخاصة علي حساب منافع الأطراف الأخرى في الشركة. ويمكن تلخيص إيجابيات الملكية المؤسسية فيما يلي:
- أن وجود ملاك مؤسسات يقود إلي وجود رقابة فعالة على المديرين باعتبار أن المؤسسات مستثمرون على درجة عالية من الوعي والقدرة على تحليل هذه المعلومات حيث إنهم يمارسون التصويت بانتظام للدفاع عن حقوقهم (Hayat, 2018).
- دعم قدرة الشركة على النمو والاستمرار وتعزيز سياسات الأجل الطويل، حيث تميل المؤسسات الاستثمارية إلي اتخاذ قرارات تحقق مكاسب على المدى الطويل مما يعزز أداء الشركة (أحمد، 2009).
- يعتبر تركيز الملكية المؤسسية آلية هامة لتخفيض تكاليف ومشاكل الوكالة، وتحقيق الحماية لمصالح المستثمرين، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة، وذلك لما يتوافر لديهم من الدافع

والحافز لممارسة الرقابة الفعالة والنشطة على تصرفات وسلوكيات وقرارات الإدارة، حيث أن الشركات التي تمتلك فيها المؤسسات نسبة عالية من الأسهم تزداد فيها تغيير إدارة الشركة وذلك كعقاب على سوء الإدارة بالمقارنة مع نظيرتها التي يمتلك فيها الأفراد نسبة عالية من الأسهم (أحمد، 2009).

وعلى الرغم من هذه الايجابيات إلا أن هناك بعض السلبيات يمكن تلخيصها فيما يلي:

- إن ارتفاع تركيز الملكية في يد مستثمر مؤسسي ينشأ عنه مشكلة الحصانة التي تنشأ عن طريق إمكانية استخدام هذا المستثمر نفوذه للسيطرة والاستحواذ على حقوق مساهمي الأقلية من خلال اتخاذ الإجراءات والقرارات التي تخدم مصالحه الخاصة دون النظر إلي مصالح المساهمين الآخرين (Dyck and Zingales, 2004).

- أنه في ظل ملكية المستثمر المؤسسي صاحب النظرة قصيرة الأجل يسعى لتوجيه الإدارة نحو اتباع سلوك استثماري يحقق مكاسب وأداء مالي جيد في الأجل القصير دون مراعاة أداء الشركة على المدى الطويل ((أبو العلا، 2020).

3- الملكية الإدارية "Managerial Ownership":

يقصد بها تركيز ملكية أسهم الشركة في يد أعضاء مجلس الإدارة، ففي ظل نظرية الوكالة ينتج عن الفصل بين الملكية والإدارة تضارب في المصالح بين المديرين وحملة الأسهم حيث يكون لدى المديرين الدوافع لتحقيق مصالحهم الخاصة وتعظيم ثروتهم عن طريق زيادة الحوافز والمكافآت على حساب حملة الأسهم، وهذا التضارب ينشأ عنه مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المديرين وحملة الأسهم وارتفاع في تكاليف الوكالة حيث أن الشركات التي يكون فيها نسبة ملكية إدارية مرتفعة تكون تكاليف الوكالة منخفضة بشكل كبير، وتزداد تكاليف الوكالة مع انخفاض نسبة الملكية الإدارية، وبالتالي يمكن حل هذه المشكلة من خلال تملك الإدارة لجزء من الأسهم حيث يؤدي ذلك إلي تقارب المصالح بين المديرين وتحقيق الأهداف التي يصبوا إليها المساهمين، حيث في حالة تزايد نسبة الأسهم المملوكة من قبل الإدارة تقوم الإدارة باتخاذ القرارات التي تعظم من قيمة الشركة وتحقق مصالح حملة الأسهم الآخرين حيث إن ذلك سوف يعظم ثروتهم الخاصة أيضاً (Hayat et al., 2018).

ويوجد تأثيران متعارضان بالنسبة للدور الذي تلعبه الملكية الإدارية لتحقيق مصالح المساهمين هما:

التأثير الأول: تأثير تقارب المصالح

تؤدي زيادة الملكية الإدارية إلى تقارب المصالح بين المديرين وحملة الأسهم الآخرين، وبالتالي يقومون باتخاذ قرارات استثمارية أكثر دقة تعمل على تعظيم ثروة المساهمين حيث أنهم يصبحون جزء من تكاليف أفعالهم، وبالتالي يقومون باتخاذ قرارات استثمارية أكثر دقة تعمل على تعظيم ثروة المساهمين حيث أنهم يصبحون جزء من تكاليف أفعالهم، أي انه في ظل فرض تقارب المصالح تعتبر الملكية الإدارية آلية لتقييد السلوك الانتهازي للمديرين (Han, 2005).

التأثير الثاني: تأثير التحصين

حيث أنه عندما ترتفع مستويات ملكية الإدارة ليصبح المديرين يمتلكون نسبة كبيرة من أسهم الشركة، فإن ذلك يجعل من الصعوبة لحملة الأسهم الآخرين مراقبة الإدارة ويمنح القوة للمديرين للتغلب على آليات الحوكمة والقدرة على اتخاذ القرارات التي تخدم مصالحهم الخاصة مع تجاهل مصالح حملة الأسهم الصغار، حيث يكون أمامهم مجال كبير للتصرف انتهازيا عندما يكون لديهم سلطة رقابية دون الخوف من العزل أو فرض الجزاءات حيث يصبح المدير محصناً بالكامل (AL-Fayoumi et al., 2010).

ويمكن تلخيص إيجابيات الملكية الإدارية كما يلي:

- أكدت دراسة (Abor and Biekle, 2007) وجود علاقة ايجابية بين مستوى أداء الشركات ونسبة الملكية الإدارية المرتفعة، حيث أن الملكية الإدارية تحسن من تقارب المصالح بين المديرين وحملة الأسهم الخارجيين، وتقلل من تكاليف الوكالة ومن مشكلة عدم تماثل المعلومات حيث أن المديرين هم الملاك في نفس الوقت أي أنهم في طليعة العاملين ببواطن الأمور ولذلك فإن المديرين ذوي أهمية كبيرة في هيكل الملكية لأنهم الطرف المقابل للملاك عند الحديث عن انفصال الملكية عن الإدارة في إطار مشكلة الوكالة (مصطفى، 2010).

وعلى الرغم من ذلك وجهت دراسة (أحمد، 2009) بعض السلبيات للملكية الإدارية:

- في ظل تضارب المصالح بين المديرين وحملة الأسهم قد ينشأ ارتفاع في مشكلة عدم تماثل المعلومات حيث يتوافر لدى الإدارة معلومات عن الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة بشكل أكبر مما هو متاح للأطراف الخارجيين، مما يجعل الإدارة مهيمنة على سلطة اتخاذ القرارات التي تخدم مصالحها على حساب المساهمين الأقلية وذلك بسبب تأثير التحصين.

4- الملكية الأجنبية "Foreign Ownership"

ويقصد بها تركيز ملكية الأسهم في يد مستثمر ليس من مواطني البلد المستثمر فيها، أو مستثمر مقيم في دولة ما لحصة في مشروع مقام في دولة أخرى حيث يمكن أن يكون المستثمر

الأجنبي صناديق استثمار أو غيرها من المؤسسات الاستثمارية، وتختلف حجم ملكية الأجانب في دول العالم وأيضاً دخل كل دولة من فترة لأخرى وفقاً للظروف الاقتصادية والسياسية ومحفزات الاستثمار (سحلول، 2011).

وهناك رأيان متعارضان فيما يتعلق بالملكية الأجنبية ودورها في سوق الأوراق المالية (Guo et al., 2014):

الرأي الأول: يرى أن المؤسسات المالية الأجنبية أقل أداءً من المؤسسات المحلية، نظراً لأن المسافة تجعل من الصعوبة على المستثمر الأجنبي الحصول على معلومات دقيقة والقدرة على مراقبة أداء الشركة.

الرأي الثاني: يرى أن المؤسسات الأجنبية أفضل أداءً من المؤسسات المحلية، حيث تساعد تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على رفع معدل الاستثمار وخاصة في الدول النامية، وأن الملكية الأجنبية تميل إلى تعيين مراجعين ومدققين لهم خبرة كبيرة ولديهم نظام معلومات محاسبية ذو جودة عالية.

ويمكن تلخيص إيجابيات الملكية الأجنبية فيما يلي:

- يتميز الاستثمار الأجنبي بأنه استثمار طويل الأجل حيث يعتمد على التحليل المالي وليس على العواطف والإشاعات مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية صحيحة تعظم من قيمة الشركة وتنعكس إيجابياً على أداء الشركة (إبراهيم، 2004).

- يميل المستثمر الأجنبي إلى الاستثمار في مجالات جديدة لا يقدم عليها المستثمر المحلي مما يؤدي إلى زيادة التدفقات الاستثمارية من العملة واستيراد المعرفة التكنولوجية والخبرة الفنية، حيث أن المستثمر الأجنبي لديه خبره وقدرة فنية عالية تجعله يقود الشركة نحو التقدم وتحقيق تنمية الأسواق المال المحلية (chen et al., 2013).

ولكن يعاب عليها ببعض السلبيات منها:

- تحويل الصناعة الوطنية إلى صناعة مملوكة إلى الأجانب على المدى الطويل مما يؤدي إلى الإضرار بمستقبل الشركة وله تأثير سلبي على الاقتصاد القومي، حيث يسعوا إلى تحويل عائداتها إلى خارج مصر (إبراهيم، 2004).

- حرص المستثمر الأجنبي على الربح في الأجل القصير مما يجعله يتخذ قرارات لتحقيق الربح السريع، والسعي نحو تحقيق المصلحة الخاصة على حساب مصالح باقي المساهمين (chen et al., 2013).

5- ملكية الأفراد (ملكية كبار المساهمين) *Block Holders*:

يقصد بها تركيز ملكية أسهم الشركة في يد عدد قليل من حملة الأسهم الخارجيين (كبار الملاك من الأفراد) بخلاف أعضاء مجلس الإدارة، حيث يمتلكون حصصاً كبيرة للغاية وتتوزع الأسهم على عدد صغير من المساهمين، وعلى الرغم من دورهم الفعال في الرقابة. وهناك وجهة نظر ترى أن كبار المساهمين من الأفراد يستندون في قراراتهم إلى قدر ضئيل من المعلومات، وتتجه أهدافهم نحو المضاربة بغرض الحصول على ربح أو عائد سريع من استثماراتهم في الأوراق المالية (عبيد، 2010).

أما وجهة النظر الأخرى ترى أن كبار المساهمين الأفراد الخارجيين مستثمرون لديهم الحافز والقدرة على ممارسة الرقابة على تصرفات وسلوك الإدارة أكثر من صغار المساهمين، حيث أن وجود مساهمين كبار في الشركة يعمل على تقارب المصالح بين المديرين والمساهمين الخارجيين وأن المستثمرين الذين يمتلكون حصص ملكية كبيرة يوجد لديهم دوافع قوية لتعظيم قيمة الشركة (Wang, 2006).

ولكن هناك بعض السلبيات التي توجه إلى هذا النوع من الملكية:

- قد يسيء كبار المساهمين المسيطرين استخدام ما يمتلكونه من حقوق تصويت وهو ما يسمى بمشكلة التصويت، عن طريق قيامهم بمصادرة أموال المساهمين الآخرين من خلال اتخاذ قرارات استثمارية تحقق منافعهم على حساب مصالح باقي المساهمين.
- ترتبط دوافع كبار المساهمين لتعظيم قيمة الشركة وحماية حقوق مساهمي الأقلية بمدى التباين بين حقوق التصويت وحقوق التدفق النقدي، حيث أنه عند زيادة حقوق التدفق النقدي يعمل ذلك على تقارب المصالح بين كبار المساهمين ومساهمي الأقلية ويوجد الحافز والدافع لتعظيم قيمة الشركة، بينما في ظل وجود تباين كبير بين حقوق التصويت وحقوق التدفق النقدي (Claessens et al.,2000).

ثانياً: ربحية السهم العادي (Eps)

يقصد بالربحية هي مدى قدرة الشركة على تحقيق الربح والكسب عن طريق اتباع عملياتها ضمن فترة زمنية معينة بصورة تكفل أقل المخاطر المحتملة، ويتم الإفصاح عنها من خلال بيان العلاقة القائمة بين الاستثمارات التي تساهم في تحقيق الأرباح ذاتها التي تتوصل لها الشركة وتحققها (علوان، 2015).

وتصنف ربحية السهم على أنها واحدة من مؤشرات الربحية؛ لسهولة مقارنتها ضمن الفترات الزمنية السابقة، بالإضافة لوجود مقارنة لربحية السهم مع الشركات المنافسة من ذات المجال، فربحية السهم تمثل أداة تحقق الراحة للمستثمرين بهدف تحقيق الترشيح في قراراتهم الاستثمارية القادمة، مما يقود لإحداث تأثير على طلب الأسهم (داوود، 2006).

يوظف مؤشر ربحية السهم أو ما يسمى بحصة السهم العادي من الأرباح من قبل البعض ليكون قاعدة رئيسية لتقييم ربحية السهم العادي، فتلجأ الشركات المتداولة في البورصة للالتزام بالإفصاح عن ربحية السهم لكونه يمثل أهمية في أسواق رأس المال بالنسبة للمستثمرين، وهذا ما نصت عليه لجنة المعايير المحاسبية بأهمية الإفصاح عنه (طلبة، 2009).

وتلقى ربحية السهم الاهتمام الكبير لكونها من أكثر المقاييس تداولاً ومن أفضل مقاييس الأداء المالي، حيث أشار (أبو المكارم، 2002) إلى أن الإدارة هي أساس العلاقات التعاقدية الصريحة أو الضمنية في نظرية الوكالة، ولتلك العلاقات محاور وأبعاد توصف بالأبعاد المحاسبية والسلوكية والاقتصادية، حيث يتمثل البعد القانوني والمحاسبي من أبرز هذه الأبعاد لكونه القسم الذي يتولى السيطرة على نوعية وكمية المعلومات المحاسبية التي تضمها القوائم المالية.

وهنا تلجأ الإدارة إلى السياسات والطرق المحاسبية التي تساهم برفع مستوى الأرباح، فتلجأ للحوافز الإدارية التي تؤدي لتحقيق هذه الأرباح فلذلك تقوم الإدارة في بعض الأوقات لإحداث نوع من التضليل في السياسات المحاسبية بهدف زيادة إقبال المساهمين وتشجيعهم أكثر، ورفع رأس المال للشركة، ومن ثم التوصل إلى أكبر قدر من الأرباح التي تتوافق مع تنبؤات المستثمرين والمحللين الماليين.

كما أثبتت العديد من الدراسات مثل دراسة كل من (العامري وآخرون، 2016) أن ممارسات المحاسبة الإبداعية الانتهازية تقوم بتضليل المعلومات الواردة بالقوائم المالية، الأمر الذي يؤثر بشكل مباشر على المحللين الماليين عند قيامهم بإبداء رأيهم حول القرارات المالية والاستثمارية والتمويلية للشركة، وهو ما يضلل المحللين الماليين وينعكس بشكل سلبي في الخروج بأراء خاطئة نتيجة اعتمادها على معلومات مضللة.

ويبرز دور المحاسبة الإبداعية بصورة أكبر على مؤشرات الربحية التي ترتبط بالاستثمارات والإيرادات، فمن خلال هذين العنصرين تنتج الأرباح وتزداد، وبالتالي فإن أي

تضليل في الاستثمارات أو الإيرادات أو الأرباح فهو يترك الأثر على نتائج الأعمال والتقارير المالية بالإضافة إلى التحليل المالي (Ronser, 2003). وتلعب الإدارة دوراً مهماً في التأثير على القوائم المالية من خلال إحداث تغيير في التقديرات والسياسات المحاسبية، ومن خلال تجميع المخصصات المتعددة للالتزامات والمصروفات التي من الممكن أن تحدث مستقبلياً، كما أنها تقوم بوضع ترتيب وتقسيم منظمٍ لمبدأ الحيطة لبند القوائم المالية (الخيال، 2010).

ثالثاً: الدراسة الإمبيريقية

(1) فرضيات الدراسة:

في ضوء ما تقدم يتم صياغة فرضيات الدراسة في صورة فرض العدم على النحو التالي:

ف1/ لا توجد علاقة بين الملكية الحكومية وربحية السهم العادي.

ف2/ لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية وربحية السهم العادي.

ف3/ لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وربحية السهم العادي.

ف4/ لا توجد علاقة بين الملكية الأجنبية وربحية السهم العادي.

ف5/ لا توجد علاقة بين الملكية الفردية وربحية السهم العادي.

(2) توصيف متغيرات الدراسة وقياسها:

تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار أثر هيكل الملكية على ربحية السهم وذلك على النحو التالي:

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOVOWN_{it} + \beta_2 MGROWN_{it} + \beta_3 INSOWN_{it} + \beta_4 FOROWN_{it} + \beta_5 INDOWN_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 MTB_{it} + \varepsilon$$

حيث إن

EPS_{it} : ربحية السهم العادي للشركة i في الفترة t

β_0 : ثابت الانحدار

$\beta_1 - \beta_5$: معاملات الانحدار لمتغيرات هيكل الملكية

$\beta_6 - \beta_9$: معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة

$GOVOWN_{it}$: الملكية الحكومية للشركة i في الفترة t

$MGROWN_{it}$: الملكية الإدارية للشركة i في الفترة t

$INSOWN_{it}$: الملكية المؤسسية للشركة في الفترة t

$FOROWN_{it}$: الملكية الأجنبية للشركة i في الفترة t

$INDOWN_{it}$: الملكية الفردية للشركة i في الفترة t

$Size_{it}$: حجم الشركة i في الفترة t

LEV_{it} : الرفع المالي للشركة i في الفترة t

ROA_{it} : ربحية الشركة للشركة i في الفترة t ؛

MTB_{it} : نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة i في الفترة t

رابعاً: التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

1- المتغيرات التابعة

جدول رقم (1): التعريف الإجرائي للمتغير التابع

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغير التابع
ربحية السهم العادي	EPS_{it}	صافي الدخل أو (الخسارة) // المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال الفترة (الشتري، 2011، ص149).

2- المتغيرات المستقلة: متغيرات هيكل الملكية

جدول رقم (2): التعريف الإجرائي للمتغيرات المستقلة

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغيرات المستقلة
الملكية الحكومية	$GOVOWN_{it}$	نسبة الأسهم المملوكة من قبل الحكومة للشركة i في الفترة t .
الملكية الإدارية	$MGROWN_{it}$	نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة للشركة i في الفترة t .
الملكية المؤسسية	$INSOWN$	نسبة الأسهم المملوكة من قبل هيئات الاستثمار، والتي تتضمن: المؤسسات، شركات التأمين، صناديق التقاعد والمعاشات، اتحاد العاملين، وصناديق الاستثمار، للشركة i في الفترة t
الملكية الأجنبية	$FOROWN_{it}$	نسبة الأسهم المملوكة من قبل الأجانب للشركة i في الفترة t .
الملكية الفردية	$INDOWN_{it}$	نسبة الأسهم المملوكة من قبل المساهمين الأفراد للشركة i في الفترة t .

3- المتغيرات الضابطة

جدول رقم (3): التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغيرات
حجم الشركة	$Size_{it}$	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة i في الفترة t .
الرفع المالي	LEV_{it}	نسبة إجمالي التزامات الشركة إلى إجمالي أصولها في نهاية العام.
ربحية الشركة	ROA_{it}	يتم قياسها بمعدل العائد على الأصول والذي يتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب على متوسط إجمالي الأصول في نهاية العام.
القيمة السوقية إلى الدفترية للشركة	MTB_{it}	يتم حسابها بنسبة (القيمة الدفترية للالتزامات مضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية) إلى القيمة الدفترية للأصول. القيمة الدفترية للالتزامات = الالتزامات المتداولة + الالتزامات طويلة الأجل. القيمة السوقية لحقوق الملكية = عدد أسهم الشركة × سعر الإغلاق للسهم في نهاية العام. القيمة الدفترية للأصول = الأصول المتداولة + الأصول الثابتة.

(3) مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وتم أخذ عينة من تلك الشركات المقيدة خلال الفترة بين عامي 2013م إلى 2017م ويبلغ عدد شركات العينة 94 شركة موزعة على 15 قطاعاً اقتصادياً غير مالي وذلك بعد استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية نظراً للطبيعة الخاصة لتقريرهما المالية من الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية.

(4) مصادر جمع البيانات:

اعتمد الباحث على البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية وهي:

- التقرير المالي السنوي للشركة.
- محاضر اجتماع الجمعية العمومية للشركة.
- نموذج الإفصاح السنوي عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين.
- تقرير مجلس الإدارة السنوي للشركة.
- هيكل الملكية الخاص بالشركة.

(5) حدود الدراسة:

يقصر تطبيق الدراسة الاختبارية على الشركات المقيدة والمتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية المصرية في الفترة من عام 2013م حتى عام 2017م والتي تنتمي إلى 15 قطاعاً اقتصادياً مختلفاً بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية نظراً للطبيعة الخاصة لتقاريرهما.

(6) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (4) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الوسيط median	المتوسط mean	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
المتغيرات التابعة						
2,638	0,518	1,486	8,950	1,880-	470	ربحية السهم
المتغيرات المستقلة						
0,305	0,064	0,247	0,957	0,000	470	الملكية الحكومية
0,167	0,000	0,076	0,876	0,000	470	الملكية الإدارية
0,299	0,632	0,553	0,996	0,000	470	الملكية المؤسسية
0,179	0,000	0,073	0,903	0,000	470	الملكية الأجنبية
0,077	0,000	0,035	0,586	0,000	470	الملكية الفردية
حجم الشركة						
1,414	20,372	20,338	23,066	17,064	470	الرفع المالي للشركة
0,228	0,390	0,417	0,887	0,086	470	ربحية الشركة
0,080	0,044	0,059	0,236	0,076 -	470	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة
3,911	1,969	2,632	8,300	0,338	470	

بالنظر إلى بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة، نلاحظ من الدراسة أن عدد المشاهدات لمتغيرات الدراسة قد بلغ 470 مشاهدة خلال فترة الدراسة البالغة (5) سنوات.

فيما يتعلق بالمتغير التابع تشير الإحصاءات الوصفية الخاصة بالمتغير ربحية السهم أن على مستوى شركات العينة خلال الفترة الدراسية يتراوح بين (-1,880، 8,950)، وذلك بمتوسط 1,486 وانحراف معياري قدره 2,638.

وبالنظر إلى المتغيرات المستقلة، توضح الإحصاءات الوصفية المتوفرة بالجدول رقم (5) أن الملكية الحكومية تتراوح بين (صفر ، 0.957)، وذلك بمتوسط 0.247، وبانحراف معياري 0.305 تقريباً، وهو ما يشير إلى انخفاض نسبة الأسهم المملوكة للدولة في شركات عينة الدراسة، كما تبين الإحصاءات الوصفية أيضاً أن نسبة الملكية الإدارية تتراوح ما بين (صفر، 0.876) بمتوسط 0.076 ، وبانحراف معياري 0.167 تقريباً، وذلك يدل على انخفاض نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة في شركات عينة الدراسة، كما تشير الإحصاءات الوصفية إلى أن نسبة الملكية المؤسسية تتراوح ما بين (صفر، 0.996)، بمتوسط 0.553، وبانحراف معياري 0.299 تقريباً، وذلك يدل على ارتفاع نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين من المؤسسات في شركات عينة الدراسة، وقد أشارت الإحصاءات الوصفية أيضاً إلى أن الملكية الأجنبية تتراوح ما بين (صفر، 0.903) بمتوسط 0.073، وبانحراف معياري 0.179 تقريباً، مما يشير إلى انخفاض الأسهم المملوكة للأجانب في هياكل ملكية الشركات المساهمة المصرية، وقد أشارت الإحصاءات الوصفية أيضاً إلى أن الملكية الفردية تتراوح ما بين (صفر، 0.586) بمتوسط 0.035 ، وبانحراف معياري 0.077 تقريباً، مما يشير إلى انخفاض نسبة الأسهم المملوكة للأفراد في شركات عينة الدراسة.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية أن هناك انخفاض في نسبة شركات عينة الدراسة كبيرة الحجم، حيث يتراوح أحجامها ما بين (17,896، 23,066)، وبتوسط 20,326، وبانحراف معياري 1,414 على مستوى غالبية شركات العينة، كما تبين أن هناك انخفاض في نسبة شركات عينة الدراسة التي ترتفع فيها نسبة الرفع المالي، حيث بلغت في المتوسط نسبتها 0,417 وانحراف معياري قدره 0,228 وهو ما يشير إلى أن الشركة تعتمد على الديون الخارجية، وبلغت متوسط ربحية الشركة نسبتها 0,059 وانحراف معياري قدره 0,080 وهو ما يشير إلى انخفاض نسبة الربحية على مستوى غالبية شركات العينة، وبلغت متوسط القيمة السوقية إلى الدفترية للشركة نسبته 2,632 وانحراف معياري قدره 3,911 وهو ما يشير إلى ارتفاع قيمة الشركة في السوق وذلك على مستوى غالبية شركات العينة.

(7) نتائج تحليل الانحدار العام:

تحققت الباحثة أولاً من مدى وقوع نموذج الانحدار المقدر في أي مشكلة من مشاكل القياس والتي تنشأ نتيجة لتخلف أحد فروض طريقة المربعات الصغرى OLS التي تستخدم في تقدير نماذج الانحدار ومن أهم تلك المشاكل ما يلي:

أولاً: مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation

تعتبر من أخطر وأهم المشاكل التي تواجه الباحثة في تقدير نماذج الانحدار والتي لوقوع فيها النموذج لا نستطيع الاعتماد علي نتائجه وهي تنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطيه بين أخطاء نماذج الانحدار، وقد قامت الباحثة باستخدام اختبار (Breusch-Godfrey) للكشف عن مدى وقوع النماذج المقدره في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء أم لا، وبحسابه توصلت الباحثة إلى وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء في متغيرات الدراسة في ظل هذه المعاملات لجميع النماذج المقدره حيث كانت قيمة (P-Value=0.000) للنموذجين وهي بذلك أقل من مستوى المعنوية المطلوب، ولحل هذه المشكلة تم استخدام أسلوب Robust standard error ويستخدم هذا الأسلوب لتصحيح الخطأ المعياري من مشكلة الارتباط الذاتي (Hoechle, 2007;Holzhacker et al., 2015).

ثانياً: مشكلة الازدواج الخطي Multi-collinearity:

يقصد بالازدواج الخطي وجود ارتباط مؤثر ما بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وقد درست الباحثة مدى وجود درجة من الازدواج الخطي في نماذج الدراسة الحالية من خلال قياس معامل التضخم (VIF)، فوجد أن جميع قيم معاملات التضخم (VIF) لمتغيرات نماذج الانحدار لم تتجاوز 10، وقد بلغت أقصى قيمة لمعاملات التضخم (VIF) في نماذج الدراسة الحالية كانت (2.529) كما هو موضح بالجدول رقم (5)، حيث أشار (عنانى، 2011) على أن زيادة قيم معامل تضخم التباين (VIF) عن (10) يكون مؤشر على وجود درجة من الازدواج الخطي في النموذج.

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي "Normality"

قامت الباحثة بالتحقق من فرض هام من فروض تطبيق طريقة التقدير المستخدمة ألا وهو أن يتبع الأخطاء العشوائية لنموذج الانحدار المقدر التوزيع الطبيعي، وللتحقق من هذا الفرض الأساسي تم استخدام اختبار JarqueBera، ووجد أن الفرض غير متحقق وأن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت قيمة معنوية الاختبار (P-Value<.05) في النموذج التابع للدراسة، وبالتالي تم فقد أهم شرط من شروط استخدام المربعات الصغرى، ولعلاج هذه المشكلة قامت الباحثة باستخدام أسلوب Winsorizing لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة ومن ثم اختبارها بطريق المربعات الصغرى كما فيدراسني (Veprauskaite and Adams, 2013).

(Larker et al,2007) كما أنه يمكن تجاهل هذا الفرض نظراً لأن حجم العينة كبير أكبر من 200 مشاهدة (Tabachnick and Fidell, 2007).

اعتمدت الباحثة على الإصدار العاشر من برنامج التحليل الإحصائي E-VIEWS لإجراء الاختبارات الإحصائية المختلفة مثل حساب الإحصاءات واستخدمت الباحثة طريقة تحليل الانحدار PanelData بهدف الوصول إلى أي المتغيرات التفسيرية لها تأثيراً على المتغير التابع وكذلك إبراز نسبة مساهمة كل متغير مفسر للعلاقة بالمتغير التابع، وذلك كما يلي:

جدول رقم (5)
نتائج تحليل الانحدار العام

معامل التضخم (VIF)	الدلالة sig (قيمة P)	قيمة t	معاملات الانحدار β	المتغيرات المفسرة (المستقلة والضابطة)
	0.0521	-1.948739	-5.211074	ثابت الانحدار
1,595	0.1415	1.473560	4.828296	الملكية الحكومية
1,768	0.1338	1.502670	1.609353	الملكية الإدارية
2,529	*0.0824	1.741897	3.227369	الملكية المؤسسية
1,234	0.3120	-1.012410	-2.553409	الملكية الأجنبية
1,255	0.9737	-0.032952	-0.008367	الملكية الفردية
1,160	**0.0043	-2.874562	-0.471437	حجم الشركة
1,025	*0.0000	-10.94248	-0.079867	الرفع المالي
1,006	0.1181	1.566778	0.036299	ربحية الشركة
1,122	0.7549	0.312448	1.649544	القيمة السوقية إلى الدفترية
معامل التحديد $(R^2) = 0.790$				
معامل التحديد المعدل $(\bar{R}^2) = 0.725$				
قيمة $F = 12.158$ دلالة $F = 0.000$				

* ، ** ، *** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10% ، 5% ، 1% على الترتيب. يلاحظ الآتي من نتائج تحليل الانحدار العام:

- النموذج المقدر خالي من اية مشاكل قياسية تؤثر في نتائجه.
- النموذج المقدر معنوي احصائياً بناءً على اختبار F حيث بلغت معنوية الاختبار (0.000000) وهي أقل من مستوى المعنوية المحدد عند 1%.

- بلغ معامل التحديد 0,790 وهو ما يعني تفسير النموذج لـ 0,790% من التباين في المتغير التابع.

- اظهر اختبار T معنوية كلا من الملكية المؤسسية، حجم الشركة، الرافعة المالية حيث قلت قيمة دلالة الاختبار عن مستوى المعنوية المحدد.

(8) نتائج اختبارات فرضيات الدراسة:

في ضوء نتائج تحليل الانحدار السابق يمكن توضيح نتائج اختبارات فرضيات الدراسة على

النحو التالي:

- أوضحت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الحكومية وربحية السهم العادي، وهو ما يشير إلى عدم وجود أي تأثير معنوي للملكية الحكومية والتوجيه الرقابي للإدارة، بناء عليه يتم قبول فرض عدم القائل بعدم وجود علاقة بين الملكية الحكومية وربحية السهم العادي ورفض الفرض البديل.

- أوضحت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الإدارية وربحية السهم العادي، وهو ما يشير إلى عدم وجود أي تأثير معنوي للملكية الإدارية والتأثير على ربح السهم، بناء عليه يتم قبول فرض عدم القائل بعدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وربحية السهم العادي ورفض الفرض البديل.

- أوضحت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة موجبة معنوية بين الملكية المؤسسية وربحية السهم العادي عند مستوى معنوية 10%، وهو ما يشير إلى وجود تأثير معنوي للملكية المؤسسية في توجيه الدور الرقابي الفعال مما يؤثر على ربحية السهم العادي، بناء عليه يتم رفض فرض عدم القائل بعدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية وربحية السهم العادي وقبول الفرض البديل.

- أوضحت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الأجنبية وربحية السهم العادي، وهو ما يشير إلى عدم وجود أي تأثير معنوي للملكية الأجنبية على ربح السهم، بناء عليه يتم قبول فرض عدم القائل بعدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وربحية السهم العادي ورفض الفرض البديل.

- أوضحت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الفردية وربحية السهم العادي، وهو ما يشير إلى عدم وجود أي تأثير معنوي للملكية الفردية والتأثير على ربح السهم، بناء عليه يتم قبول فرض عدم القائل بعدم وجود علاقة بين الملكية الفردية وربحية السهم العادي ورفض الفرض البديل.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- إبراهيم، طمان عرفات. (2004). "نموذج مقترح لدراسة محددات هيكل الملكية وأثره على أداء المنشأة". رسالة دكتوراه غير منشورة. كلية التجارة. جامعة عين شمس.
- أبو العز، محمد السعيد. (1995). "نظرية الوكالة والدور التآثري لنظم معلومات المحاسبة الإدارية، مجلة البحوث التجارية. كلية التجارة. جامعة الزقازيق. العدد الأول. ص 133-174.
- أبو العلا، أسامة مجدي فؤاد محمد. (2020). "أثر هيكل الملكية وهيكل التمويل على إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري". رسالة ماجستير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- أبو المكارم، وصفي. (2002) دراسات متقدمة في المحاسبة، الطبعة الثانية، دار الجامعة الجديدة، مصر.
- أبو سالم، سيد سالم محمد. (2012). "العلاقة بين مستوى تطبيق آليات حوكمة الشركات وإدارة الدخل". رسالة ماجستير غير منشورة. كلية التجارة. جامعة الزقازيق.
- أحمد، محيي الدين احمد محمد. (2009). "أثر هياكل الملكية والرقابة في الشركات المساهمة على الإفصاح المحاسبي - دراسة تحليلية تطبيقية". رسالة دكتوراه غير منشورة. كلية التجارة. جامعة الإسكندرية.
- الخيال، توفيق عبد المحسن. (2009). "تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي لشركات المساهمة السعودية- دراسة تطبيقية". المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة. كلية التجارة. جامعة عين شمس. العدد الأول. الجزء الثاني ص 191 - 246.
- الشتري، سعد السيد حسن. (2011). "مشاكل محاسبية معاصرة". كلية التجارة. جامعة الزقازيق.
- العامري، مشكور، كاظم، علي، جايد، سعود. (2016). المحاسبة الإبداعية في عناصر الميزانية وأثرها على تعظيم الأرباح وزيادة القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المثنى، العراق.
- المليجي، حسن عواد. (2010). "أثر هياكل الملكية المركزة على المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية بالتطبيق على الشركات العالمية في مصر". المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية. جامعة عين شمس. كلية التجارة. العدد الرابع. الجزء الأول.

حسن، رضا صبحي محمد حسن. (2016). "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح في شركات المساهمة المصرية". رسالة ماجستير غير منشورة. كلية التجارة. جامعة الزقازيق.

خضر، هنا عبد الحميد عبد الحميد. 2014. "أثر هيكل الملكية على مستوى التحفظ المحاسبي في القوائم المالية: دراسة ميدانية على الشركات المصرية المقيدة بالبورصة". رسالة ماجستير غير منشورة. كلية التجارة. جامعة إسكندرية.

داوود، عبد اللطيف (2006). العوامل المؤثرة على السيولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.

سحلول، الهام محمد احمد. (2011). "تطوير الإفصاح عن هيكل الملكية وتقييم مدى وفاء المعايير المحاسبية بعناصر الإطار المقترح- دراسة تحليلية". المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية. كلية التجارة. جامعة حلوان. العدد الأول. ص 113-157.

طلبة، أميرة (2009). أثر الإفصاح المالي والمحاسبي عن القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، الجزائر

عبيد، إبراهيم السيد. (2010). "دور الاستثمار المؤسسي في زيادة درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة: دراسة نظرية وميدانية على الشركات المقيدة في السوق المالية السعودية". الدورة الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية بعنوان: مهنة المحاسبة في المملكة العربية السعودية وتحديات القرن الحادي والعشرين. كلية إدارة الأعمال. جامعة الملك سعود. مجلد (20): 1-21.

عفيفي، هلال عبد الفتاح. (2011). "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح- دراسة اختبارية في البيئة المصرية". المجلة العلمية للتجارة والتمويل. كلية التجارة. جامعة طنطا. العدد الثاني. 157-243.

علوان، معاذ (2015). استخدام نسب السيولة ومقاييس التدفقات النقدية للتنبؤ بالربحية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.

عناني، محمد عبد السميع. (2011). التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام *Windows SPSS*، الطبعة الثالثة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

غانم، محمد عيد حسانين. (2017). "نموذج مقترح لقياس العلاقة بين هيكل الملكية وممارسات إدارة الأرباح واثر ذلك على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية)". رسالة ماجستير غير منشورة. كلية التجارة. جامعة عين شمس.

مصطفى، محمد عبده محمد. (2009). "تأثير هيكل الملكية على الشركات الإماراتية" دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*. كلية التجارة. جامعة عين شمس. العدد الرابع. هلال، احمد بيومي. (2012). "أثر هيكل الملكية وخصائص لجنة المراجعة على ممارسات إدارة الربح" دراسة ميدانية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

Abor, J., &Biekpe, N. (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(3), 288-300.

Abdulsamad, A. O., &Yusoff, W. F. W. (2016). Ownership structure and firm performance: A longitudinal study in Malaysia. *Corporate ownership & control*, 13(2), 432-437.

Al-Fayoumi, N., Abuzayed, B., & Alexander, D. (2010). Ownership structure and earnings management in emerging markets: The case of Jordan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 38(1), 28-47.

Agrawal, A., &Mandelker, G. N. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 25(2), 143-161.

Ben-Nasr, H., Boubakri, N., & Cosset, J. C. (2009). *Ownership structure and earnings quality: evidence from newly privatized firms*. Working Paper-HEC. Canada, 1-53.

Boehmer, E., & Kelley, E. K. (2009). Institutional investors and the informational efficiency of prices. *The Review of Financial Studies*, 22(9), 3563-3594.

Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). Ownership concentration and executive compensation in closely held firms:

- Evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance*, 12(4), 511-532.
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2013). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408-421.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Cohen, P., West, S. G., & Aiken, L. S. (2014). *Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences*. Psychology Press.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Desender, K. A., Crespi-Cladera, R., & García-Cestona, M. A. (2009). Stock price performance and ownership structure during periods of stock market crisis: the Spanish case. AAA.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Ellul, A., Guntay, L., & Lel, U. (2007). External governance and debt agency costs of family firms (No. 908). Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ElGhouti, A. (2015). Effect of ownership structure on firm stock returns and financial performance: evidence from the Egyptian Stock Market.
- Guo, J., Huang, P., Zhang, Y., & Zhou, N. (2015). Foreign ownership and real earnings management: Evidence from Japan. *Journal of International Accounting Research*, 14(2), 185-213.

- Hall, C. M. (2016). "Does ownership structure affect labor decisions?". *The Accounting Review*, 91(6), 1671-1696.
- Han, S. (2004). Ownership structure and quality of financial reporting, Retrieved from: [http:// www.Ssrn.com](http://www.Ssrn.com). Available 6-5-2015.
- Hayat, M., Yu, Y., Wang, M., &Jebran, K. (2018). "Impact of Managerial and Institutional Ownership on Capital Structure: A Comparison between China and USA". *European Journal of Business and Management*, 10(24), 69-80.
- Hoechle, D. (2007). "Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence". *The Stata Journal*, 7(3), pp. 281-312.
- Holzacker, M., Krishnan, R., &Mahlendorf, M. D. (2015). "The impact of changes in regulation on cost behavior". *Contemporary Accounting Research*, 32(2), pp. 534-566.
- Hope, O. K., Thomas, W. B., &Vyas, D. (2009). Transparency, ownership, and financing constraints in private firms. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626.
- Kang, D. L., &Sørensen, A. B. (1999). Ownership organization and firm performance. *Annual review of sociology*, 25(1), 121-144.
- Koke, J. (1999). New evidence on ownership structures in Germany. Unpublished Working Paperm Centre For European Economic Research.
- Larker, D. F., Richardson, S. A. and Tuna, I., (2007). "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance". *The Accounting Review*, 82(4), pp. 963-1008.
- Lskavyan, V., &Spatareanu, M. (2011). Shareholder protection, ownership concentration and FDI. *Journal of Economics and Business*, 63(1), 69-85.

- Jankensgård, H., & Vilhelmsson, A. (2016). *Ownership Determinants of Stock Return Volatility* (No. 2016/3). Lund University, Knut Wicksell Centre for Financial Studies.**
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.**
- Markarian, G., and Bricker, R.,. (2008). Institutional investors and insider trading profitability. *European Accounting Review*, 24(3), 495-518.**
- Ronser, P. (2003). Earning Manipulation in Failing Firms, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, No. 2, Pp. 361-408**
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). *The Grabbing-Hand: Government Pathologies and Their Cures* (Harvard Uni. Press, Cambridge.**
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.**
- Siregar, S. V., & Utama, S. (2008). Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The international journal of accounting*, 43(1), 1-27.**
- Teshima, N., & Shuto, A. (2008). “Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan”. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19(2), pp. 107-132.**
- Veprauskaite, E. and Adams, S. M., (2013). “Do Powerful Chief Executives Influence the Financial Performance of UK Firms?”. *The British Accounting Review*, 45(3), pp. 229-241.**
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of accounting research*, 44(3), 619-656.**