

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان

دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2018

من إعداد الطالبة: بلخيري حليلة

د/ لسلوس مبارك (رئيسا)

أ.د/ بن سانية عبد الرحمن (مشرفا ومقررا)

د/ نعاس صلاح الدين (مشرفا مساعدا)

د/ عنيشل عبد الله (مناقشا)

السنة الجامعية: 2019/2020

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان

دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2018

من إعداد الطالبة: بلخيري حليلة

د/ لسلوس مبارك (رئيسا)

أ.د/ بن سانية عبد الرحمن (مشرفا ومقررا)

د/ نعاس صلاح الدين (مشرفا مساعدا)

د/ عنيشل عبد الله (مناقشا)

السنة الجامعية: 2020/2019

الإهداء

إلى أمي الغالية وأبي الحنون، إلى إخوتي وأخواتي وجميع زملائي.

الشكر

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى

أشكر جميع من علمني حرفاً أو كلمة من معلمة السنة أولى ابتدائي حميدة نصيرة إلى دكاترة الجامعة
كما أختص بالشكر أستاذي الفاضلين بن سانية عبد الرحمن ونعاس صلاح الدين

No word can express how much I appreciate what you have done for me

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي لمؤسسات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وللوصول للهدف تم جمع البيانات المالية لـ 25 مؤسسة من مختلف القطاعات الاقتصادية المدرجة في البورصة خلال الفترة الممتدة ما بين 2009 إلى 2018، حيث تم قياس هيكل الملكية بثلاث متغيرات متمثلة في كل من تركيز الملكية، الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بالعائد على الأصول ROA، طبقت الدراسة النماذج الساكنة للبيانات المقطعية، وأشارت نتائج نموذج الآثار الثابتة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة الثلاث والعائد على الأصول، بينما تم التوصل من خلال هذا النموذج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للعلاقة الكلية بين هيكل الملكية والأداء المالي.

الكلمات المفتاحية: أداء مالي، هيكل الملكية، حوكمة، نظرية الوكالة، تركيز الملكية.

Abstract:

This study aims to know the impact of change in the ownership structure on the financial performance of public shareholding institutions, which are registered on the Amman Stock Exchange. In order to reach the objective, the financial data of 25 institutions, from various economic sectors listed on the Stock Exchange were collected during the period from 2009 to 2018. The ownership structure was measured with three variables represented in each of the ownership concentration, institutional ownership and foreign ownership, while the financial performance was measured through the return on assets (ROA), the study applied static models for cross-sectional data, and the results of the fixed effects model indicated that there was no statistically significant relationship among the three independent variables and the return on assets, while it was reached through this model that there is a statistically significant relationship for the overall relationship between the ownership structure and financial performance.

Keywords: Financial performance, ownership structure, corporate governance, agency theory, ownership concentration.

قائمة المحتويات

الصفحة	
I	الإهداء
II	الشكر
III	ملخص
IV	قائمة المحتويات
IV	قائمة الجداول
IV	قائمة الأشكال البيانية
IV	قائمة الملاحق
IV	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة
01	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي
02	تمهيد
03	المبحث الأول: هيكل الملكية والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
17	المبحث الثاني: الإطار التطبيقي لهيكل الملكية والأداء المالي
25	خلاصة الفصل
26	الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة
27	تمهيد
28	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
47	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها
59	خلاصة الفصل
60	خاتمة
63	المراجع
68	الملاحق
76	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
11	مؤشرات قياس الأداء المالي	01
41	عدد المؤسسات المدرجة في بورصة عمان حسب القطاعات	02
42	توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات	03
47	التحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة 2009-2018	04
49	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	05
52	نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة	06
53	نتائج نموذج الآثار الثابتة لمتغيرات الدراسة	07
54	نتائج نموذج الآثار العشوائية لمتغيرات الدراسة	08
56	نتائج اختبار الأثر الثابت	09
56	نتائج اختبار Hausman	10

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
08	نموذج دبيون	01
30	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	02
32	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2009	03
33	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2010	04
34	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2011	05
35	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2012	06
36	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2013	07
37	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2014	08
37	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2015	09
38	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2016	10
39	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2017	11
40	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية 2018	12
40	القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية خلال الفترة 2009-2018	13
42	التوزيع النسبي للمؤسسات حسب القطاع	14
43	متغيرات الدراسة	15
50	العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي	16
50	العلاقة بين الملكية المؤسسية والأداء المالي	17
50	العلاقة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي	18

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
69	قائمة المؤسسات محل الدراسة المدرجة في بورصة عمان-الأردن	01
70	نموذج التحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة	02
70	مصنوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	03
71	نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة	04
72	نموذج الآثار الثابتة لمتغيرات الدراسة	05
73	نموذج الآثار العشوائية لمتغيرات الدراسة	06
74	اختبار الأثر الثابت Chow Test	07
75	اختبار Hausman	08

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار/ الرمز	الدلالة
AU	معدل منفعة الأصول
CP	أموال خاصة
CMPC	معدل تكلفة رأس المال
CI	رأس مال المستثمر
CONC_O	الملكية المركزة
DIVP	توزيعات أسهم الأرباح العادية
EM	مضاعف حق الملكية
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
EPS	معدل نصيب السهم من الأرباح
FORIE_O	الملكية الأجنبية
I	الاستثمارات المحققة
INSTL_O	الملكية المؤسسية
MVA	القيمة السوقية المضافة
PM	هامش الربح
ROE	العائد على حقوق الملكية
ROI	العائد على الاستثمار
RN	النتيجة الصافية
ROAT	النتيجة التشغيلية بعد الضرائب
RCI	مردودية الأموال المستثمرة
REM	نموذج الآثار العشوائية
FEM	نموذج الآثار الثابتة

مقدمة

أ- توطئة:

أصبحت المؤسسات الاقتصادية تسعى لوضع خطط وسياسات تنافسية لتحقيق أهدافها ووضع طرق تسيير ترتقي بها، وبما أن قيمة المؤسسات تقاس بأدائها بصفة عامة وأدائها المالي بصفة خاصة فقد اهتم الكثير من الباحثين والمحليلين الماليين بالأداء المالي للمؤسسات والعوامل الداخلية والخارجية التي من الممكن أن تؤثر عليه سواء بشكل إيجابي أو سلبي من أهم هذه العوامل التغير في ملكية المؤسسات، فالعلاقة بين هاذين الأخيرين أثارت جدلاً بالنسبة للباحثين نظراً لارتباطهما بنظرية الوكالة التي تقوم على أساس الفصل بين الملكية والإدارة، رغم ذلك فإن إدارة المؤسسات وطرق تسييرها وقراراتها قد تتأثر بتركيبة هيكل الملكية.

فبغض النظر عن طريقة التمويل التقليدية التي كانت ولا زالت تلجأ لها المؤسسات الاقتصادية كالقروض البنكية وغيرها، صارت الآن تستهدف أيضاً مدخرات الأفراد والمؤسسات الراغبين في الاستثمار لحاجتها للتمويل، وهذا عن طريق طرح أسهمها الخاصة في مختلف الأسواق المالية أو البورصات، وبالتالي تنوع هياكل الملكية بالنسبة للمؤسسات.

إلا أن هذه الدراسة تسعى إلى تسليط الضوء على الأثر الذي من الممكن أن يحدثه التغير في هيكل الملكية على الأداء المالي لمؤسسات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

ب- إشكالية الدراسة:

نظراً للتأثير الممكن أن ينعكس على الأداء المالي للتغير في هيكل الملكية، يمكن صياغة الإشكالية كالتالي:

ما مدى تأثير التغير في هيكل الملكية على الأداء المالي لمؤسسات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2018؟

يتفرع من الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما مدى تأثير الملكية المؤسسية على الأداء المالي للمؤسسات المدروسة خلال فترة الدراسة؟
2. ما مدى تأثير تركيز الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المدروسة خلال فترة الدراسة؟
3. ما مدى تأثير الملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسات المدروسة خلال فترة الدراسة؟

ت - فرضيات البحث:

الفرضية الرئيسية للدراسة متمثلة في:

يؤثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة خلال الفترة 2009-2018.

يتفرع منها الفرضيات التالية:

1. توجد علاقة خطية بين الملكية المؤسسية والأداء المالي للمؤسسات المدروسة؛
2. توجد علاقة خطية بين تركيز الملكية والأداء المالي للمؤسسات المدروسة؛
3. توجد علاقة خطية بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للمؤسسات المدروسة.

ث - مبررات اختيار الموضوع:

- موضوع مثير للاهتمام لاختلاف آراء وتفسيرات الباحثين حوله؛
- الرغبة الشخصية في التطرق لمثل هذه المواضيع، لارتباطها بالتخصص؛
- الفضول والتعمق في معرفة العلاقة بين كل من هيكل الملكية والأداء المالي.

ج - أهداف الدراسة:

الهدف الرئيسي للدراسة هو التعرف على كيفية تأثير التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان- الأردن للفترة الممتدة ما بين 2009 إلى 2018، وفيما يلي حصر الأهداف:

- فهم العلاقة الرابطة بين هيكل الملكية والأداء المالي للمؤسسات؛
- إسقاط الدراسة على واقع عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان؛
- معرفة مدى تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة.

ح- أهمية الدراسة:

تبرز الأهمية النظرية للدراسة في كونها استمرار للجهود البحثية السابقة، كما أنها من الممكن أن تساهم في إثراء المحتوى العلمي فيما يتعلق بأثر التغير في هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات.

من الناحية التطبيقية يمكن أن تفيد هذه الدراسة في إعطاء صورة أوضح للطلاب الذين لهم رغبة في التطرق لنفس الموضوع، كما من الممكن أن تبين أهمية بورصة عمان والوضع المالي المؤسسات المدرجة في هذه البورصة من خلال عرض أهم النسب المالية المتعلقة بها.

خ- حدود الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة تم حصر الدراسة ضمن حدود زمنية وهي الفترة الممتدة ما بين 2009 إلى غاية 2018، وحدود مكانية حيث شملت الدراسة عينة من مؤسسات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

د- المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

قمنا في هذه الدراسة باتباع المنهج الوصفي لتوضيح الجانب النظري للموضوع بالإضافة إلى التطرق للدراسات السابقة بغرض الوصول للأهداف التي تسعى الدراسة إلى تحقيقها، حيث يهتم المنهج الوصفي بجمع البيانات والمعلومات المتعلقة بموضوع هيكل الملكية والأداء المالي، أما في ما يخص الجانب التطبيقي اعتمدنا على منهج دراسة الحالة وتم فيه استخدام الأساليب الإحصائية والقياسية من خلال استخدام برنامج Eviews.9 للوصول للنتائج المرغوبة.

ذ- صعوبات الدراسة:

- صعوبة التعامل مع البرامج القياسية لنماذج Panel Data؛
- صعوبة جمع البيانات المالية المتعلقة بالمتغيرات المستقلة.

ر - هيكل البحث:

انطلاقاً من الإشكالية المطروحة والأسئلة الفرعية، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين تمثل كل فصل في:

الفصل الأول تحت عنوان الأدبيات النظرية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي الذي تم تقسيمه لمبحثين، المبحث الأول يتمثل في هيكل الملكية والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية والذي يتضمن مفاهيم نظرية أساسية حول هيكل الملكية بأنواعه والأداء المالي والعلاقة بينهما؛ أما المبحث الثاني فيتضمن الدراسات السابقة للموضوع العربية منها والأجنبية.

أما بالنسبة للفصل الثاني فهو عبارة عن دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة وقسم هو الأخير لمبحثين، المبحث الأول متعلق بتحديد مجتمع وعينة الدراسة، والأسلوب والأدوات المستخدمة في الدراسة؛ أما المبحث الثاني فتضمن عرض نتائج الدراسة ومناقشتها.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

تمهيد الفصل:

اهتم الكثير من الباحثين بأداء المؤسسات والمتغيرات التي قد تؤثر عليه سواء بشكل ايجابي أو سلبي، كما هدفت معظم الدراسات لمعرفة ما إذا كان للتغير في هيكل الملكية أثر على الأداء المالي للمؤسسات، حيث كانت هذه العلاقة محل جدل كبير بين الدارسين نظرا لارتباطهما بمشكلة الوكالة في المؤسسة الناتجة عن الفصل بين الملكية والتسيير، وكذلك مشكلة الرقابة التي تتأثر بأنماط الملكية (مركزة أو ملكية مشتتة).

ومن هنا ونظرا لاهتمام الكثير بهذا الموضوع سنقوم بالتطرق إلى معرفة هيكل الملكية وأهم محدداته، كما سنتطرق للأداء المالي ومؤشرات قياسه، وأهم العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة عليه، دون أن نستثني الرابط بين المتغيرين المتمثل في أهم النظريات التي توضح العلاقة بين الملاك والمدراء واختلاف آراء الباحثين في ذلك، هذا في المبحث الأول.

أما بالنسبة للمبحث الثاني، سيتم التطرق لأهم الدراسات العربية والأجنبية التي اختبرت العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي، وكذلك التطرق لأوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

المبحث الأول: هيكل الملكية والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

تختلف الأهداف المسطرة من مؤسسة لأخرى كما تختلف طريقة التسيير على حسب ملكية المؤسسة، ومن هنا يمكن القول أنه كلما اختلف نوع هيكل الملكية اختلفت الأهداف والتسيير وهذا ما يؤثر بطبيعة الحال على أداء المؤسسة بشكل عام وأدائها المالي بشكل خاص، سيتم التطرق في هذا المبحث إلى كل من هيكل الملكية والأداء المالي والعلاقة بينهما.

المطلب الأول: هيكل الملكية بالمؤسسة الاقتصادية.

يعتبر هيكل الملكية أحد المفاهيم الأساسية في النظرية المالية الحديثة وأحد المكونات الرئيسية في حوكمة المؤسسات، حيث أثارت جدلاً واسعاً في العقود الأخيرة، يعود ذلك إلى انفصال الملكية عن التسيير في المؤسسات المساهمة، ومنه سيتم التطرق في هذا المطلب لكل من مفهوم هيكل الملكية ومحددات اختيار هياكل الملكية في المؤسسات الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم هيكل الملكية.

يعتبر مفهوم هيكل الملكية Ownership Structure من المفاهيم المتعددة الأبعاد والجوانب، فهو يرتبط بمفهوم التعدد أو التنوع في الملكية، ويتضمن المعنى اللغوي لكلمة Structure في قاموس Oxford Word Power: بأنها طريقة تجميع وتنظيم بعض الأشياء من شيء ما، وبمعنى آخر هو يمثل بنية أو تركيبية الأشياء محل الدراسة، لذلك يمكن القول بأن الإطار الذي يجمع عدة أنواع من الملكيات يقصد به هيكل الملكية (سميا ، 2018، صفحة 103).

يعتبر هيكل الملكية من أهم المفاهيم الأساسية التي أثارت جدلاً واسعاً في العقود الثمانية الماضية، ويرجع السبب في ذلك إلى حقيقة مفادها أن العديد من المؤسسات الحديثة لا يتم التحكم فيها وإدارتها من قبل الأشخاص الذين يمتلكونها (الفصل بين الملكية والإدارة)، كما ويعتبر هيكل الملكية أيضاً أحد المكونات الرئيسية في الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance)، ويعكس بشكل أساسي طبيعة المالكين وحصصهم في رأس المال (العامري، 2018، صفحة 155).

ويرى كل من Demsetz & Villalonga(2001) بأن هيكل الملكية هو داخلي، بمعنى أن هيكل الملكية هو الذي ينشأ نتيجة تفاعل قوى السوق سواء كان مشتتاً أو مركزاً، كما يحقق أقصى قدر من العائدات المتوقعة من المساهمين، ويقصد بالملكية الداخلية تلك الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة، والرئيس التنفيذي والإدارة العليا (سميا ، 2018، صفحة 102).

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

وقد أوضح (Chen 2012) إلى أن مصطلح هيكل الملكية يتضمن مفهومين رئيسيين، يتمثل الأول بتركز الملكية، أما الثاني فيحدد هوية المالك، وتعتبر عملية تنظيم العلاقات ضمن أي مؤسسة هدفا يسعى إليه جميع المستثمرين، لضمان تمثيل المصالح بشكل صحيح، والحصول على المعلومات الملائمة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية (سميا ، 2018، صفحة 103).

يمكن القول أن لهيكل الملكية أثرا في تحقيق فعالية حوكمة المؤسسات، كما تتغير القدرة على حسن التسيير على حسب التغير في هيكل الملكية مما يعكس صورة المؤسسة بطريقة إيجابية أو سلبية بالنسبة للمستثمرين الراغبين في شراء أسهم المؤسسة.

الفرع الثاني: أنواع هياكل الملكية.

تختلف أهداف المؤسسة وطريقة تسييرها باختلاف نوع ملكيتها، من هنا سيتم عرض بعض أنواع هياكل الملكية.

1. الملكية المؤسسية (Institutional Ownership) :

تعتبر ملكية المؤسسات أحد الأدوات الفعالة في تحقيق حوكمة المؤسسات في السياق الخارجي، ففي حالة استثمار المؤسسات كالمصارف ومؤسسات الاستثمار لحجم كبير من أموالها في بعض المؤسسات، فإن ذلك يؤهلها للرقابة عليها والحصول على المعلومات من داخل المؤسسات وخارجها، ومن جهة أخرى يرى بعض الباحثين أن المؤسسات لا تلعب دورا فعالا في الرقابة على أنشطة الإدارة، بل يعتبرون أن من مصلحة مالكي المؤسسات أن يتعاونوا في تقليل الرقابة على الإدارة، مما سيؤدي إلى تحسين أدائها في حين يتحدد الدور الرقابي للأفراد في حالة امتلاكهم لنسب عالية من أسهم المؤسسة، وبالتالي الانتقال إلى هيكل ملكية آخر وهو هيكل تركيز الملكية (العامري، 2018، الصفحات 155-156).

2. الملكية العائلية (Family Ownership) :

عادة ما تتميز المؤسسات العائلية بأن الأسرة المؤسسة تسيطر عليها وتديرها، كما أشارت بعض الدراسات إلى أن الملكية العائلية تمثل نسبة الأسهم المملوكة والمتوارثة بين مجموعة من أعضاء العائلة الواحدة (الحفيظ، الدين، محمد، و محمود، 2018، صفحة 951).

كما تعتبر المؤسسات العائلية من أكثر المؤسسات انتشارا في الأسواق الناشئة، وذلك لنظر عدم توافر مصادر التمويل بهذه الأسواق (الحفيظ، الدين، محمد، و محمود، 2018، صفحة 951). حيث يتميز

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

هذا النوع على غيره من هياكل الملكية على قدرة أفراد العائلة على مراقبة أداء الإدارة ووجود حوافز لدى الملاك لحماية ثروتهم (الحفيظ، الدين، محمد، و محمود، 2018، صفحة 952).

3. الملكية الأجنبية (Foreign Ownership):

يقصد بالملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين من خارج بلد المؤسسة الأم، كما يتحقق وجود استثمار أجنبي عندما تتوافر البنية المناسبة لذلك، إذ يعتبر وجود ملكية أجنبية أمراً له أهميته على صعيد المؤسسات، نظراً لتوافر خبرات ومعارف جديدة قد لا تكون متوافرة لدى المالك المحلي، إضافة إلى أن المستثمر الأجنبي قد يقوم بنقل التكنولوجيا الحديثة، وفضلاً عن ذلك، فقد يمتاز في خبرات ومهارات في مراقبة عمل الإدارة، لذلك يمكن اعتبار الملكية الأجنبية مساهمة في دعم الاقتصاد المحلي (سميا ، 2018، صفحة 116).

4. تركيز الملكية (Ownership Concentration):

يعرف تركيز الملكية على أنه تلك النسبة من الأسهم المشتركة التي يمتلكها المساهمين الذين يمتلكون على الأقل 5% من مجموع الأسهم المشتركة للمؤسسة (NGUYEN, STUART, & KRISHNA, 2015, p. 12). فقد يكون تركيز الملكية بيد مؤسسة واحدة أو مؤسسات أو بنوك أو مستثمر فرد أو عائلة محددة، ولهذا الأمر خصوصيته في الاقتصاديات الناشئة (سميا ، 2018، صفحة 110).

فعندما تكون الملكية مشتتة فإن السيطرة على الملكية تميل إلى الضعف بسبب عدم قدرة المساهمين على مراقبة عمل الإدارة، إلى أن مساهمي الأقلية يبتعدون عن الاهتمام بعملية المراقبة (سميا ، 2018، صفحة 110).

المطلب الثاني: مفاهيم أساسية للأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية.

يعتبر موضوع الأداء المالي أحد المواضيع التي تشغل بال المسيرين والباحثين على حد سواء، نظراً لأهميته إما على المستوى الكلي أو الجزئي باعتباره يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط، وهذا ما يمثل دافع أساسي لوجود المؤسسة من عدمه.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي.

يشير مفهوم الأداء إلى ذلك الفعل الذي يقود إلى انجاز الأعمال كما يجب أن تنجز، والذي يتصف بالشمولية والاستمرار، ومن ثم فهو بهذا المعنى يعتبر المحدد لنجاح المؤسسة وبقائها في أسواقها المستهدفة، كما يعكس في الوقت نفسه مدى قدرة المؤسسة على التكيف مع بيئتها، أو فشلها في تحقيق التأقلم المطلوب، كما تجدر الإشارة إلى أن مفهوم الأداء يقترن بمصطلحين هامين في التسيير، هما الكفاءة والفعالية (الداوي، 2010، صفحة 217).

يعد الأداء مؤشرا هاما تبنى عليه العديد من القرارات الهامة، فهو يبرز اتجاهات سير نشاط المؤسسة سلبا أو إيجابا كما يحدد مدى الاقتراب أو الابتعاد عن تحقيق الأهداف وتنفيذ الخطط الموضوعة، وبذلك يعكس مدى نجاح المؤسسة أو فشلها (حبيب، 2018، صفحة 03).

يعبر الأداء المالي عن قدرة المؤسسة على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتسيير ما عليها، وتحقيق معدل مردودية جيد وتكاليف منخفضة (السقا، 2016، صفحة 93).

ويعرف الأداء المالي من وجهة الإدارة على أنه قدرة المؤسسة على توليد الأرباح وتشكيل الثروة من عنصرين رئيسيين: مدى قدرة الأصل الاقتصادي على توليد المبيعات ومدى قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من خلال مبيعاتها، ويتوقف ذلك على معدل دوران الأصل الاقتصادي والهامش الربحي (دادن، 2007، صفحة 25).

كما يعد الملاك أهم طرف في المؤسسة حيث يعرفون بأصحاب المصلحة الرئيسية في استمرار وبقاء المؤسسة، الأمر الذي يدعو إلى موائمة أهداف الإدارة مع الأهداف التي يصبوا إليها الملاك، وباعتبار الإدارة الجهاز الذي يتخذ ويتبنى القرارات المالية المهمة في حياة المؤسسة، فمن البديهي أن تؤثر هذه القرارات حتما بشكل أو بآخر في مصالح الملاك، وعليه يرى الملاك أن تكون القرارات المستهدفة تصبوا إلى حماية أملاكهم نحو بر الأمان (دادن، 2007، صفحة 26).

نستشف من التعريفات السابقة أن الأداء المالي يسعى إلى تحقيق الأهداف المسطرة من بينها الوصول إلى الزيادة في الربحية لأقصى حد مما يؤدي بطبيعة الحال إلى تعظيم قيمة المؤسسة في السوق وبالتالي جلب المساهمين، كما يتأثر بالتغير في الملكية فلكل طريقة تسيير مختلفة، تكون على حسب ما إذا كانت أهداف تعود بالنفع على المؤسسة أو أهداف ذات منفعة خاصة.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

الفرع الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي.

قدمت العديد من الدراسات مؤشرات تعكس الأداء المالي للمؤسسة، وعليه سنتطرق في هذا الفرع إلى بعض المؤشرات والمتمثلة أساساً في معدل العائد على الأصول ROA، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، مؤشر Tobin's Q، معدل العائد على الاستثمار ROI، القيمة السوقية المضافة MVA، القيمة الاقتصادية المضافة EVA، معدل نصيب السهم من الأرباح EPS.

1. معدل العائد على الأصول (Return on Assets):

تعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها، وتقيس كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح الصافية (فهيم، 2008، صفحة 44). فهي بذلك تعكس كفاءة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية، يحسب بالعلاقة التالية (فروم، 2017، صفحة 145):

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \text{نتيجة السنة الصافية} / \text{مجموع الأصول}$$

كلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان أداء المؤسسة أفضل وتحقق أرباحاً جيدة.

2. معدل العائد على حقوق الملكية (Return on Equity):

هو مفهوم مشتق من مؤشر التحليل المالي ديوبون Dupont وهو أسلوب للتحليل المالي يهدف إلى تحديد العوامل التي تؤثر على ربحية المؤسسة وفق أبحاث Ball & Brown (1968) (صيفي، 2017، صفحة 11).

كما قام Won (2007) بدراسة حالة مؤسسة الطاقة الكهربائية الكورية من خلال تحديد العناصر أو التركيبات الأساسية لمعدل عائد حقوق الملكية كما يلي (صيفي، 2017، الصفحات 11-12):

$$\text{العائد على حقوق الملكية (ROE)} = \text{هامش الربح (PM)} \times \text{معدل منفعة الأصول (AU)} \times \text{مضاعف حقوق الملكية (EM)}$$

حيث: هامش الربح (PM) = النتيجة الصافية / رقم الأعمال خارج الرسم؛

منفعة الأصل (AU) = رقم الأعمال خارج الرسم / الأصل الاقتصادي؛

مضاعف حقوق الملكية (EM) = الأصل الاقتصادي / الأموال الخاصة.

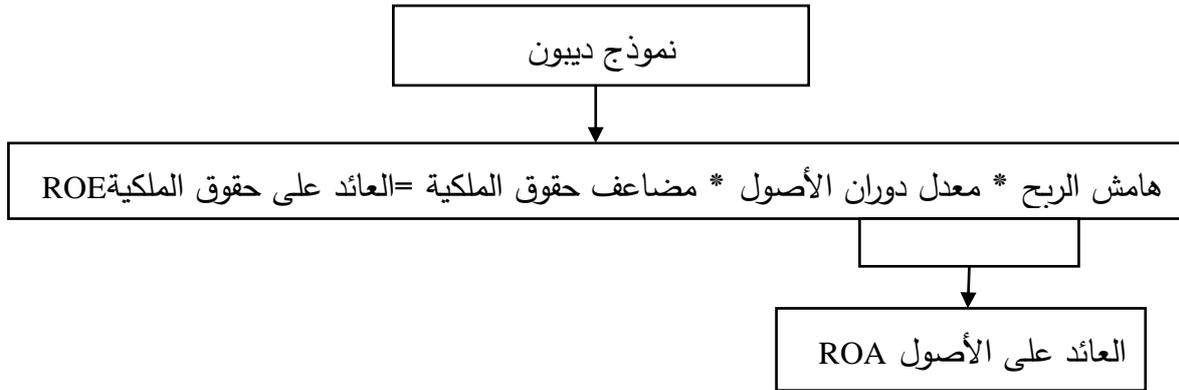
الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

يسمى معدل عائد حقوق الملكية أيضا بمعدل العائد على حقوق المساهمين، أو معدل المردودية الصافية للأموال الخاصة، حيث تعبر هذه النسبة عن العائد الذي يحققه المساهمون من استثمار أموالهم بالمؤسسة، وتعتبر من أهم نسب المردودية وأكثرها تعبيراً عن المردودية العامة للمؤسسة، فبناءً على هذه النسبة يقرر المساهمون إما الاستمرار في النشاط أو تحويل أموالهم إلى استثمارات أخرى تحقق عائداً مناسباً، بحسب العلاقة التالية (فروم، 2017، صفحة 145):

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية ROE} = \text{نتيجة السنة الصافية RN} / \text{الأموال الخاصة CP}.$$

يوضح الشكل التالي ربط نموذج Dupont بين العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول:

الشكل رقم (01): نموذج ديبيون



Source: (Syed & others, p. 6)

3. معدل العائد على الاستثمار (Return on Investment):

يمكن من خلال هذا المؤشر معرفة معدل العائد الناجم من الأموال المستثمرة بربطها بالنتيجة الصافية، كما يحظى هذا المؤشر بأهمية كبيرة لكونه يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للمؤسسة، إلا أنه بالمقابل لقي عدة انتقادات حيث لا يمكن اعتبار المردودية على أنها الهدف الوحيد الذي تسعى إليه المؤسسة. (صيفي، 2017، صفحة 13) يمكن حساب العائد على الاستثمار كالتالي (زغود، 2018، صفحة 128):

$$\text{العائد على الاستثمار ROI} = \text{النتيجة الصافية RN} / \text{الاستثمارات المنجزة أو المحققة I}$$

4. القيمة السوقية المضافة (Market Value Added):

تعتبر القيمة السوقية المضافة أفضل مقياس لأداء المؤسسة، وهي تمثل مقياساً تراكمياً لأداء المؤسسات وتمثل تقييم لسوق الأوراق المالية، من خلال احتساب القيمة الحالية الصافية لجميع المشاريع السابقة والمتوقعة للمؤسسة، فالمؤسسة تخلق قيمة في حال كانت $MVA > 0$ وذلك إذا كانت القيمة السوقية لرأس المال تفوق رأس المال المستثمر، وفي حال كانت $MVA < 0$ سلبية فإن هذا يثبت أن التوقعات غير صائبة بشأن قدرة الإدارة على الاستخدام الفعال لرأس المال، حيث تحسب بالطريقة التالية (صيفي، 2017، صفحة 14):

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية لممتلكات المؤسسة} - \text{القيمة الدفترية لممتلكات المؤسسة}$$

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة النسخة المطورة للربح المتبقي، الذي سوقته مؤسسة Stern & Stewart الأمريكية للخدمات الاستشارية التي أسسها Joel et G Bennet Stewart كمؤشر لتقييم أداء المؤسسة، وقد عرف Stern & Stewart مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على أنه مقياس للإنجاز المالي ويعتبر أقرب من أي مقياس آخر لتقدير الربح المتبقي، وعليه تحسب القيمة الاقتصادية كالتالي (زغود، 2018، الصفحات 131-132):

$$EVA = ROAT - (CMPC * CI)$$

حيث:

ROAT: النتيجة التشغيلية بعد الضرائب.

CMPC: معدل تكلفة رأس المال ويتمثل في التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

CI: رأس مال المستثمر (الديون والأموال الخاصة).

كما يتم حسابه أيضا بالعلاقة التالية:

$$EVA = (RCI - CMPC) * CI$$

حيث: **RCI:** مردودية الأموال المستثمرة.

إذا كانت $EVA > 0$ يعني أن المؤسسة ساهمت بشكل مباشر في التأثير ايجاباً على ثروة الملاك، السبب عائد إما لزيادة صافي الأرباح التشغيلية أو انخفاض تكلفة الاستثمار، أما إذا كانت $EVA < 0$ يعني أن المؤسسة تستهلك رأس المال المستثمر بقدر أكبر من صافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب مما يؤثر سلباً على ثروة الملاك.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

6. معدل نصيب السهم من الأرباح (Earning Per Share):

تعتبر ربحية السهم أفضل مقياس للسعر الحقيقي للسهم وأكثر المقاييس انتشاراً لأنها تظهر نصيب كل مساهم من ربح المؤسسة بعد خصم الضرائب، حيث تحتسب ربحية السهم EPS للمؤسسة بطرح توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة من صافي دخلها، ثم قسمة هذا الرقم على متوسط عدد الأسهم المتداولة خلال سنة أو ربع سنة (بن براهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 124):

$$\text{ربحية السهم} = (\text{صافي الدخل} - \text{توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة}) / \text{متوسط الأسهم المتداولة}$$

7. مؤشر Tobin's Q:

يعتبر من المؤشرات الحديثة للأداء المالي، تم إدخال نسبة Tobin's Q بواسطة العالم (جيمس توبين)، باعتبارها مؤشراً للتنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار (Tobin 1969 15-29)، وتم تعريفها على أنها نسبة القيمة السوقية Market Value للمؤسسة على تكلفة الإحلال أو تكلفة الاستبدال Replacement Cost، وهي أداة تستخدم عادة في مجال الاقتصاد والتمويل كمؤشر على أداء المؤسسات، وواحدة من المزايا الرئيسية باستخدام Q هو الحد من أي تشوهات بسبب القوانين الضريبية والمحاسبية، لأنه يستخدم القيمة السوقية لرأس مال المؤسسة الذي يشمل عوامل الخطر والربحية لها في المستقبل، وينظر إليها على أنها أفضل مقياس لأداء المؤسسات من أي إجراءات محاسبية أخرى، ويحسب بالعلاقة التالية (حمد النعيمي، 2012، صفحة 24):

$$\text{مؤشر Tobin's Q} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} / \text{قيمة استبدال الأصول}$$

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

نعرض مؤشرات قياس الأداء المالي السابقة الذكر وطريقة حسابها بشكل مختصر في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): مؤشرات قياس الأداء المالي

النسبة	رمزها	طريقة حسابها
معدل العائد على الأصول Return on Assets	ROA	= نتيجة السنة الصافية / مجموع الأصول
معدل العائد على حقوق الملكية Return on Earning	ROE	= ننتيجة السنة الصافية/ الأموال الخاصة
معدل العائد على الاستثمار Return on Investment	ROI	= الننتيجة الصافية / الاستثمارات المنجزة أو المحققة
القيمة السوقية المضافة Market Value Added	MVA	= القيمة السوقية لممتلكات المؤسسة - القيمة الدفترية لممتلكات المؤسسة
القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added	EVA	= (CMPC * CI) - ROAT = CI * (CMPC - RCI)
معدل نصيب السهم من الأرباح Earning Per Share	EPS	= N / (Divp - RN)
مؤشر Tobin's Q	Tobin's Q	= القيمة السوقية للمؤسسة/ قيمة استبدال الأصول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على ما سبق.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي.

يمكن تقسيم العوامل المؤثرة على الأداء المالي في المؤسسات إلى عوامل داخلية وخارجية:

1. العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي:

تتلخص العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي في العناصر التالية:

✓ **الهيكل التنظيمي:** هو عبارة عن الإطار العام الذي يحدد من في التنظيم لديه السلطة على من، فهو على ذلك يتركب من مجموعة من المراكز والوحدات الإدارية ذات السلطات والمسؤوليات المحددة مع إيضاح خطوط الاتصال، واتجاهات العلاقات بين الأفراد شاغلي تلك المراكز (قبلي، 2017، صفحة 75).

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

✓ **المناخ التنظيمي:** يقوم المناخ التنظيمي على سلامة الأداء بصورة إيجابية وكفاءته من الناحية الإدارية والمالية، وإعطاء معلومات لمتخذي القرارات لرسم صورة للأداء والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء في تصرفهم في أموال المؤسسة (قبلي، 2017، صفحة 76).

✓ **الحجم:** يعتبر حجم المؤسسة من العناصر التي غالبا ما يتم على أساسها تصنيف المؤسسات إلى صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم، إلا أنه توجد عدة مؤشرات لقياس الحجم منها: عدد العاملين، القيمة المضافة، رأس المال، رقم الأعمال، حجم الأصول المادية (التجهيزات والمعدات، المكاتب، المباني، المخازن، الورشات...) والموارد البشرية ويشمل هذا المصطلح كافة الأفراد الذين يعملون في المؤسسة سواء كانوا فنيين أو موظفين إداريين أو غيرهم إما بصفة دائمة أو مؤقتة (فروم، 2017، صفحة 121).

✓ **التكنولوجيا:** يعتبر مصطلح التكنولوجيا من المصطلحات المعقدة التي لم يتم تحديد مفهومها بشكل دقيق، فاعتبرت أنها مجسدة في تقنيات إنتاج السلع والخدمات، تقنيات التخزين، وتقنيات البيع والتوزيع، كما تم ربطها بالمعرفة لدى الأفراد وبالتالي مرتبطة برأس المال البشري، لكن التكنولوجيا في حقيقة الأمر هي توليفة من المعدات والأدوات، البرامج، المعرفة، والأساليب التي يستخدمها الأفراد المؤهلين خلال دورة نشاط المؤسسة لإنتاج سلع وخدمات ذات قيمة ومنفعة. كما يجب على المؤسسات تحديد نوع التكنولوجيا (تكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب، تكنولوجيا الإنتاج الكبير، تكنولوجيا الإنتاج المستمر، التكنولوجيا الوسيطة، التكنولوجيا الكثيفة، التكنولوجيا الروتينية وغير الروتينية، التكنولوجيا الحرفية والهندسية...) المناسبة لطبيعة أعمالها والمنسجمة مع أهدافها بسبب أن التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات، لذلك يجب عليها التكيف مع التكنولوجيا وتعديل أداءها وتطويره بشكل يتوافق مع هذه التكنولوجيا (فروم، 2017، صفحة 123).

2. العوامل الخارجية المؤثرة على الأداء المالي:

تتلخص العوامل الخارجية المؤثرة على الأداء المالي في العناصر التالية:

✓ **عوامل اقتصادية:** وهي الأكثر انعكاسا على الأداء نظرا لطبيعة نشاط المؤسسة من جهة، ولكون المحيط الاقتصادي يمثل مصدرا لمختلف مواردها ومستقبل منتجاتها من جهة أخرى، كما يمكن تقسيمها إلى عوامل اقتصادية عامة تشمل: معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، المناخ العام للاستثمار، القدرة الشرائية للمستهلكين، ميزان المدفوعات... الخ، وعوامل اقتصادية قطاعية تشمل: حجم الطلب، وفرة عوامل الإنتاج، درجة المنافسة وهيكل السوق، مستوى الأجور في قطاع النشاط... الخ. (فروم، 2017، صفحة 125)

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

✓ **العوامل الاجتماعية والثقافية:** ترتبط بالقيم الاجتماعية السائدة والعادات والتقاليد التي يجب مراعاتها والاتجاهات التربوية والتعليمية والمؤسسات الاجتماعية والثقافية والتيارات الدينية والمؤشرات الديموغرافية السكانية للمجتمع. (فروم، 2017، صفحة 126)

✓ **العوامل السياسية والقانونية:** تتمثل في القوانين والتشريعات الحكومية التي تحدد علاقات المؤسسات بالدولة إضافة إلى الفلسفة السائدة التي يستند إليها نظام الحكم والأهداف التي تؤمن بها الأحزاب والقوى السياسية المشاركة في الحكم. (فروم، 2017، صفحة 126)

ويمكن اختصارها في النقاط التالية (الأنصاري، 2006، صفحة 155):

- منافسة المؤسسات الأخرى العاملة في نفس النشاط؛
- القوانين والقواعد والسياسات الجمركية والضريبية التي تطبق على المؤسسات؛
- الحالة الاقتصادية والسياسات المالية بالدولة؛
- درجة التقدم التكنولوجي المتوقع في إنتاجية الشركة.

المطلب الثالث: علاقة هيكل الملكية بالأداء المالي.

تشير عدة دراسات إلى أن هيكل ملكية المؤسسة يعتبر أحد أهم العوامل المؤثرة على أداءها المالي، ألا أن هناك اختلاف الآراء بين المفكرين في اتجاه هذا التأثير، فمن خلال هذا المطلب سوف نتطرق لأهم النظريات التي تربط بين هيكل الملكية وأداء المؤسسات.

الفرع الأول: النظريات المفسرة لهيكل الملكية.

1. نظرية الوكالة Agency Theory:

تعرف الوكالة بأنها عقد يرتبط Engage بين شخص أو أكثر يسمى الموكل Principal مع شخص آخر يدعى الوكيل Agent لأداء خدمة أو عمل لمصلحته، الذي يتضمن تفويض Delegating بعض صلاحيات القرار للوكيل (سميا ، 2018، صفحة 55).

كما يرى باحثون آخرون بأن علاقات الوكالة تنشأ عندما يقوم أحد الأطراف وهو ما يعرف بالموكل سواء كان فردا أو عدة أطراف بتكليف طرف آخر هو الوكيل بأداء بعض الأعمال نيابة عنه، على أن يقوم الموكل بتفويض الوكيل سلطة اتخاذ القرارات التي تمكنه من أداء المهام الموكلة إليه (سميا ، 2018، الصفحات 55-56).

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

من هنا يمكن القول أن علاقات الوكالة تنشأ نتيجة المصلحة المتبادلة بين طرفين، فكل منهما من المفترض أنه يسعى لتحقيق مصالح الآخر، إلى أن التحليل السلوكي للطبيعة البشرية، أثبت بأن كل إنسان يكون دائما مدفوعا لتعظيم منافعه الخاصة على حساب منافع الآخرين، وهذا ما ذكره Adam Smith (1776) في كتاباته بأن "كل إنسان يسعى إلى تحقيق وتعظيم منفعةه الذاتية Self Interests، وتضمنت تحليلاته تعارض المصالح بين ملاك المؤسسات ذات الأسهم المشتركة Joint Stock وإدارتها في إطار المصلحة الذاتية، مما دفع Jensen (1994) إلى اعتبار Adam Smith أول منظري الوكالة، كما يعتبر كل من Berle & Means (1932) أول من قدموا إطارا لدراسة علاقة الفصل ما بين الملكية والسيطرة (سميا ، 2018، صفحة 56).

2. نظرية التجذر:

تفسر هذه النظرية علاقات السلطة القائمة بين الفاعلين في المؤسسات والذين يبحثون عن أدوات للتأثير على نظام القرارات بعد تفضيل وتخصيص المصالح والأهداف الشخصية، حيث أصبح الشغل الشاغل مع تطور سلطة المساهمين في المؤسسة المعاصرة وأسلوب التمويل عن طريق اللامساواة (الأسواق المالية)، هذه العلاقات خلقت وساطة وجو من المواجهات والتحالفات بين شكلين من السلطة: سلطة الملكية ممثلة في المساهمين والملاك، وسلطة الإدارة ممثلة في المديرين الموكلين (قبلي، 2017، صفحة 17).

تفترض نظرية التجذر، أن الفاعلين في المؤسسة يطورون استراتيجياتهم للحفاظ على مكانتهم بالمنظمة والعمل على حرمان المنافسين المحتملين من الدخول إليها، هذا يسمح لهم بالرفع من سلطتهم ومن مساحة إدراكهم لما يجري بالمنظمة، حيث أن المديرين يتكونون من وكلاء ذو هيئة، خاصة الذين يمكنهم استعمال موارد المؤسسة من أجل التجذر والرفع من قدرتهم وسلطتهم والحصول على مزايا أخرى (حرية النشاط، الحماية أثناء العمل والمكافآت) (قبلي، 2017، صفحة 17).

3. نظرية الإشراف:

خلافا لنظرية الوكالة فإن نظرية الإشراف تركز على المقاربة النفسية والاجتماعية، وتؤكد أن مصالح المدراء التنفيذيين للمؤسسات تتماشى مع مصالح المؤسسة وملاكها، ويركز منظري نظرية الإشراف على ضرورة الهياكل الكفيلة بتمكين وتسهيل الإدارة بدلا من الرصد والمراقبة، فهم يرفضون نموذج الفردية الشديدة لنظرية الوكالة الذي يعزز موقف "الشرطي والمشتبه به"، التي تفترض أن الوكلاء يعملون لمصالحهم الذاتية التي تختلف عن مصالح الموكلين (حبيب، 2018، صفحة 93).

تأخذ نظرية الإشراف بوجهة نظر معاكسة، حيث يشير كل من Donaldson (1990) و (1997) Davis et al أن الوكلاء جديرون بالثقة اتجاه الموارد الموكلة إليهم مما يجعل مراقبتهم أمر غير

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

ضروري، وبما أن المدراء غير انتهازيين ويعملون أفضل ما يمكن لمصلحة الملاك فإنه ينبغي منحهم استقلالية قائمة على أساس الثقة، وهذا يقلل تكلفة رصد ومراقبة سلوكهم، كما لاحظ كل من Donaldson and Davis (1994) أن دور المدراء صمم باعتباره مدفوعا بالحاجة إلى تحقيق وممارسة المسؤولية والسلطة، لكسب الرضا من خلال أداء فعال على أساس تحدي العمل، وكسب الاعتراف من أقرانهم ورؤساءهم في العمل (حبيب، 2018، الصفحات 93-94).

الفرع الثاني: تأثير تركيز الملكية، الملكية الحكومية والملكية الأجنبية على الأداء المالي.

1. تركيز الملكية وأثرها على الأداء المالي:

يرى (Shleifer & Vishny 1986) أن امتلاك المساهمين لنسبة كبيرة من الأسهم (مسيطرون) تنمي لديهم حوافز قوية للمراقبة الفعالة والانضباط والتأثير على الإدارة، مما يساعد في التخفيف من مشاكل الوكالة التي تؤدي بدورها إلى تحسين الأداء (NGUYEN, STUART, & KRISHNA, 2015, p. 07). كما يرى (Yabei & Izumida 2008) أن كبار المساهمين (المسيطرين) إذا لاحظوا أن أداء المؤسسة ضعيف وأن ملكيتهم عالية المخاطر ينمي لديهم الرغبة في تحقيق المنافع الخاصة مما يؤدي إلى التأثير سلبا على الأداء (NGUYEN, STUART, & KRISHNA, 2015, p. 08).

2. الملكية الحكومية وأثرها على الأداء المالي:

تكتسب المؤسسات المملوكة للدولة (المؤسسات العامة) أهمية خاصة، إذ أنه على الرغم من موجة الخصخصة التي شهدتها العديد من الدول، إلا أن تلك المؤسسات لازالت مساهمتها تمثل جزءا أساسيا من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي وتوفير مناصب عمل والعنصر الأساسي في النشاط الاقتصادي، غير أنها تعاني من العديد من القيود والتي تعيق قدرتها على منافسة القطاع الخاص، أيضا تواجه المؤسسات المملوكة للدولة مشكلة الوكالة، وذلك بسبب انفصال الملكية عن التسيير مما يؤثر سلبا على مستوى أدائها المالي (زغود، 2018، صفحة 172).

3. تأثير الملكية الأجنبية على الاداء المالي:

هناك العديد من الأدلة والبراهين النظرية التي تدعم التأثير الإيجابي المحتمل للملكية الأجنبية على الأداء المالي للمؤسسات، فالمؤسسات الأجنبية تعتبر قناة هامة لنقل التكنولوجيا والمعارف خصوصا بالنسبة لمؤسسات الدول النامية، حيث يؤدي المستثمر الأجنبي دور كبير في تحسين حوكمة المؤسسات في البلدان المضيفة فامتلاك المستثمرين الأجانب لحصة من رأس مال المؤسسات المحلية (مشاريع مشتركة) يرفع من مستوى فعالية عمل الرقابة في تلك المؤسسات من خلال التمثيل في مجلس الإدارة (حقوق التصويت)، وبالتالي التقليل من مشاكل الوكالة بالنسبة للمساهمين المحليين،

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

فضلا عن كون تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تعتبر مصدر تمويل مهم للمؤسسات خصوصا في الدول النامية (زغود ، 2018 ، صفحة 165).

كما أشارت العديد من الأبحاث إلى أن المستثمرين الأجانب بإمكانهم الحفاظ على مستوى حوكمة ضعيفة من خلال عدم سعيهم إلى تحسين الرقابة في المؤسسات التي يمتلكون فيها غالبية رأس المال وذلك بهدف تحقيق منافع خاصة وبالتالي انخفاض مستوى الأداء المالي للمؤسسة (زغود ، 2018 ، صفحة 166).

من خلال ما قمنا بالتطرق اليه في هذا المبحث نستخلص أن لكل نوع من أنواع هياكل الملكية خصائص مختلفة عن النوع الآخر، حيث أن التغير في هيكل الملكية قد يؤثر إما بشكل إيجابي او سلبي على أداء المؤسسات حسب المكان والزمان.

كما أظهرت كل من نظرية الوكالة ونظرية التجذر آراء مختلفة بالنسبة لما يجب أن تقوم عليه العلاقة بين الموكل والوكيل، فنظرية الوكالة أكدت على وجوب الرقابة الدائمة للملاك على المدراء فهذه النظرية تقوم على أنه لا بد من أن المدراء يعملون لمصالحهم الخاصة. عكس ما جاءت به نظرية التجذر التي تبرئ الوكيل من هذا وتؤكد على أنه يجب أن تعطى الثقة الكاملة للمدراء (الوكلاء) لأن غايتهم سليمة ممكن أن تتمحور فقط حول إثبات عملهم الكفاء لضمان سيرة حسنة.

المبحث الثاني: الإطار التطبيقي لهيكل الملكية والأداء المالي

تمثل العلاقة بين هيكل الملكية وأداء المؤسسات أحد الموضوعات الجذلية المهمة والمستمرة. فبعد التطرق للعلاقة النظرية بين المتغيرين نأتي إلى بعض الدراسات التي اهتمت بنفس الموضوع، حيث تم تقسيم الدراسات السابقة إلى دراسات باللغة العربية ودراسات باللغة الأجنبية، وترتيبها حسب التسلسل الزمني من الأحدث إلى الأقدم.

المطلب الأول: الدراسات العربية.

1. دراسة هنادي تركي محمد بطاينة؛ سوزان رسمي ، (2019)، بعنوان: أثر هيكل الملكية والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، مج15، ع1، الأردن.

الهدف من هذه الدراسة هو اختبار ما إذا كان هناك أثر لهيكل الملكية العائلي وغير العائلي والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي لـ 92 شركة صناعية وخدمية أردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، تم تقسيم العينة إلى 58 شركة ذات ملكية عائلية و34 شركة ذات ملكية غير عائلية، فترة الدراسة ممتدة من 2010 إلى غاية 2014، لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المشترك (Pooled data)، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي لجميع الشركات عينة الدراسة مقاسا بمؤشر Tobin's Q، وأن تأثير الحاكمية المؤسسية على الأداء يختلف بالاعتماد على وجود الملكية العائلية.

2. دراسة باسل أمين شعيب مسمح، 2018، بعنوان: أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة فلسطين (ماجستير).

الهدف من الدراسة هو التعرف على أثر هيكل الملكية على الأداء المالي 28 مؤسسة مدرجة في بورصة فلسطين من مختلف القطاعات مع استثناء قطاع البنوك والتأمين، حيث امتدت فترة الدراسة من 2013 إلى غاية 2017، وللوصول للهدف تم جمع البيانات للمؤسسات محل الدراسة مع استخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد، وفي الأخير توصلت الدراسة إلى وجود أثر ايجابي لتركز الملكية على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق المكية والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

3. دراسة محمد سالم دخان (2018)، بعنوان: أثر محددات هيكل الملكية في أداء الشركات المساهمة السورية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مج40، ع05، سوريا. اختبرت هذه الدراسة أثر محددات هيكل الملكية الإدارية في أداء المؤسسات، بالاعتماد على عينة مكونة من 12 شركة مساهمة سورية تنقسم إلى 06 مصارف و06 شركات تأمين للفترة الممتدة ما بين 2011-2016، حيث تم الاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي Spss لمعرفة مدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر للملكية الإدارية على أداء المؤسسات محل الدراسة في حين لم يتأثر أداء المؤسسات بتشتت الملكية خلال الفترة المدروسة، كما يختلف أثر محددات الملكية على الأداء باختلاف القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

4. دراسة أحمد بن محمد العامري (2018)، بعنوان: أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي، دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي. المجلة العربية للإدارة، مج 38، ع2.

حاولت هذه الدراسة بناء نموذج مفاهيمي يتناول هيكل الملكية كعامل وسيط يؤثر على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي، تمت الدراسة على 12 مصرف مدرجة في السوق المالي السعودي في الفترة الممتدة ما بين 2010 إلى 2015، وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد توصلت الدراسة إلى أن المصارف محل الدراسة تميل إلى استخدام أموال الملكية في تمويل أنشطتها، إذ بلغ متوسط نسبة المديونية فيها 23.4%؛ وكذلك وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشرين للأداء المالي للمصارف محل الدراسة، ووجود علاقة إيجابية بين تركيز الملكية والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، أما ملكية الأفراد فقد أثرت بشكل سلبي على كلا مؤشري الأداء المالي المستخدمين، أظهرت النتائج أيضا وجود أثر لهيكل الملكية كوسيط على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في المصارف محل الدراسة.

5. دراسة زغود تبر (2018)، بعنوان: تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة، دراسة اختبارية على عينة من المؤسسات المساهمة بالجزائر (أطروحة دكتوراه)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

الهدف من الدراسة هو اختبار تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي، حيث أسقطت عينة الدراسة على 165 مؤسسة مساهمة بالجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2014، للوصول للهدف اعتمدت الدراسة على بناء نماذج Dynamic Panel Data Models، حيث تم قياس هيكل الملكية بكل من (تركز الملكية؛ الملكية الإدارية؛ الملكية العائلية والأجنبية؛ ملكية الدولة وملكية

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

المستثمرين المؤسسين)، كما قيس الهيكل المالي بنسبة الاستدانة المالية أو الرفع في رأس المال، حيث خلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي لمؤسسات المساهمة بالجزائر يتأثر بخصائص هيكل الملكية.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.

1. Phuong T, Charles H, Amir A, James B (2019), **Financial Liberalisation, Bank Ownership Type and Performance in a Transition Economy: The Case of Vietnam**, Pacific-Basin Finance Journal.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة درجة تأثير التحرير المالي الجزئي والانتقالي على كفاءة البنوك حسب نوع ملكيتها، مع أخذ عينة من البنوك الفيتنامية في الفترة الممتدة ما بين 2005 إلى 2015. حيث اعتمدت في التحليل على نموذج الانحدار المتعدد، توصلت الدراسة إلى تفوق البنوك العمومية على غيرها من البنوك، كما كان لها تأثير إيجابي على الكفاءة المصرفية؛ كما أدى تحول البنوك الخاصة من الريف إلى المدينة إلى انخفاض كفاءة النظام المصرفي، كما خلصت إلى وجود تأثير ضعيف للملكية الأجنبية على كفاءة البنوك، وتوفير ملكية أصحاب الأعمال خدمات الوساطة أدى إلى تدهور الكفاءة التشغيلية الشاملة للبنك.

2. Martins, L., Artturs, L., Anete, P. (2019), **The Effect of Domestic to Foreign Ownership Change on Firm Performance in Europe**, International Review of Financial Analysis.

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين التغير في الملكية من محلية إلى أجنبية وبين الأداء المالي للمؤسسات الأوروبية الخاصة، شملت العينة 850 مؤسسة خاصة منها التي شهدت تغير في الملكية ومنها من بقيت على حالها خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2014، توصلت النتائج إلى أن المستثمرين الأجانب يستحوذون على مؤسسات أكبر بأقل ربحية، كما أظهرت النتائج أن هناك تأثير إيجابي للتغير في الملكية على الكفاءة التشغيلية، وتوصلت الدراسة أيضا إلى أن الملاك الأجانب من الدول المتقدمة يعملون على تحسين أداء المؤسسات بشكل أفضل عن غيرهم من الملاك نظرا لتوافر خبرات ومعارف قوية لديهم.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

3. Ogaluzor, Odinakachukwu Ifeanyichukwu and Omesi, Israel (2019), **Ownership Structure and Financial Performance of Listed Consumer Goods Manufacturing Companies in Nigeria**, Journal of Accounting Information and Innovation, Vol 5, No 1.

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة بين الملكية المشتركة والأداء المالي لمؤسسات السلع المدرجة في بورصة نيجيريا، شملت عينة الدراسة 20 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا لسنة 2016، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين تركيز الملكية والأداء المالي؛ وجود علاقة ايجابية بين ملكية الأسهم الإدارية والأداء المالي.

4. Wasim M, Falah Y (2018), **The Effect of Ownership Structure on Financial Performance of Listed Companies in Palestine Exchange**, International Journal of Science and Research, volume 7, Issue 01.

تناولت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين هيكل الملكية وأداء المؤسسات المدرجة في بورصة فلسطين، العينة التي أسقطت عليها الدراسة متكونة من 32 مؤسسة مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2016، أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية دالة إحصائياً بين تركيز الملكية والأداء المالي الممثل بالعائد على الأصول، كما أظهرت أيضاً أن العلاقة بين الملكية المؤسسية والأداء المالي بالنسبة لكل من العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE ومؤشر Tobin's Q هي علاقة سلبية.

5. RACHA EL MOSELMANY, DEMYANA NATHAN(2018), **The Effect of Ownership Structure on Firm's Financial Performance: An Empirical Study on Companies Listed on The Egyptian Stock Exchange**, JRL of the Faculty of Commerce for Scientific Research, Vol 55, No 01.

تكشف هذه الورقة العلاقة بين هيكل ملكية المؤسسات والأداء المالي (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية ومؤشر Tobin's Q)، شملت عينة الدراسة 50 مؤسسة مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة الممتدة من 2003 إلى 2015، تم استعمال برنامج الانحدار الخطي البسيط كأداة للتحليل، وخلصت النتائج إلى وجود علاقة ايجابية بين الملكية الإدارية والحكومية والأداء المالي، ولكن العلاقة بين الملكية الحكومية والأداء المالي ضعيفة بالنسبة للمؤسسات محل الدراسة مقارنة بالملكية الإدارية.

6. Khadijat Yahaya, Rodiate Lawal (2018), **Effect of Ownership on Financial Performance of Deposit Money Banks in Nigeria**, Journal of Accounting and Management, Vol 8, No 2.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

فحصت هذه الدراسة تأثير هيكل الملكية على قيمة المؤسسات، كما قامت بتقييم العلاقة بين التغير في هيكل الملكية وقيمة المؤسسة التي تم قياسها عن طريق كل من العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على الأصول ROA، تمثلت عينة الدراسة في 15 بنك مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2016، وبالاعتماد على برنامج Generalized Moment Method في التحليل توصلت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية فقط التي لها تأثير ايجابي على الأداء المالي، بينما أظهرت النتائج أثر ضعيف لكل من الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية وتركز الملكية على الأداء المالي.

7. George G.M; Tobias owlweny; Tabitha M.N (2018), **Effect of Ownership Structure on Financial Performance of Quoted Non-Financial Firms in Kenya**, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol 6, Issue 8, United Kingdom.

الهدف من هذه الدراسة هو تحديد أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة كينيا، أسقطت الدراسة على عينة مكونة من 43 شركة خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2017، وتم قياس هيكل الملكية بالاعتماد على كل من الملكية الإدارية، المؤسسية، الحكومية والملكية القطاعية بينما تم قياس الأداء المالي بعائد رأس المال العامل ROCE ومؤشر Tobin's Q، حيث توصلت الدراسة إلى أن نسبة Tobin's Q سلبية وكبيرة إحصائياً بالنسبة للعلاقة بين الملكية الإدارية والأداء المالي، وسلبية كذلك بالنسبة للعلاقة بين الملكية المؤسسية والأداء المالي، بينما ايجابية بالنسبة للعلاقة بين الملكية الحكومية والأداء المالي، وسلبية وذات صلة كبيرة بالنسبة للعلاقة بين الملكية القطاعية والأداء المالي.

8. Duc Nam Phung (2016), **Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Vietnamese Listed Firms**, Australian Economic Papers, Vol 55, No 1, Australia.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار تأثير هيكل الملكية على أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم الفيتنامي، العينة التي اسقطت عليها الدراسة متمثلة في 2744 شركة في الفترة الممتدة من 2007 إلى 2012، وتوصلت الدراسة إلى علاقة عكسية بين الأداء المالي للمؤسسات وهيكل الملكية وأن العلاقة بين الأداء المالي وملكية الدولة متكاملة، كما خلصت أيضاً إلى أن ملكية الدولة تزيد من مستوى الأداء المالي للمؤسسة بنسبة 28.67% وعلاقة الملكية الأجنبية بالأداء المالي طردية حيث نجد أن أداء المؤسسة يزداد مع زيادة الملكية الأجنبية إلى مستوى 43% ثم يبدأ بالانخفاض.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

9. Sitisun ziyati Suman, Abdul Basit, Sahib zada Muhammad Hamza (2016), **The Impact of Ownership Structure on Firm Performance**, International Journal of Accounting and Business Management, Vol 04, No 02.

الهدف من هذه الدراسة هو اختبار أثر هيكل الملكية على أداء الشركات في الهند، قامت الدراسة على عينة متكونة من 50 مؤسسة مدرجة في بورصة "بومباي" في الفترة الممتدة من 2011 إلى 2015، الأدوات التي تم الاعتماد عليها لقياس أداء المؤسسات متمثلة في كل من العائد على الأصول ROA، العائد على الاستثمار ROI، مؤشر Tobin's Q والعائد على حقوق الملكية ROE. استخدمت نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى أن كل من الملكية الإدارية، تركيز الملكية، الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية أثرت بطريقة ايجابية على الأداء المالي.

10. Juliana Stanley Isanzu (2015), **The Impact of Ownership Structure on Financial Performance: A Comparison Study of Two Chinese Banks**, International Journal of Management Science and Business Administration, Volume 01, Issue 12.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كان هناك اختلاف في الأداء بين المؤسسات المملوكة للدولة والمؤسسات المشتركة أي تأثير التغيير في هيكل الملكية على أداء المؤسسة الممثل في كل من العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، كفاية رأس المال والعائد على السهم، تمثلت عينة الدراسة بنكين في الصين واحدة من البنوك المملوكة للدولة والأخرى مشتركة خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013، حيث تم استخدام اختبار T-Test للمقارنة بين أداء المصرفين كما تم التحليل باستخدام برنامج SPSS. وخلصت النتائج إلى أنه لا يوجد اختلاف كبير في الأداء بين نوعي الملكية.

11. Benjamin K, Arugu O, Kabiru I (2014), **The Impact of Ownership Structure on the Financial Performance of Listed Insurance Firms in Nigeria**, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol 4, No 1.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار هيكل الملكية على الأداء المالي لشركات التأمين المدرجة في بورصة نيجيريا، العينة التي قامت عليها الدراسة متمثلة في 17 شركة خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2010، تم قياس أداء الشركة بالاعتماد على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. حيث توصلت النتائج إلى أن هناك علاقة ايجابية بين هيكل الملكية وأداء الشركات حسب أدوات القياس التي تم اعتمادها.

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

12. BENAMRAOUI A, SURENDRANATH R J, MAZOUZ K (2006), **The Effect of Block Ownership on Future Firm Value and Performance**, North American Journal of Economics and Finance 50.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار تأثير قرارات الاستثمار المتخذة من قبل ملاك الأسهم على أداء المؤسسة، عينة الدراسة متمثلة في 1658 شركة سويسرية للفترة الممتدة ما بين 1996-2001 حيث تم قياس الأداء بكل من مؤشر Tobin's Q والعائد على الأصول ROA، لتتوصل الدراسة في الأخير إلى أن ملاك الأسهم الخارجيين يعتبرون محدد رئيسي في تفسير أداء المؤسسة المستقبلي كما وجدت أيضا علاقة عكسية بين التغيرات في ملكية الأسهم ومقاييس الأداء المعتمدة في الدراسة.

13. Wiem Elmanaa Madani, Wafa Khelif (2005), **Effects De La Structure De Propriété Sur La Performance Comptable: Etude Empirique Sur Les Entreprises Tunisiennes Industrielles Non Cotées**, publié dans Comptabilité et Connaissances, France.

تختبر هذه الدراسة تأثير هيكل الملكية على أداء المؤسسات التونسية، تم قياس الأداء بكل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-2002. توصلت النتائج إلى أنه لا توجد علاقة احصائية بين تركيز الملكية والأداء، كما أظهرت النتائج أيضا عدم وجود علاقة عكسية المفترضة بين الملكية الإدارية وأداء المؤسسات محل الدراسة.

المطلب الثالث: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة.

من خلال عرض الدراسات السابقة نرى أن معظم الدراسات قد ركزت في قياس أثر التغير على نوع أو نوعين من هياكل الملكية، حيث تم تسليط الضوء بالخصوص على ملكية الدولة والملكية العائلية عكس الدراسة الحالية التي ستقوم على اختبار مدى تأثير كل من الأجنبية Foreign Ownership، تركيز الملكية Ownership Concentration والملكية المؤسسية Institutional Ownership على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة عمان خلال فترة الدراسة، ومن هنا وحسب ما تم عرضه في المطلب الأول والثاني نستخلص ما يلي:

- تشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في السعي للوصول للهدف ذاته ألا وهو معرفة أثر التغير في هيكل الملكية على الأداء المالي؛
- أيضا هناك تشابه في استخدام الدراسة الحالية والدراسات السابقة مؤشر من أهم مؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسات ألا وهو العائد على الأصول؛

الفصل الأول: النظريات الأدبية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي.

- اختلفت الدراسة الحالية مع بعض الدراسات السابقة في استخدام الأدوات والأساليب الإحصائية؛
- هناك اختلاف من حيث اختيار محددات هيكل الملكية واختيار أكثر من أداة من أدوات قياس الأداء المالي بالنسبة للدراسات السابقة؛
- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في كل من العينة التي اسقطت عليها الدراسة والمتمثلة في 25 مؤسسة مدرجة موزعة على القطاعات الاقتصادية الثلاث، مع اختلاف فترة الدراسة والتي تمتد من سنة 2009 إلى غاية 2018 ومكان الدراسة أي بورصة عمان- الأردن.
- اعتمدت الدراسة الحالية على عينة من المؤسسات من مختلف القطاعات الاقتصادية عكس البعض من الدراسات السابقة.

خلاصة الفصل:

بعد التطرق لبعض المفاهيم الأساسية حول هيكل الملكية والأداء المالي نستنتج أن هناك علاقة قوية تربط المتغيرين ببعضهم البعض من حيث تأثير التغيير في ملكية المؤسسات على أداءها، كما نرى أن هناك اختلاف في آراء الباحثين من خلال النظريات المفسرة للعلاقة بين هاذين الأخيرين.

كما اتضح من خلال عرض الدراسات السابقة أن هناك اختلاف في النتائج المتوصل إليها حتى بالنسبة للدراسات المتطرفة لنفس نوع الملكية، فمن الممكن أن يرجع السبب في ذلك إلى الاختلاف في العينة التي اسقطت عليها الدراسة سواء بالنسبة للمؤسسات محل الدراسة ما إذا كانت كبيرة أو ناشئة أو بالنسبة للاختلاف في موقع الدراسة في الدول النامية أو المتطورة.

من خلال هذا الفصل اتضح أهمية التغيير في نوع هيكل الملكية بالنسبة لأداء المؤسسات بصفة عامة، حيث سيتم التفصيل واختبار العلاقة احصائياً في الفصل الثاني من هذه الدراسة.

الفصل الثاني

دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل
الدراسة

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

تمهيد الفصل:

بعد التطرق في الفصل الأول من الدراسة إلى الجانب النظري لتأثير التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي، وكذلك للدراسات السابقة للموضوع، سيتم التطرق في هذا الفصل للجانب التطبيقي من الدراسة لعينة من المؤسسات المتمثلة في 25 مؤسسة موزعة على القطاعات الثلاث في بورصة عمان-الأردن، لغرض معرفة مدى تأثير التغيير في هيكل الملكية على أداء المؤسسات محل الدراسة.

لتحقيق أهداف الدراسة سنقوم باختبار أثر التغيير في ملكية المؤسسات محل الدراسة على أدائها، هذا بتطبيق الانحدار الخطي المتعدد لتفسير تأثير المتغيرات المستقلة لهيكل الملكية على المتغير التابع.

حيث قمنا بتقسيم الفصل إلى مبحثين متمثلين في الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة بالنسبة للمبحث الأول، أما المبحث الثاني فيتمثل في تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

قبل التطرق إلى معرفة وقياس أثر التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، سيتم التطرق في هذا المبحث أيضا إلى توضيح الطريقة أو المنهج المتبع لإنجاز الجانب التطبيقي من الدراسة هذا بالنسبة للمطلب الأول ثم يليه المطلب الثاني والمتمثل في الأساليب والأدوات المعتمدة للإجابة على فرضيات الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة.

قمنا بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع متمثلة في مجتمع الدراسة والذي يتمحور حول نظرة عامة حول بورصة عمان من حيث التأسيس والأهداف وأداء البورصة في جميع السنوات محل الدراسة، تقديم عينة الدراسة وتتمثل في المجتمع والعينة التي قامت عليها الدراسة والمصادر الأولية والثانوية لجمع البيانات اللازمة، وفي الفرع الأخير قمنا بشرح متغيرات الدراسة المتمثلة في أربع متغيرات مستقلة ومتغير تابع.

الفرع الأول: تحليل أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

سيتم في هذا الفرع التعريف ببورصة عمان وأدائها في الفترة الممتدة ما بين 2009-2018، كما ستم الإشارة إلى القيم الجوهرية التي تتميز بها بورصة عمان عن غيرها.

1. نظرة عامة حول بورصة عمان:

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كمؤسسة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر مؤسسة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. حيث تدار من قبل مجلس ادارة مكونة من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة (نشرة تعريفية لبورصة عمان ، صفحة 04).

• أهداف بورصة عمان:

تهدف مؤسسة بورصة عمان الى ممارسة جميع أعمال أسواق الاوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وادارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعاقل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها المؤسسة. ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها انشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها. (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2019، صفحة 18)

ومن المتوقع أن يساهم في تحويل البورصة إلى مؤسسة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، مما سيمكنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقيات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً (النشرة التعريفية لبورصة عمان، صفحة 05).

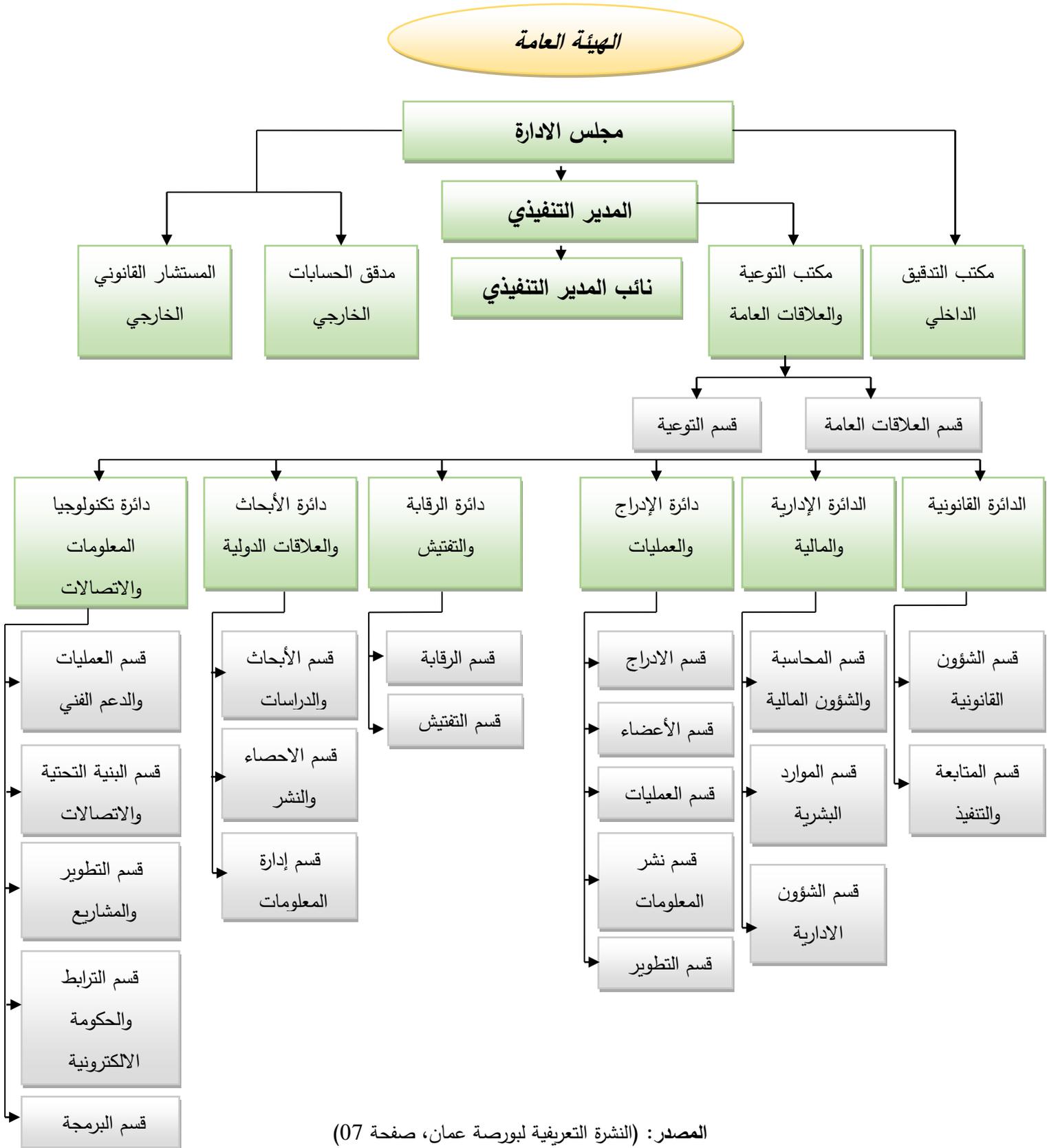
- **القيم الجوهرية لبورصة عمان** (النشرة التعريفية لبورصة عمان، صفحة 06):
 - ✓ الأمانة والنزاهة: العدل والمساواة في التعامل مع جميع الجهات ذات العلاقة،
 - ✓ الشفافية: الإفصاح عن جميع المعلومات بشكل دقيق وسريع بنفس الوقت لجميع الجهات،
 - ✓ التميز والابداع: تبني وتطبيق معايير التميز في كافة جوانب العمل في البورصة،
 - ✓ الكفاءة: الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وتحقيق الأهداف بأقل تكلفة وأقل وقت ممكن،
 - ✓ التحسين المستمر: المراجعة الدائمة للأداء وتطبيق أفضل الممارسات العالمية،
 - ✓ الاهتمام بالموظفين: رفع كفاءة الموظفين والمحافظة على بيئة عمل مهنية وتعزيز العمل بروح الفريق،
 - ✓ الانفتاح: التشاور مع الشركاء الاستراتيجيين وتلقي الآراء حول الخدمات المقدمة وأخذها بعين الاعتبار وصولاً الى خدمات متميزة.

• **الهيكل التنظيمي:**

يتم توضيح التسلسل الإداري لبورصة عمان الذي يعتبر عبارة عن تنظيم لحركة العمل من خلال الشكل التالي المتمثل في الهيكل التنظيمي للبورصة:

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

الشكل رقم (02): يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: (النشرة التعريفية لبورصة عمان، صفحة 07)

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

• الوضع التنافسي لبورصة عمان:

شركة بورصة عمان هي السوق الوحيدة المرخص لها حالياً ممارسة أعمال تنظيم تداول الأوراق المالية في الأردن، وذلك على الرغم من سماح قانون الأوراق المالية بإنشاء أكثر من سوق مالي في المملكة الأمر الذي قد يؤثر على حصة البورصة السوقية من الأوراق المالية المدرجة في البورصة، وذلك في حال تم إنشاء أسواق مالية أخرى. (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2019، صفحة 14)

2. المؤشر العام لبورصة عمان:

أطلقت البورصة مؤشر العشرين لبورصة عمان (ASE20)، وهو عبارة عن مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول للشركات، والذي يتألف من 20 شركة مدرجة في البورصة هي الأكثر نشاطاً والأعلى من حيث القيمة السوقية، والتي تعد من أسهم الشركات القيادية في البورصة، حيث تم تعريفه على نظام التداول الإلكتروني، وإجراء الاختبارات اللازمة له والتأكد من نشره على شاشات التداول والنشرات الصادرة عن البورصة والموقع الإلكتروني للبورصة، إضافة إلى التنسيق مع شركات تزويد البيانات والقنوات الفضائية فيما يتعلق ببيت قيم هذا المؤشر (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2019، صفحة 30).

أما عن مراجعة عينة مؤشر ASE20 فإنها تتم بشكل ربعي في نهاية أشهر آذار وحزيران وأيلول وكانون الأول من كل عام. كما وتشمل هذه المراجعة احتساب نسبة الأسهم الحرة لكافة الشركات المدرجة في البورصة بالاعتماد على البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية، بالإضافة إلى تخفيض أوزان بعض الشركات في المؤشر ليصل إلى 10% في حدها الأعلى وذلك بهدف تخفيض تأثيرها على تحركات الرقم القياسي (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2019، صفحة 30).

3. ملخص أداء بورصة عمان للسنوات 2009-2018:

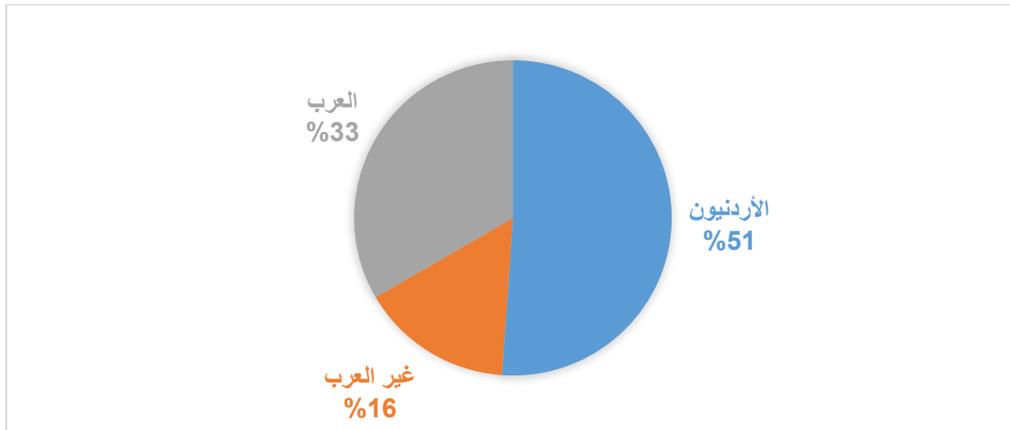
• أداء بورصة عمان سنة 2009:

تم التداول في بورصة عمان خلال سنة 2009 بأسهم 237 شركة، حيث ارتفعت أسعار أسهم 79 شركة، وانخفضت أسعار أسهم 153 شركة واستقرت أسعار أسهم 5 شركات. أما بالنسبة لمؤشرات الأداء في السوقيين الأول والثاني، فقد بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية وسوق السندات والتحويلات المستثناة من التداول 9.886 مليون دينار خلال عام 2009 مقارنة مع 6.938 مليون دينار لعام 2008 حيث انخفض حجم التداول بنسبة 52.4% مقارنة مع عام 2008، كما انخفض عدد العقود المنفذة بنسبة 21.6%، في حين ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2009 بنسبة 10.7% مقارنة مع عام 2008 (التقرير السنوي 2009 لبورصة عمان، صفحة 21).

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

أما بالنسبة للقيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين من أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2009 فقد بلغت حوالي 6135.4 مليون دينار مشكلة ما نسبته 22.1% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 2139.2 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني انخفض بقيمة 3.8 مليون دينار لعام 2009، مقارنة مع ارتفاع قيمته سنة 2008 ب 309.8 مليون دينار (التقرير السنوي 2009 لبورصة عمان، صفحة 25).

شكل رقم (03): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.



المصدر: (التقرير السنوي 2009 لبورصة عمان، صفحة 25).

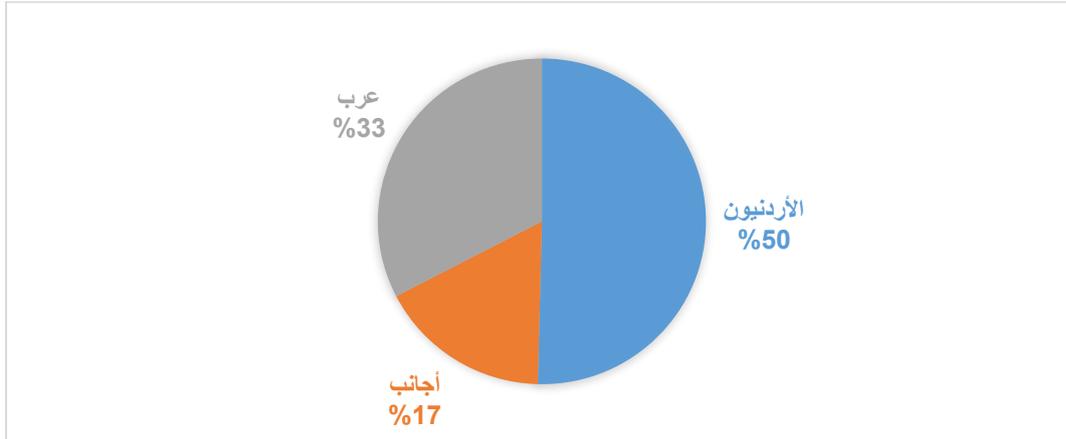
• أداء بورصة عمان سنة 2010:

بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية والمتمثلة في السوقين الأول والثاني وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات والتحويلات المستثناة من التداول 6832 مليون دينار خلال سنة 2010، حيث عرفت انخفاضا نسبته 30.9% مقارنة مع سنة 2009، كما شكلت قيمة الأسهم المتداولة في السوقين ما نسبته 97.9% من قيم التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي 2010 لبورصة عمان، صفحة 21).

بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين من أسهم الشركات المتداولة حوالي 1036.6 مليون دينار مشكلة ما نسبته 15.5% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 1051.6 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد انخفض بما قيمته 14.6 مليون دينار لسنة 2010 مقارنة مع انخفاض قيمته 3.8 مليون دينار في سنة 2009 (التقرير السنوي 2010 لبورصة عمان، صفحة 27).

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

شكل رقم (04): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.



المصدر: (التقرير السنوي 2010 لبورصة عمان، صفحة 27).

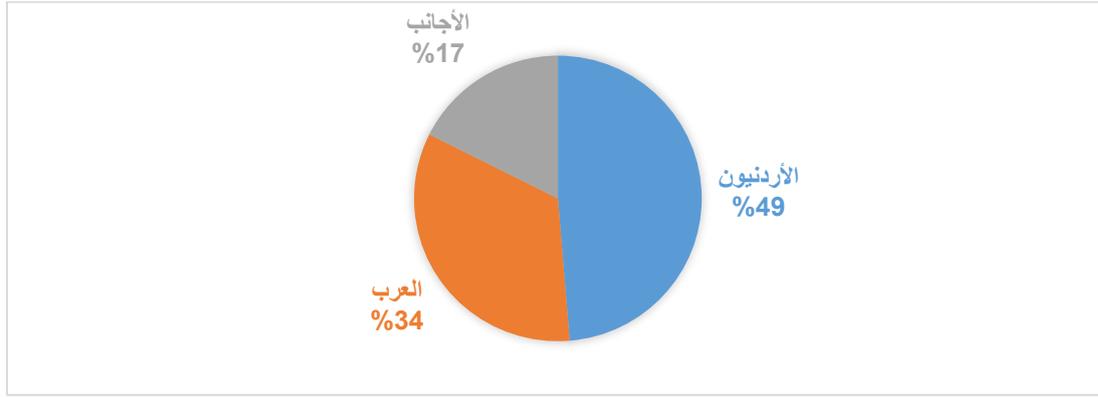
• أداء بورصة عمان سنة 2011:

بلغت قيم التعامل في السوقين وسوق الاكتتاب وسوق السندات والتحويلات المستثناة من التداول 3172 مليون دينار خلال سنة 2011، حيث شهدت انخفاضا نسبته 53.6% وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في السوقين الأول والثاني ما نسبته 89.8% من قيم التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي 2011 لبورصة عمان، صفحة 21).

كما بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين من أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2011 حوالي 555.8 مليون دينار مشكلة ما نسبته 19.5% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 477.6 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 78.6% مليون دينار لسنة 2011، مقارنة مع انخفاض قيمته سنة 2010 (التقرير السنوي 2011 لبورصة عمان، صفحة 26).

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

شكل رقم (05): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.



المصدر: (التقرير السنوي 2011 لبورصة عمان، صفحة 26).

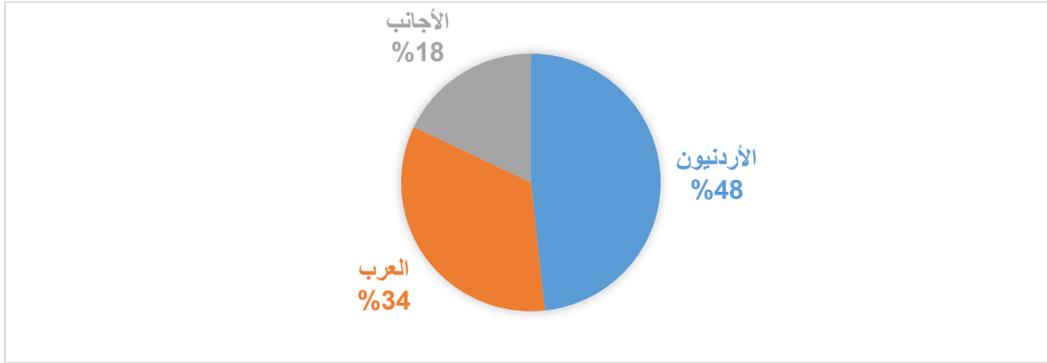
• أداء بورصة عمان سنة 2012:

بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية والتمثلة في السوقين الأول والثاني وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات والتحويلات المستثناة من التداول 2022 مليون دينار خلال سنة 2012 مقارنة مع 3172 مليون دينار لسنة 2011، بانخفاض نسبته 36.3% وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 97.9% من قيم التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي 2012 لبورصة عمان ، صفحة 19).

كما بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين في أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2012 حوالي 322.9 مليون دينار مشكلة ما نسبته 16.3% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 285.3 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 37.6 مليون دينار لسنة 2012 مقارنة مع ارتفاع قيمته 78.6 مليون دينار سنة 2011 (التقرير السنوي 2012 لبورصة عمان ، صفحة 24).

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

شكل رقم (06): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.



المصدر: (التقرير السنوي 2012 لبورصة عمان ، صفحة 24)

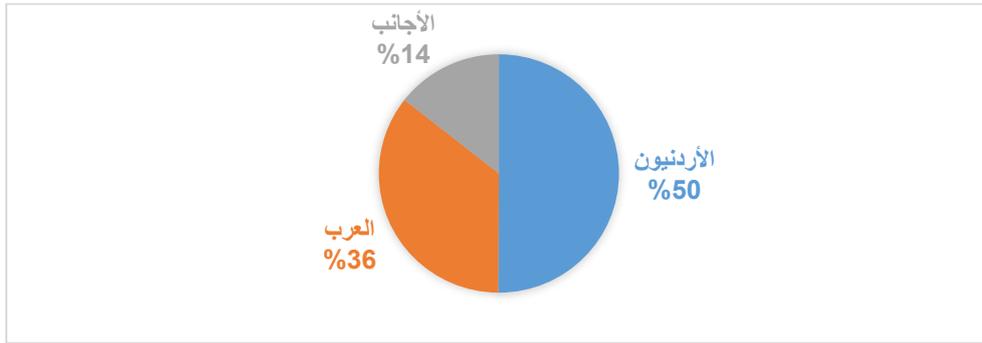
• أداء بورصة عمان سنة 2013:

بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية والمتمثلة بالأسواق الأول والثاني والثالث وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات والتحويلات المستتناة من التداول 3137 مليون دينار خلال سنة 2013 مقارنة مع 2022 مليون دينار لعام 2012، بارتفاع نسبته 55.2%، وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 96.5% من قيمة التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي 2013 لبورصة عمان، صفحة 19).

كما بلغت القيمة الجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين في أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2013 حوالي 939.5 مليون دينار مشكلة نسبة ما نسبته 31% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 792.6 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 146.9 مليون دينار لسنة 2013 مقارنة مع قيمة الارتفاع لسنة 2012 (التقرير السنوي 2013 لبورصة عمان، صفحة 25).

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

شكل رقم (07): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.



المصدر: (التقرير السنوي 2013 لبورصة عمان، صفحة 25)

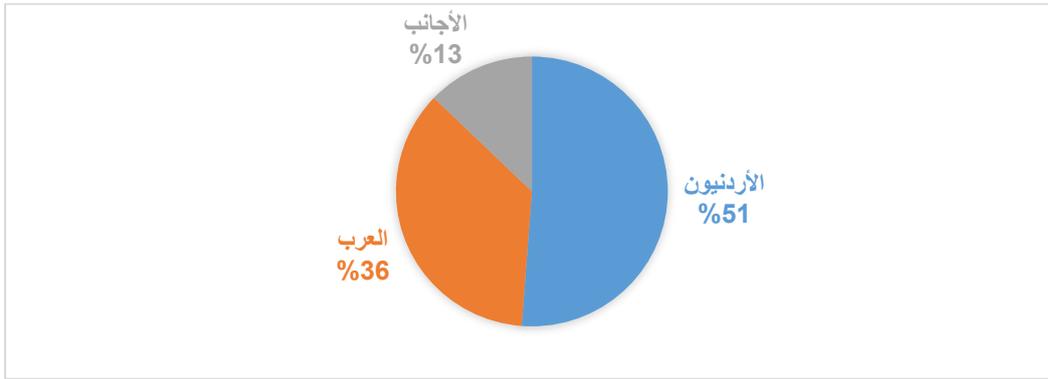
• أداء بورصة عمان سنة 2014:

بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية والمتمثلة بالأسواق الأول والثاني والثالث وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات والتحويلات المستتناة من التداول 2347 مليون دينار خلال سنة 2014 مقارنة مع 3138 مليون دينار لسنة 2013، بانخفاض نسبته 25.2% وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 96.4% من قيم التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي 2014 لبورصة عمان، صفحة 21).

كما بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين في أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2014 حوالي 362.7 مليون دينار مشكلة ما نسبته 16% من حجم التداول الكلي للبورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 384.8 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد انخفض بما قيمته 22.2 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد انخفض بما قيمته 22.2 مليون دينار لعام 2014، مقارنة مع ارتفاع قيمته 146.9 مليون دينار لعام (التقرير السنوي 2014 لبورصة عمان، صفحة 26) 2013.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

شكل رقم (08): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية



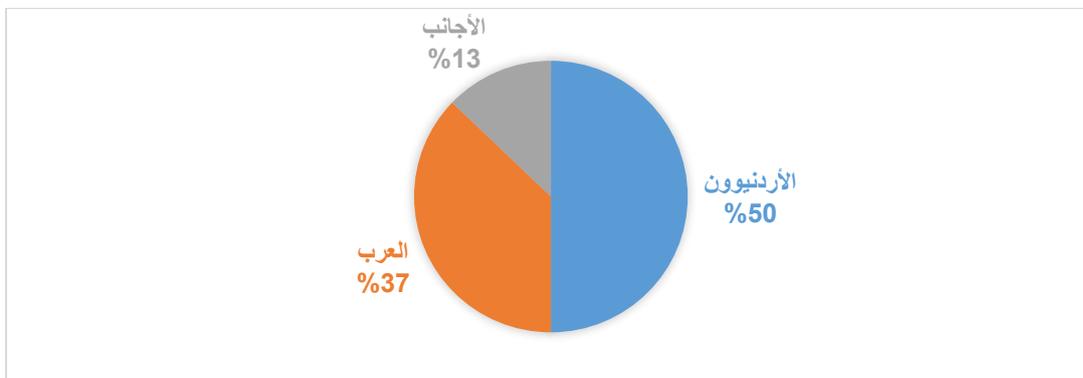
المصدر: (التقرير السنوي 2014 لبورصة عمان، صفحة 27)

• أداء بورصة عمان سنة 2015:

بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية حوالي 3505 مليون دينار خلال سنة 2015 مقارنة مع 2347 مليون دينار لعام 2014، بارتفاع نسبته 49.3%، وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 97.5% من قيم التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي 2015 لبورصة عمان، صفحة 21).

كما بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين في أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2015 حوالي 981.7 مليون دينار مشكلة ما نسبته 28.7% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 971.1 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 10.6 مليون دينار لسنة 2015، مقارنة مع الانخفاض الذي شهدته سنة 2014 (التقرير السنوي 2015 لبورصة عمان، صفحة 27).

شكل رقم (09): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.



المصدر: (التقرير السنوي 2015 لبورصة عمان، صفحة 28)

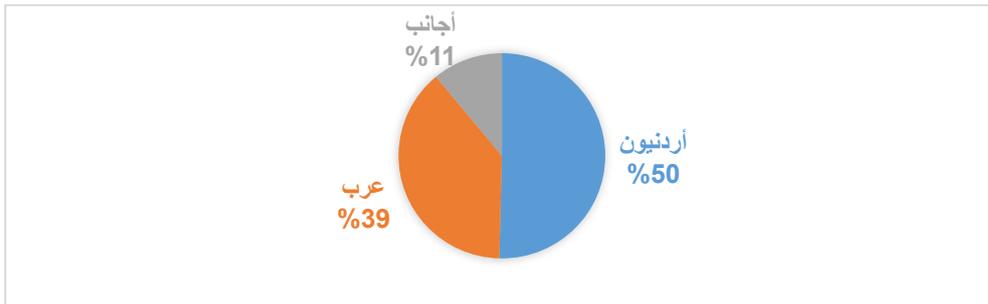
الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

• أداء بورصة عمان سنة 2016:

بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية والمتمثلة بالأسواق الأول والثاني والثالث وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات وسوق الأوراق المالية غير المدرجة والتحويلات المستثناة من التداول حوالي 3159 مليون دينار خلال سنة 2016 مقارنة مع 3505 مليون دينار لعام 2015، بانخفاض نسبته 9.9%. وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 73.9% من قيم التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي 2016 لبورصة عمان، صفحة 21).

بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين في أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2016 حوالي 666.5 مليون دينار مشكلة ما نسبته 28.6% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 429.4 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 237.1 مليون دينار لسنة 2016 مقارنة مع الارتفاع الذي شهدته سنة 2015 (التقرير السنوي 2016 لبورصة عمان، صفحة 28).

شكل رقم (10): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.



المصدر: (التقرير السنوي 2016 لبورصة عمان، صفحة 28)

• أداء بورصة عمان سنة 2017:

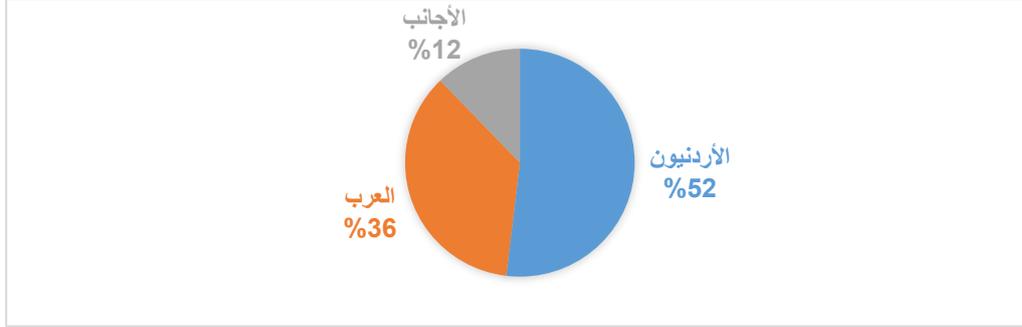
بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية والمتمثلة في السوقين الأول والثاني وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات وسوق الأوراق المالية غير المدرجة والتحويلات المستثناة من التداول حوالي 3089 مليون دينار خلال سنة 2017، حيث شكلت انخفاض نسبته 2.2% مقارنة مع القيمة المحققة سنة 2016، كما شكلت الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 94.7% من قيم التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي لبورصة عمان ، 2017، صفحة 36).

كما بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين في أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2017 حوالي 994.9 مليون دينار مشكلة ما نسبته 34% من حجم التداول

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 1329.2 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد انخفض بما قيمته 334.3 مليون دينار لسنة 2017 مقارنة مع الارتفاع الذي شهدته سنة 2016 (التقرير السنوي لبورصة عمان ، 2017، صفحة 43).

شكل رقم (11): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.



المصدر: (التقرير السنوي لبورصة عمان ، 2017، صفحة 43)

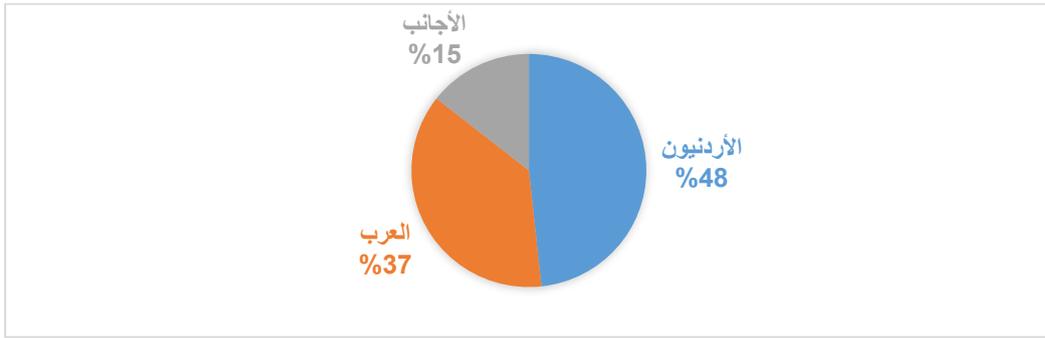
• أداء بورصة عمان سنة 2018:

بلغت قيم التعامل في السوق الثانوية والمتمثلة في السوقيين الأول والثاني وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات وسوق الأوراق المالية غير المدرجة والتحويلات المستثناة من التداول حوالي 2540 مليون دينار خلال سنة 2018 مقارنة مع 3089 مليون دينار لسنة 2017، بانخفاض نسبته 17.8%. وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 91.3% من قيم التعامل في السوق الثانوية (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2018، صفحة 34).

كما بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين في أسهم الشركات المتداولة خلال سنة 2018 حوالي 1231.8 مليون دينار مشكلة ما نسبته 53.1% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 747.3 مليون دينار، ويكون صافي الاستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 484.5 مليون دينار لسنة 2018 مقارنة مع الانخفاض الذي شهدته سنة 2017 (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2018، صفحة 41).

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

شكل رقم (12): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية.

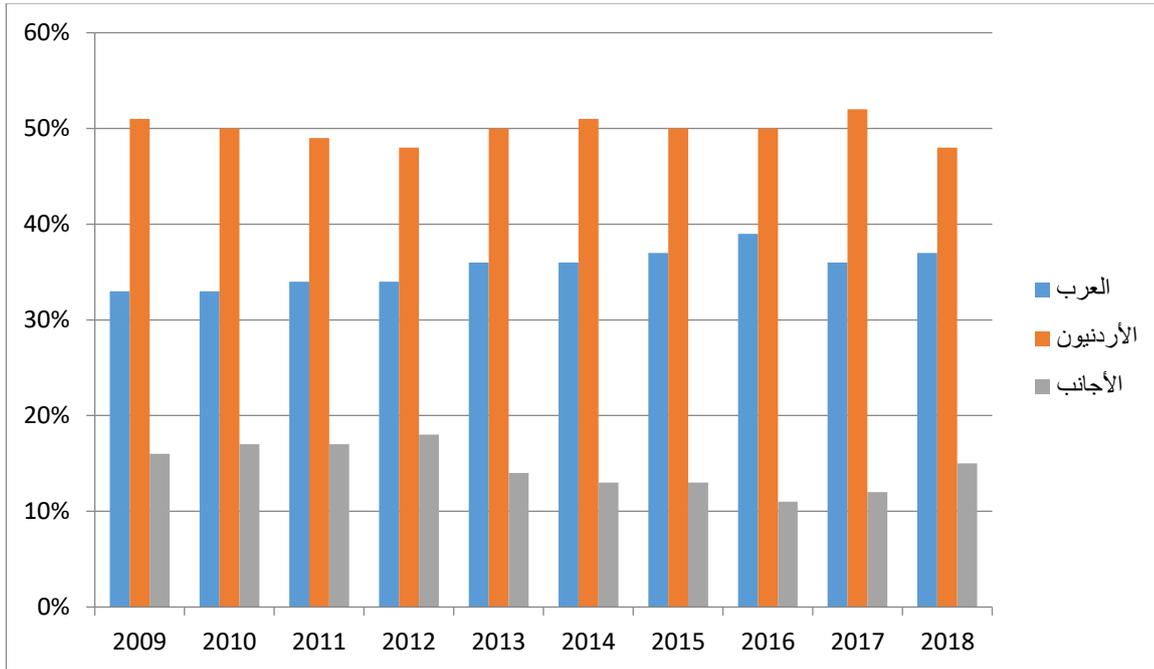


المصدر: (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2018، صفحة 42)

4. تحليل مقارن لأداء بورصة عمان خلال الفترة 2009-2018:

سيتم في الشكل التالي تلخيص الارتفاع والانخفاض في أداء بورصة عمان خلال سنوات الدراسة، وذلك عن طريق توضيح نسبة القيمة السوقية حسب الجنسية:

شكل رقم (13): القيمة السوقية للبورصة موزعة حسب الجنسية خلال الفترة 2009-2018.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel 2010.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن نسبة القيمة السوقية متذبذبة نوعا ما خلال سنوات الدراسة بالنسبة لجميع الجنسيات، نرى أن القيمة السوقية للعرب كانت ثابتة خلال كل سنتين لترتفع في السنة الثالثة بنسبة 2% إلى غاية سنة 2017 شهدت انخفاضا بنسبة 3%، حيث سجلت نسبة قيمتها 37%

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

في السنة الأخيرة للدراسة. بينما كانت القيمة السوقية للأردنيين تتراوح ما بين 48% إلى 52% كأقصى حد خلال فترة الدراسة، حيث سجلت أدنى قيمة لها في سنة 2018. أما بالنسبة للأجانب فكانت ثابتة في السنوات الأولى إلى أن بدأت في الانخفاض المستمر منذ سنة 2013 إلى غاية 2016 للوصول في السنة الأخيرة إلى قيمة نسبتها 15%.

الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة

تسعى هذه الدراسة لمعرفة أثر هيكل الملكية على الأداء المالي لمؤسسات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، حيث سيتم في هذا الفرع التطرق لكل من مجتمع وعينة الدراسة، حدود الدراسة والمصادر التي تم جمع البيانات منها.

1. مجتمع وعينة الدراسة:

• **مجتمع الدراسة:** يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2018، والتي تتمثل في القطاع المالي، الخدماتي والقطاع الصناعي، والبالغ عددها 189 مؤسسة سنة 2019، موزعة بين القطاعات الثلاث كما يلي:

الجدول رقم (02): عدد المؤسسات المدرجة في بورصة عمان حسب القطاعات

المجموع	الخدماتي	الصناعي	المالي	القطاع
189	46	47	96	عدد المؤسسات المدرجة

المصدر: من إعداد الطالبة.

- **عينة الدراسة:** تتمثل عينة الدراسة في 25 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان، موزعة على كل من القطاع المالي، الخدماتي والصناعي (الملحق رقم 01)، حيث تنطبق عليها الشروط التالية:
 - ✓ يجب أن تكون المؤسسة مدرجة في بورصة عمان؛
 - ✓ توفر بياناتها المالية طيلة فترة الدراسة 2009-2018؛
 - ✓ عدم انقطاع المؤسسة عن التداول خلال فترة الدراسة.

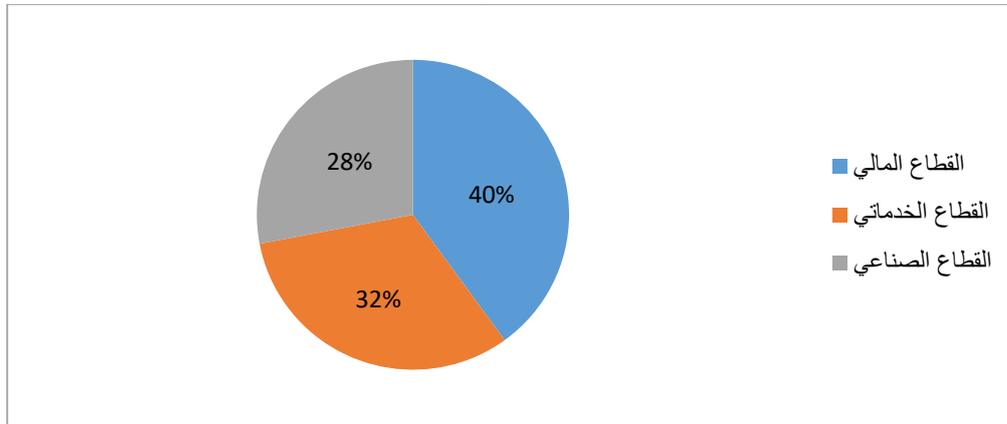
الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

الجدول رقم (03): توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات.

المجموع	الصناعي	الخدمي	المالي	القطاع
25	07	08	10	عدد المؤسسات في العينة
%100	%28	%32	%40	النسبة المئوية %

المصدر: من إعداد الطالبة.

الشكل رقم (14): التوزيع النسبي للمؤسسات حسب القطاع.



المصدر: من إعداد الطالبة.

2. حدود الدراسة:

تتكون حدود الدراسة من حدود زمنية ومكانية، إذ تتمثل في فترة الدراسة الممتدة ما بين 2009 إلى غاية 2018 لاعتبارها فترة كافية لمعرفة أثر هيكل الملكية على الأداء المالي، كما تمثلت الحدود المكانية للدراسة في عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان لتوفير المعلومات اللازمة فيها.

3. مصادر جمع البيانات:

ل للوصول لأهداف الدراسة واختبار الفرضيات، قمنا بجمع البيانات على النحو التالي:

• المصادر الأولية:

تم جمع البيانات المتعلقة بالمؤسسات محل الدراسة المدرجة في بورصة عمان قبل فترة الدراسة، ومن منشورات بورصة عمان في موقعها الرسمي، حيث تم الاعتماد على التقارير المالية السنوية لكل مؤسسة خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2018.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

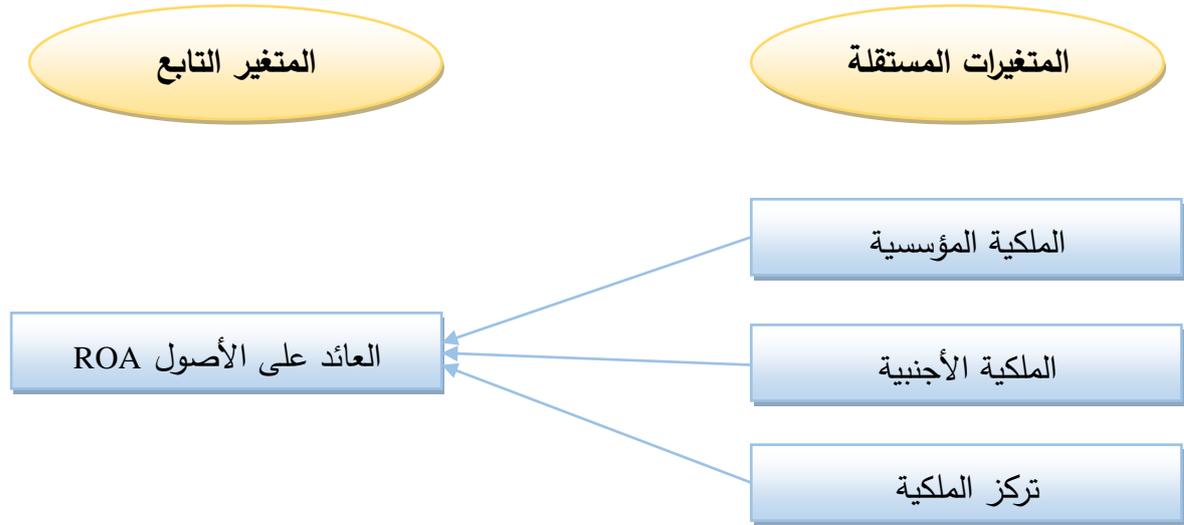
• المصادر الثانوية:

تتمثل المصادر الثانوية في المقالات والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع كل من هيكل الملكية والأداء المالي، كما تم جمع المصادر من المعلومات الموجودة في التقارير السنوية المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة عمان، وذلك بهدف إثراء الجانب النظري من الدراسة ومحاولة الإلمام بالموضوع.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة.

تمثلت متغيرات الدراسة في ثلاثة متغيرات مستقلة ومتغير تابع، حدد المتغير التابع في العائد على الأصول لقياس أداء المؤسسات، كما حددت المتغيرات المستقلة في الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية وتركز الملكية.

الشكل (15): يوضح متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة.

1. المتغيرات المستقلة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على ثلاثة متغيرات مستقلة تعكس هيكل الملكية وهي:

- الملكية المؤسسية: هي نسبة الأسهم العادية التي تمتلكها المؤسسات في المؤسسة من قيمة السهم، ويتم قياسها بالمعادلة التالية (باسل، 2018، صفحة 34):

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

الملكية المؤسسية = إجمالي الأسهم العادية التي تمتلكها المؤسسات / إجمالي عدد الأسهم.

• الملكية الأجنبية: هي عبارة عن نسبة الأسهم العادية التي يمتلكها الأجانب في المؤسسة من قيمة الأسهم ويتم قياسها كالتالي (باسل، 2018، صفحة 34):

الملكية الأجنبية = إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها الأجانب / إجمالي عدد الأسهم.

• تركيز الملكية: هي نسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر المستثمرين أو الذين تزيد نسبتهم عن 5% من قيمة الأسهم، ويتم قياسها بالمعادلة التالية (باسل، 2018، صفحة 34):

تركيز الملكية = إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها المساهمين بنسبة أكبر من 5% / إجمالي عدد الأسهم.

2. المتغير التابع:

• العائد على حقوق الملكية ROA: تم اختيار معدل العائد على الأصول لقياس الأداء المالي حيث تحتسب بالطريقة التالية:

العائد على الأصول = نتيجة السنة الصافية / مجموع الأصول.

المطلب الثاني: البرنامج والأدوات المستخدمة في الدراسة.

لاختبار فرضيات الدراسة وقياس العلاقة بين المتغير التابع (العائد على الأصول ROA) والمتغيرات المستقلة المتمثلة في تركيز الملكية؛ الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية تم الاعتماد على برنامج Eviews.9.

الفرع الأول: الاختبارات المعتمدة في الدراسة.

1. التحليل الإحصائي الوصفي: لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات التي تم جمعها سيتم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية المتمثلة في: المتوسط الحسابي (Mean)؛ الانحراف المعياري (Standard Deviation)؛ معامل الاختلاف؛ أكبر قيمة؛ أدنى قيمة.

2. حساب معاملات الارتباط: تحسب معاملات الارتباط لمعرفة مدى ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

3. تحليل البيانات: سيتم الاعتماد في تحليل البيانات على تقدير كل من نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model ونموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model، أيضا نموذج الآثار العشوائية Randon Effects Model

- المفاضلة بين التأثيرات الثابتة والنموذج التجميعي: نستخدم اختبار الأثر الثابت Redundant Fixed Effects Tests
- المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية والنموذج الثابت باستخدام اختبار هوسمان Hausman

الفرع الثاني: نماذج البيانات المقطعية.

النماذج الرئيسية لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية هي:

- نموذج الانحدار التجميعي The pooled regression:

نفترض في هذا النموذج ثبات جميع المعلمات زنيا ومقطعيا، ويعتبر من أبسط نماذج بيانات البائل، تكون صيغة ها النموذج كما يلي(العشعوش، 2017، صفحة 53):

$$y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

- نموذج التأثيرات الثابتة The fixed effects model:

هنا أيضا نفترض ثبات معاملات الميل ولكننا نسمح بتقلب معلمة الحد الثابت من وحدة مقطعية إلى أخرى، أي يكون الهدف هو معرفة سلوك كل وحدة مقطعية على حدى من خلال جعل معلمة الحد الثابت متفاوتة من مقطع لآخر مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل الوحدات المقطعية، ويأخذ شكل نموذج الانحدار الصيغة الآتية(العشعوش، 2017، صفحة 53):

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

• نموذج التأثيرات العشوائية The Random effects model:

هو عكس نموذج التأثيرات الثابتة، يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معلمات عشوائية وليست ثابتة، كما يقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي عبارة عن متغيرات عشوائية مستقلة بمتوسط يساوي الصفر وتباين محدد، كما يستند هذا النموذج في ذلك على افتراض أن العينة المستخدمة في التطبيق مسحوبة بشكل عشوائي من مجتمع كبير وبالتالي فإن معلمات انحدار النموذج تمثل المجتمع بأكمله، ويأخذ هذا النموذج الصيغة التالية (العشوش، 2017، صفحة 54):

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + Vi + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها

بعد التطرق لأدوات الدراسة والطريقة التي تم اتباعها، سيتم التطرق في هذا المبحث إلى عرض النتائج واختبار فرضيات الدراسة، عن طريق تحليل البيانات ومناقشتها للوصول إلى النتائج النهائية.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة.

سنقوم في هذا المطلب بعرض نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على النتائج التي تم جمعها مسبقاً، حيث سيتم تقسيم المطلب إلى ثلاثة فروع متمثلة فيما يلي:

الفرع الأول: التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

سيتم التوضيح في هذا الفرع المقاييس الإحصائية الوصفية لبيانات الدراسة خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2018، حيث تمثلت هذه المقاييس في المتوسط الحسابي؛ أكبر قيمة وأدنى قيمة، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، الالتواء والتقلطح. والجدول رقم (04) يوضح ذلك:

الجدول رقم (04): التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة 2009-2018.

الوحدة: دينار أردني

Observations = 250	ROA العائد على الأصول	CONC_O تركز الملكية	INSTI_O الملكية المؤسسية	FORIE_O الملكية الأجنبية
Mean المتوسط الحسابي	2.312679	0.079044	0.340688	0.307893
Maximum أكبر قيمة	36.07000	0.592000	5.960000	42.41000
Minimum أدنى قيمة	-31.44000	0.000000	0.000000	0.000000
Std.Dev الانحراف المعياري	6.753817	0.102964	0.452462	2.682329
Skewness	-0.391469	1.612609	7.818303	15.56055
Jarque-Bera	570.6518	195.7052	93120.70	618830.7
Kurtosis	10.36000	5.895802	96.24743	244.7421
CV معامل الاختلاف	11357.90	2.639816	50.97570	1791.528

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.9.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

• التحليل الاحصائي الوصفي للمتغير التابع:

من خلال الجدول السابق (04) نلاحظ أن العائد على الأصول ROA خلال الفترة المدروسة للمؤسسات محل الدراسة يتراوح بين أدنى قيمة والمتمثلة في 31.44- دينار والتي أخذتها مؤسسة من مؤسسات القطاع الخدماتي (الدولية للاستثمارات الطبية ICMI)، وأكبر قيمة للمتغير تتمثل في 36.07 دينار والتي أخذتها مؤسسة صناعية وهي مؤسسة الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها (JPPC)، دليل على أن الانخفاض والارتفاع في العائد على الأصول غير مرتبط بقطاع معين، كما بلغ كل من المتوسط الحسابي والانحراف المعياري 2.312679 دينار و6.753817 دينار على التوالي، مما يدل على أنه يوجد تباين بين المؤسسات، كما بلغ معامل الاختلاف 11357.90 وهي نسبة كبيرة جدا مما يدل على عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

• التحليل الاحصائي الوصفي للمتغيرات المستقلة:

من خلال الجدول رقم (04) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للمشاهدات الخاصة بتركز الملكية Concentration Ownership قد بلغ 0.079044 دينار والانحراف المعياري 0.102964 دينار، مما يدل على عدم وجود تباين في هذه الحالة، كما بلغت أكبر قيمة للمشاهدات بالنسبة ل CONC_O 0.592 دينار والتي أخذتها مؤسسة من مؤسسات القطاع المالي (الضامنون العرب للتأمين ARAS)، وأدنى قيمة ترجع إلى العديد من المؤسسات من مختلف القطاعات والتي قدرت ب 0.00 دينار، مما يعني أن النقص في الملكية المركزة غير مرتبط بقطاع اقتصادي معين، حيث بلغ معامل الاختلاف 2.639816 دينار وهي نسبة صغيرة مما يعني أن هناك تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

أما بالنسبة للملكية المؤسسية فإن المتوسط الحسابي للمشاهدات بلغ 0.340688 دينار والانحراف المعياري 0.452462 دينار، مما يدل على عدم وجود تباين في هذه الحالة، حيث بلغت أكبر قيمة للمشاهدات بالنسبة ل INSTL_O 5.96 دينار كانت للمؤسسة الأردنية الفرنسية للتأمين JOFR والتي تندرج ضمن القطاع المالي، وأدنى قيمة والمقدرة ب 0.00 دينار أيضا والتي أخذتها العديد من المؤسسات من مختلف القطاعات، كما بلغ معامل الاختلاف 50.97570 دينار وهي نسبة صغيرة نوعا ما مما يدل على وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي، بينما بلغ المتوسط الحسابي لمتغير الملكية الأجنبية 0.307893 دينار والانحراف المعياري 2.682329 دينار، مما يدل على عدم وجود تباين في هذه الحالة، حيث بلغت أكبر قيمة للمشاهدات بالنسبة لهذا المتغير 42.41 دينار والتي كانت لإحدى مؤسسات القطاع الصناعي (القدس للصناعات الخرسانية

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

(AQRم)، وأدنى قيمة والتي قدرت ب 0.00 دينار أخذتها العديد من المؤسسات ضمن مختلف القطاعات، كما بلغ معامل الاختلاف ما قيمته 1791.528 دينار وهي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

الفرع الثاني: تحليل الارتباط بين المتغيرات

سيتم حساب معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في الملكية الأجنبية، المؤسسية وتركز الملكية مع المتغير التابع ROA، لمعرفة مدى ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع كما هو موضح:

الجدول رقم (05): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة.

	ROA	CONC_O	INSTI_O	FORIE_O
ROA	1.000000	0.056883	-0.039073	0.122320
CONC_O	0.056883	1.000000	-0.204106	-0.073005
INSTI_O	-0.039073	-0.204106	1.000000	0.015135
FORIE_O	0.122320	-0.073005	0.015135	1.000000

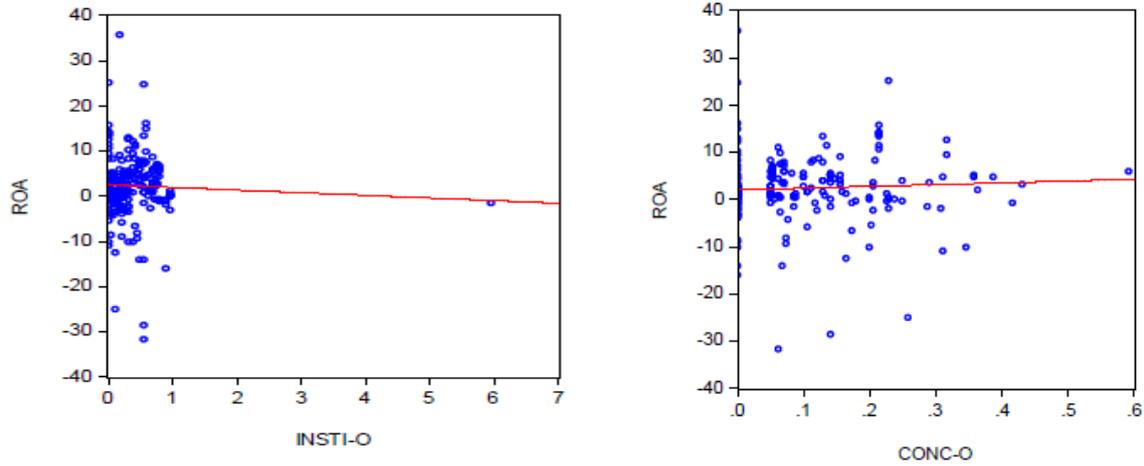
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.9.

من خلال مصفوفة معاملات الارتباط الموضحة في الجدول السابق نلاحظ وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين المتغير التابع العائد على الأصول ROA والمتغير المستقل تركيز الملكية CONC_O بنسبة 5.68%، كما كانت علاقة الارتباط بين الملكية الأجنبية والعائد على الأصول بنسبة 12.23%، وعدم وجود علاقة تربط بين المتغير التابع ROA والمتغير المستقل الملكية المؤسسية.

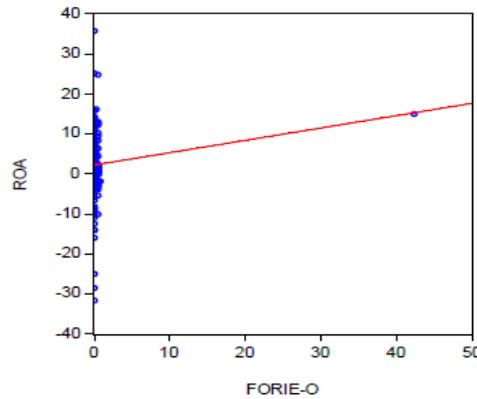
حيث كشفت نتائج مصفوفة معاملات الارتباط الموضحة في الجدول رقم (05) عن وجود علاقة بين الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية بنسبة 1.51%. ويمكن تمثيل ذلك في الأشكال التالية:

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

الشكل رقم (16): العلاقة بين CON_O و ROA. الشكل رقم (17): العلاقة بين INSTI_O و ROA.



الشكل رقم (18): العلاقة بين FORIE_O و ROA.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews.9.

الفرع الثالث: النماذج ومعالمها المقدرة.

النموذج المقدر لدالة الانحدار المتعدد للمتغيرات قيد الدراسة مبين في المعادلة التالية:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CONC_O + \beta_2 INSTI_O + \beta_3 FORIE_O + \varepsilon_i$$

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

حيث أن:

ROA: العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة المدروسة؛

β_0 : هو عبارة عن قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة المتغير المستقل تساوي الصفر؛

CONC_O: الملكية المركزة؛

β_1 : معامل الانحدار للمتغير المستقل **CONC_O**، وهو عبارة عن التغير في الأداء المالي

للمؤسسة نتيجة التغير في الملكية المركزة بوحدة واحدة مع بقاء بقية المتغيرات المستقلة ثابتة؛

INSTI_O: الملكية المؤسسية؛

β_2 : معامل الانحدار للمتغير المستقل **INSTI_O**، وهو عبارة عن التغير في الأداء المالي

للمؤسسة نتيجة التغير في الملكية المؤسسية بوحدة واحدة مع بقاء بقية المتغيرات المستقلة ثابتة؛

FORIE_O: الملكية الأجنبية؛

β_3 : معامل الانحدار للمتغير المستقل **FORIE_O**، وهو عبارة عن التغير في الأداء المالي

للمؤسسة نتيجة التغير في الملكية الأجنبية بوحدة واحدة مع بقاء بقية المتغيرات المستقلة ثابتة؛

ϵ_i : حد الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد.

ومن هنا تسعى هذه الدراسة للوصول لتصور نموذج يفسر الظاهرة محل الدراسة، كذلك تقدير واختبار نموذج الانحدار المتعدد باستخدام البيانات المتوفرة بهدف الوصول للعلاقة الإحصائية بين متغيرات الدراسة، حيث سيتم اختبار النموذج إحصائياً ويفسر اقتصادياً.

1. تحليل الانحدار والآثار الثابتة والعشوائية:

• تحليل الانحدار التجميعي:

لتقدير معاملات نموذج الانحدار التجميعي تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews.9 باستخدام

طريقة المربعات الصغرى، والجدول التالي يوضح نتائجه:

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

الجدول رقم (06): نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الانحدار التجميعي		
	Coefficient	t-statistic	Prob
C	2.047286	3.051070	0.0025
CONC_O	3.956026	0.933091	0.3517
FORIE_O	0.320168	2.009359	0.0456
INSTI_O	-0.428210	-0.444966	0.6567
R-squared	0.020105		
F-statistic	1.682469		
Prob (F-statistic)	0.171326		
Durbin-Watson stat	1.262713		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.9.

نلاحظ من خلال نتائج نموذج الانحدار التجميعي الواردة في الجدول أعلاه أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 2.01% من التغير في العائد على الأصول ومنه يتضح أن القدرة التفسيرية جد ضعيفة، حيث بلغ معامل التحديد 2.01% ومعامل التحديد المصحح 0.8%.

بخصوص المعنوية الإحصائية للمعالم سيتم الاعتماد على إحصائية t المحسوبة ومقارنتها بالقيمة المجدولة المستخرجة من جدول توزيع ستودنت بمستوى معنوية α ودرجة حرية (n-2) كذلك يمكن الاعتماد على الاحتمال المرفق للإحصائية t المحسوبة ومقارنتها بمستوى معنوية α .

ولاختبار المعنوية الإحصائية للمعلمات نضع فرضيتين:

$H_0 : \beta_j = 0$ ليس لها معنوية إحصائية

$H_1 : \beta_j \neq 0$ لها معنوية إحصائية

من خلال الجدول رقم (06) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob للمتغير المستقل CONC_O أكبر تماما من 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي أن العلاقة بين المتغير المستقل CONC_O والمتغير التابع ROA ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

كما نلاحظ أن قيمة t-Statistic للمتغير FORIE_O أكبر تماما من t المجدولة (0.306)، كما تبين أن القيمة الاحتمالية Prob = 0.0456 أقل من 0.05، ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

الفرضية البديلة H_1 أي أن العلاقة بين المتغير المستقل FORIE_O والمتغير التابع ROA لها معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

أما بالنسبة لقيمة t-Statistic للمتغير INSTL_O أصغر تماما من t المجدولة (0306)، هذا ما تأكده القيمة الاحتمالية Prob والتي تعتبر أكبر تماما من مستوى المعنوية $0.05 > \text{Prob} = 0.6567$ ؛ ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي أن العلاقة بين المتغير المستقل INSTL_O مع المتغير التابع ROA ليست لها معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

• تحليل الآثار الثابتة:

اعتمدنا على البرنامج الاحصائي Eviews.9 لتقدير كل من نموذج الآثار الثابتة، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (07): نتائج نموذج الآثار الثابتة لمتغيرات الدراسة.

المتغيرات	الآثار الثابتة FEM		
	Coefficient	t-statistic	Prob
C	2.364492	3.664316	0.0003
CONC_O	0.681893	0.135924	0.8920
FORIE_O	0.058671	0.412789	0.6802
INSTL_O	-0.363317	-0.367047	0.7139
R-squared	0.379156		
F-statistic	5.021409		
Prob (F-statistic)	0.000000		
Durbin-Watson stat	1.970334		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.9.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (07) أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 37.91% من التغير في العائد على الأصول، ولاختبار المعنوية الإحصائية نضع فرضيتين:

$H_0: \beta_j = 0$ ليس لها معنوية إحصائية

$H_1: \beta_j \neq 0$ لها معنوية إحصائية

انطلاقاً من الجدول رقم (07) نلاحظ أن القيمة الاحصائية t-Statistic للمتغير المستقل CONC_O أصغر تماماً من t المجدولة (0.306)، وقيمة الاحتمالية أكبر من 0.05، ومنه نقبل

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي أن معامل الارتباط بين المتغير المستقل CONC_O والمتغير التابع ROA ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

كما نرى من خلال الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية للمتغير المستقل FORIE_O أكبر تماما من 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي أن معامل الارتباط بين المتغير المستقل FORIE_O والمتغير التابع ROA ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

وأخيرا نلاحظ أن القيمة الاحصائية t-Statistic للمتغير المستقل INSTI_O أصغر تماما من t المجدولة (0.306)، هذا ما تأكده القيمة الاحتمالية Prob التي تعتبر أكبر من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي أن معامل الارتباط بين المتغير المستقل INSTI_O والمتغير التابع ROA ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

بما أن إحصائية فيشر (F-statistic) Prob تساوي 0.000000 كما هو موضح في الجدول أعلاه، حيث تعتبر أقل من 0.05، وبالتالي فإن النموذج يتمتع بمعنوية كلية عند مستوى دلالة 5%.

• تحليل الآثار العشوائية:

اعتمدنا على البرنامج الاحصائي Eviews.9 لتقدير كل من نموذج الآثار العشوائية، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (08): نتائج نموذج الآثار العشوائية لمتغيرات الدراسة.

المتغيرات	الآثار العشوائية REM		
	Coefficient	t-statistic	Prob
C	2.275331	2.502518	0.0130
CONC_O	1.761916	0.389599	0.6972
FORIE_O	0.121681	0.869157	0.3856
INSTI_O	-0.409131	-0.436799	0.6626
R-squared	0.004385		
F-statistic	0.361148		
Prob (F-statistic)	0.781117		
Durbin-Watson stat	1.740952		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.9.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

من خلال النتائج المتوصل اليها في الجدول السابق لنموذج المتغيرات العشوائية نلاحظ أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر ما نسبته 0.43% من التغير في العائد على الأصول، ولاختبار الاحصائية نضع فرضيتين:

$H_0 : \beta_j = 0$ ليس لها معنوية إحصائية

$H_1 : \beta_j \neq 0$ لها معنوية إحصائية

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة الاحتمالية Prob للمتغير المستقل CONC_O أكبر تماما من 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي أن معامل الارتباط بين المتغير المستقل CONC_O والمتغير التابع ROA ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة الاحتمالية Prob للمتغير المستقل FORIE_O أكبر تماما من 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي أن معامل الارتباط بين المتغير المستقل FORIE_O والمتغير التابع ROA ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

أما بالنسبة ل INSTI_O فجاءت القيمة الاحصائية t-Statistic أصغر تماما من t المجدولة (0.306)، حيث تؤكد ذلك القيمة الاحتمالية Prob التي تعتبر أكبر من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 أي أن معامل الارتباط بين المتغير المستقل INSTI_O مع المتغير التابع ROA ليس له معنوية احصائية عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

2. اختيار النموذج المناسب:

سيتم المفاضلة بين أسلوبين هما:

• المفاضلة بين التأثيرات الثابتة والنموذج التجميعي:

للقيام بالاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة والنموذج التجميعي نستخدم اختبار Chow Test، حيث تظهر النتائج كالتالي، بوضع فرضيتين هما:

H_0 : النموذج التجميعي هو النموذج المناسب؛

H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو النموذج المناسب.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

الجدول رقم (09): نتائج اختبار الأثر الثابت.

نوع الاختبار	قيمة F	الاحتمال Prob
Chow Test	5.349533	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.9.

من خلال الجدول رقم (09) نلاحظ أن قيمة الاحتمال Prob 0.0000 أصغر من مستوى المعنوية 0.05، أي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تقول أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأمثل.

• المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية:

للقيام بالاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية نستخدم اختبار Hausman، حيث تظهر النتائج كالتالي، بوضع فرضيتين هما:

H_0 : نموذج الآثار العشوائية هو النموذج المناسب؛

H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو النموذج المناسب.

الجدول رقم (10): نتائج اختبار Hausman.

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	الاحتمال Prob
Hausman	8.375653	0.0389

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel 2010 ونتائج برنامج Eviews.9.

من خلال الجدول رقم (10) نلاحظ أن قيمة الاحتمال Prob 0.0389 أصغر من مستوى المعنوية 0.05، أي نرفض فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 التي تقول أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج المناسب.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

بعد عرضنا للنتائج وتحليلها من خلال برنامج Eviews.9، بالاعتماد على نماذج Panel Data لاختبار فرضيات الدراسة، سنقوم في هذا المطلب بتفسير ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

الهدف من الدراسة الحالية هو السعي للوصول إلى معرفة مدى تأثير كل متغير من متغيرات هيكل الملكية المتمثلة في تركيز الملكية؛ الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية على الأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول ROA للمؤسسات محل الدراسة، وللوصول للهدف تم استخدام التحليل الاحصائي بالاعتماد على نموذج Panel Data لعينة من المؤسسات مكونة من 25 مؤسسة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، كما تشكل هذه العينة 13% من مجتمع الدراسة للفترة الممتدة ما بين 2009 إلى غاية سنة 2018.

بعد قيامنا بالمفاضلة بين نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير التابع (معدل العائد على الأصول ROA) اتضح أن النموذج الأفضل هو نموذج الأثر الثابت، حيث سيتم تلخيص نتائج هذا النموذج فيما يلي:

● اختبار المعنوية الاحصائية للمعاملات المقدره:

من خلال عرضنا لنتائج نموذج الآثار الثابتة نرى أن احتمالية C تساوي 0.0003 وهي أقل من 0.05 مما يدل على أنها تتمتع بمعنوية احصائية، كما جاءت القيمة الاحتمالية لجميع المتغيرات المستقلة تركيز الملكية CONC_O؛ الملكية الأجنبية FORIE_O؛ الملكية المؤسسية INSTL_O أكبر من 0.05، ومن هنا يتضح أن المتغيرات الثلاث ليس لها معنوية احصائية عند مستوى دلالة 5%.

● اختبار جودة التوثيق للنموذج:

يتم ذلك من خلال معامل التحديد R-squared والذي يدرس العلاقة بين متغيرات الدراسة، مع الأخذ بعين الاعتبار معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared الذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي، ومن خلال النموذج المختار نلاحظ أن المتغيرات المستقلة تفسر 38% من التغيرات الكلية في المتغير التابع (معدل العائد على الأصول ROA) $R\text{-squared}=38\%$ و $Adjusted\ R\text{-squared}=30\%$.

● اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

حيث يتم اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر $Prob(F\text{-statistic})=0.000000$ وهي أقل من 0.05، وبالتالي فإن النموذج يتمتع بمعنوية كلية عند مستوى دلالة 5%.

من الممكن أن يرجع السبب في عدم تأثير المتغيرات المستقلة (تركيز الملكية؛ الملكية الأجنبية؛ الملكية المؤسسية) على المتغير التابع المتمثل في ROA إلى تضارب المصالح بين المديرين الموكلين

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

من قبل الملاك والملاك، حيث توصلت الدراسة الحالية إلى عكس النتائج المتوصل إليها في الدراسات السابقة التي أظهرت أن للمتغيرات المستقلة تأثير على المتغير التابع. مع وصول بعض الدراسات لتأثير متغير مستقل وحيد على المتغير التابع مثل دراسة أحمد بن محمد العامري ودراسة Ogaluzor and others التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين تركيز الملكية والعائد على حقوق الملكية دون غيرها من محددات هيكل الملكية، أيضا بالنسبة لدراسة Rodiate Lawal & Khadijat yahave فتوصلت هي الأخيرة إلى وجود تأثير لمتغير وحيد على الأداء المالي ألا وهو الملكية المؤسسية.

ومن هنا نستخلص أن الدراسة الحالية لا تشبه أي من الدراسات السابقة من حيث النتائج المتوصل إليها.

الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة.

خلاصة الفصل:

تهدف بورصة عمان لإتاحة الفرصة لمساهمي المؤسسات غير المدرجة، كما لها العديد من المميزات أهمها السعي للتحسين المستمر أي المراجعة الدائمة للأداء وتطبيق أفضل الممارسات العالمية.

كما يعتبر هذا الفصل عبارة عن محاولة لتجسيد ما قمنا بالتطرق اليه في الفصل النظري على واقع عينة من مؤسسات مدرجة في بورصة عمان نظرا لأهمية هذه البورصة للإجابة عن اشكالية البحث الرئيسية، والتي تتمثل في مدى تأثير التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي، حيث قمنا باختبار ذلك التأثير بالاعتماد على البرنامج القياسي Eviews.9، للوصول إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في الملكية المؤسسية؛ الملكية الأجنبية وتركز الملكية والمتغير التابع العائد على الأصول.

أيضا توصلت الدراسة إلى أن اختلاف القطاع الذي تنتمي اليه المؤسسات ليس له أدنى دخل في ما إذا كانت لأحد محددات هيكل الملكية تأثير على الأداء المالي لهذه المؤسسات.

خاتمة

خاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة أن نبين تأثير التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان، حيث تمثلت عينة الدراسة في 25 مؤسسة مساهمة عامة مدرجة من مختلف القطاعات الاقتصادية، باعتبار موضوع نسبة كل من محددات هيكل الملكية يؤثر على قرارات المؤسسات الاقتصادية وبالتالي يتأثر الأداء عامة والأداء المالي خاصة لهذه المؤسسات، ولإجابة على الاشكالية المطروحة: ما مدى تأثير التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة ما بين 2009-2018، قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين كما ذكرنا سابقاً، حيث تم قبول أو رفض الفرضيات من خلال النتائج التي توصلت إليها الدراسة وهي:

1. نتائج الدراسة:

يعتبر هيكل الملكية كما ذكر سابقاً أنه أحد المفاهيم الأساسية في النظرية المالية الحديثة وأحد المكونات الرئيسية في حوكمة المؤسسات، حيث أثارت جدلاً واسعاً في العقود الأخيرة، كما يؤثر التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسة وبالتالي على قيمتها السوقية.

يؤثر التغيير في هيكل الملكية على المؤسسة الاقتصادية، بحيث تتأثر أهداف المؤسسات والتسيير على حسب التغيير في أنواع هيكل الملكية مما يعكس صورة المؤسسة بطريقة إيجابية أو سلبية بالنسبة للمستثمرين.

كما اتضح من خلال الجانب النظري للدراسة فيما يخص النظريات المفسرة للعلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي وجود اختلاف في الآراء بين الباحثين فمنهم من يؤكد أن الملاك المساهمين والمديرين الموكلين يسعون إلى الهدف ذاته ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة، ومنهم من يشكك أن لهم مصالح متضاربة حيث أن المديرين الموكلين من قبل الملاك يسعون لمصالحهم الخاصة على حساب المؤسسة.

حيث توصلت بيانات الدراسة للنتائج التالية:

- برهنت نتائج الدراسة أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين نسبة الملكية المؤسسية والأداء المالي (العائد على الأصول ROA) للمؤسسات محل الدراسة المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة بين 2009-2018، ومنه نرفض الفرضية الأولى.

خاتمة

- كما بينت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى المعنوية 0.05 بين تركيز الملكية والأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول ROA للمؤسسات محل الدراسة المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة بين 2009-2018، أي هذه الإجابة تثبت عكس الفرضية الثانية.
- من خلال النتائج المتوصل إليها تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى المعنوية 0.05 ايضاً بين الملكية الأجنبية والأداء المالي (العائد على الأصول ROA) للمؤسسات محل الدراسة المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018، ومنه تمت الإجابة على الفرضية الثالثة بالرفض.

II. التوصيات:

- بناءً على ما توصلت إليه نتائج الدراسة، والاجابة على الفرضيات نطرح التوصيات التالية:
- اسقاط البحث على عينة أوسع من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان باستخدام أكثر من أداة لقياس الأداء المالي، لنتائج أفضل فيما يخص نموذج Panel Data؛
 - عرض التقارير المالية للمؤسسات المدرجة بشكل دقيق وواضح، ليسهل على الباحث فهمها؛
 - تسليط الضوء أكثر على العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة.

III. آفاق البحث:

من خلال النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والاجابة على الفرضيات نستخلص مجموعة من الآفاق منها:

- مقارنة مدى تأثير التشتت والتركز في الملكية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- تأثير الملكية الأجنبية والعربية على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية.

المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: باللغة العربية.

أ. الكتب:

1. أسامة عبد الخالق الأنصاري. (2016). الإدارة المالية. القاهرة.
2. الغالي بن براهيم؛ محمد عدنان بن ضيف. (2019). الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم والسندات). 01. بسكرة، الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر.
3. مصطفى الشيخ فهمي. (2008). التحليل المالي. 01. رام الله، فلسطين.

II. البحوث الجامعية:

1. أمين شعيب باسل. (2018). أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين (ماجستير). مذكرة ماجستير. غزة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، فلسطين: الجامعة الاسلامية لغزة.
2. تبر زغود. (2018). تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة (أطروحة دكتوراه). ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح.
3. ربيع ابراهيم سميا. (2018). أثر هيكل ملكية المنشأة في ملاءمة معلومات التقارير المالية لقرارات المستثمرين (أطروحة دكتوراه). كلية الاقتصاد، دمشق: جامعة دمشق.
4. عبد الرؤوف عباده. (2019). التطورات الحديثة في أسواق البترول العالمية وانعكاساتها على النمو الاقتصادي لدول منظمة أوبك (أطروحة دكتوراه). الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
5. عبد الغني دادن. (2007). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للانداز المبكر باستعمال المحاكاة المالية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.
6. كريمة حبيب. (2018). تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي للجهاز المصرفي في ضوء مقررات لجنة بازل للرقابة المصرفية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
7. محمد الصالح فروم. (2017). الحوكمة والأداء المالي للمؤسسات (أطروحة دكتوراه). عنابة، العلوم المالية، الجزائر: جامعة باجي مختار.
8. منذر الصبحي عبد الله السقا. (2016). تقييم جودة نظم المعلومات المحاسبية المحوسبة وأثرها في تحسين الأداء المالي لوزارة المالية الفلسطينية (مذكرة ماجستير). غزة، كلية التجارة، فلسطين: الجامعة الاسلامية.
9. نبيل قبلي. (2017). دور مبادئ الحوكمة في تفعيل الأداء المالي لشركات التأمين (أطروحة دكتوراه). الشلف، كلية العلوم الاقتصادية، الجزائر: جامعة حسيبة بن بوعلي.

قائمة المصادر والمراجع

III. المقالات المنشورة:

1. أحمد بن محمد العامري. (2018). أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي. *المجلة العربية للإدارة*. مجلد 38، العدد 02.
2. أيمن العشعوش. (2017). اختبارات جذر الوحدة لبيانات البائل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية .
3. الشيخ الداوي. (2010). تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء. مجلة الباحث. العدد 07.
4. شهاب الدين حمد النعيمي . (2012). التنبؤ بربحية وأداء الشركات باستخدام معادلة Tobin's Q. مجلة الدراسات المحاسبية والمالية .
5. عبد الهادي ابراهيم الحفيظ، سعد الدين، إيمان محمد، و أحمد عبد الوهاب محمود. (2018). دراسة العلاقة بين الملكية العائلية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأثرها على أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. دار المنظومة. المجلد 22. العدد 03.
6. محمد سالم دخان (2018)، بعنوان: أثر محددات هيكل الملكية في أداء الشركات المساهمة السورية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مج40، ع05، سوريا.
7. هنادي بطاينة سوزان رسمي عبد، ميشيل سويدان (2019)، بعنوان: أثر هيكل الملكية والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، مج15، ع1، الأردن.

IV. التقارير:

1. نشرة تعريفية لبورصة عمان .
2. النشرة التعريفية لبورصة عمان. 07.
3. التقرير السنوي 2009 لبورصة عمان.
4. التقرير السنوي 2010 لبورصة عمان.
5. التقرير السنوي 2011 لبورصة عمان.
6. التقرير السنوي 2012 لبورصة عمان .
7. التقرير السنوي 2013 لبورصة عمان.
8. التقرير السنوي 2014 لبورصة عمان.
9. التقرير السنوي 2015 لبورصة عمان.
10. التقرير السنوي 2016 لبورصة عمان.
11. التقرير السنوي 2017 لبورصة عمان .

قائمة المصادر والمراجع

12. التقرير السنوي 2018 لبورصة عمان.

13. التقرير السنوي 2019 لبورصة عمان.

ثانيا: باللغة الأجنبية:

I. Articles :

1. Benjamin K, Arugu O, Kabiru I (2014), **The Impact of Ownership Structure on the Financial Performance of Listed Insurance Firms in Nigeria**, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol 4, No 1.
2. Duc Nam Phung (2016), **Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Vietnamese Listed Firms**, Australian Economic Papers, Vol 55, No 1, Australia.
3. George G.M; Tobias owlweny; Tabitha M.N (2018), **Effect of Ownership Structure on Financial Performance of Quoted Non-Financial Firms in Kenya**, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol 6, Issue 8, United Kingdom.
4. Juliana Stanley Isanzu (2015), **The Impact of Ownership Structure on Financial Performance: A Comparison Study of Two Chinese Banks**, International Journal of Management Science and Business Administration, Volume 01, Issue 12.
5. Khadijat Yahaya, Rodiate Lawal (2018), **Effect of Ownership on Financial Performance of Deposit Money Banks in Nigeria**, Journal of Accounting and Management, Vol 8, No 2.
6. Martins, L., Artturs, L., Anete, P. (2019), **The Effect of Domestic to Foreign Ownership Change on Firm Performance in Europe**, International Review of Financial Analysis.
7. NGUYEN, T., STUART, L., & KRISHNA, R. (2015). **Ownership Concentration and Corporate Performance from a Dynamic Perspective: DOES NATIONAL GOVERNANCE QUALITY MATTER?** *International Review of Financial Analysis*.
8. Ogaluzor, Odinakachukwu Ifeanyichukwu and Omesi, Israel (2019), **Ownership Structure and Financial Performance of Listed Consumer Goods Manufacturing Companies in Nigeria**, Journal of Accounting Information and Innovation, Vol 5, No 1.
9. BENAMRAOUI A, SURENDRANATH R J, MAZOUZ K (2006), **The Effect of Block Ownership on Future Firm Value and Performance**, North American Journal of Economics and Finance 50.
10. Phuong T, Charles H, Amir A, James B (2019), **Financial Liberalisation, Bank Ownership Type and Performance in a Transition Economy: The Case of Vietnam**, Pacific-Basin Finance Journal.

قائمة المصادر والمراجع

11. RACHA EL MOSELMANY, DEMYANA NATHAN(2018), **The Effect of Ownership Structure on Firm's Financial Performance: An Empirical Study on Companies Listed on The Egyptian Stock Exchange**, JRL of the Faculty of Commerce for Scientific Research, Vol 55, No 01.
12. Sitisun ziyati Suman, Abdul Basit, Sahib zada Muhammad Hamza (2016), **The Impact of Ownership Structure on Firm Performance**, International Journal of Accounting and Business Management, Vol 04, No 02.
13. Wasim M, Falah Y (2018), **The Effect of Ownership Structure on Financial Performance of Listed Companies in Palestine Exchange**, International Journal of Science and Research, volume 7, Issue 01.
14. Wiem Elmanaa Madani, Wafa Khlif (2005), **Effects De La Structure De Propriété Sur La Performance Comptable: Etude Empirique Sur Les Entreprises Tunisiennes Industrielles Non Cotées**, publié dans Comptabilité et Connaissances, France.

الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (01): قائمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان - الأردن

القطاع المالي		
رمز	المؤسسة	رقم
JDPC	الأردن ديكابولس للأموال	1
JOFR	الأردنية الفرنسية للتأمين	2
CABK	بنك القاهرة عمان	3
VFED	الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية	4
MDGF	المتوسط والخليج للتأمين	5
JRCD	العقارية الأردنية للتنمية	6
UINV	الاتحاد للاستثمارات المالية	7
AJIB	بنك الاستثمار العربي الأردني	8
ARAS	الضامنون العرب للتأمين	9
JOKB	البنك الأردني الكويتي	10
القطاع الخدماتي		
رمز	المؤسسة	رقم
AIHO	العربية الدولية للفنادق	11
RUMM	مجموعة رم للنقل والاستثمار السياحي	12
PIEC	فيلاديفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	13
MDTR	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	14
JOHT	الفنادق والسياحة الأردنية	15
ICMI	الدولية للاستثمارات الطبية	16
RICS	الركائز للاستثمار	17
IREL	كهرباء محافظة اربد	18
القطاع الصناعي		
رمز	المؤسسة	رقم
AQRM	القدس للصناعات الخرسانية	19
UCIC	مصانع الكابلات المتحدة	20
APOT	البوتاس العربية	21
JPPC	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	22
UMIC	العالمية الحديثة للزيوت	23
ACDT	المتصدرة للأعمال والمشاريع	24
GENI	الاستثمارات العامة	25

المصدر: من إعداد الطالبة.

الملاحق

الملحق رقم (02): نموذج التحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

Date: 09/13/20 Time: 20:02 Sample: 2009 2018				
	ROA	CONC_O	INSTI_O	FORIE_O
Mean	2.312679	0.079044	0.340688	0.307893
Median	1.800000	0.050000	0.225550	0.001810
Maximum	36.07000	0.592000	5.960000	42.41000
Minimum	-31.44000	0.000000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	6.753817	0.102964	0.452462	2.682329
Skewness	-0.391469	1.612609	7.818303	15.56055
Kurtosis	10.36000	5.895802	96.24743	244.7421
Jarque-Bera Probability	570.6518 0.000000	195.7052 0.000000	93120.70 0.000000	618830.7 0.000000
Sum	578.1697	19.76110	85.17200	76.97316
Sum Sq. Dev.	11357.90	2.639816	50.97570	1791.528
Observations	250	250	250	250

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews.9.

الملحق رقم (03): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة.

Correlation

	ROA	CONC_O	INSTI_O	FORIE_O
ROA	1.000000	0.056883	-0.039073	0.122320
CONC_O	0.056883	1.000000	-0.204106	-0.073005
INSTI_O	-0.039073	-0.204106	1.000000	0.015135
FORIE_O	0.122320	-0.073005	0.015135	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews.9.

الملاحق

الملحق رقم (04): نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة.

Dependent Variable: ROA Method: Panel Least Squares Date: 09/11/20 Time: 14:02 Sample: 2009 2018 Periods included: 10 Cross-sections included: 25 Total panel (balanced) observations: 250				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.047286	0.671006	3.051070	0.0025
CONC_O	3.956026	4.239699	0.933091	0.3517
FORIE_O	0.320168	0.159338	2.009359	0.0456
INSTI_O	-0.428210	0.962342	-0.444966	0.6567
R-squared	0.020105	Mean dependent var	2.312679	
Adjusted R-squared	0.008155	S.D. dependent var	6.753817	
S.E. of regression	6.726220	Akaike info criterion	6.665774	
Sum squared resid	11129.54	Schwarz criterion	6.722118	
Log likelihood	-829.2218	Hannan-Quinn criter.	6.688451	
F-statistic	1.682469	Durbin-Watson stat	1.262713	
Prob(F-statistic)	0.171326			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews.9.

الملاحق

الملحق رقم (05): نموذج الآثار الثابتة لمتغيرات الدراسة.

Dependent Variable: ROA Method: Panel Least Squares Date: 09/11/20 Time: 14:02 Sample: 2009 2018 Periods included: 10 Cross-sections included: 25 Total panel (balanced) observations: 250				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.364492	0.645275	3.664316	0.0003
CONC_O	0.681893	5.016724	0.135924	0.8920
FORIE_O	0.058671	0.142134	0.412789	0.6802
INSTI_O	-0.363317	0.989837	-0.367047	0.7139
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.379156	Mean dependent var	2.312679	
Adjusted R-squared	0.303649	S.D. dependent var	6.753817	
S.E. of regression	5.635903	Akaike info criterion	6.401408	
Sum squared resid	7051.476	Schwarz criterion	6.795812	
Log likelihood	-772.1760	Hannan-Quinn criter.	6.560144	
F-statistic	5.021409	Durbin-Watson stat	1.970334	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews.9.

الملاحق

الملحق رقم (06): نموذج الآثار العشوائية لمتغيرات الدراسة.

Dependent Variable: ROA				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 09/11/20 Time: 14:03				
Sample: 2009 2018				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 25				
Total panel (balanced) observations: 250				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.275331	0.909217	2.502518	0.0130
CONC_O	1.761916	4.522377	0.389599	0.6972
FORIE_O	0.121681	0.139998	0.869157	0.3856
INSTI_O	-0.409131	0.936658	-0.436799	0.6626
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			3.326845	0.2584
Idiosyncratic random			5.635903	0.7416
Weighted Statistics				
R-squared	0.004385	Mean dependent var	1.092092	
Adjusted R-squared	-0.007757	S.D. dependent var	5.675181	
S.E. of regression	5.697149	Sum squared resid	7984.547	
F-statistic	0.361148	Durbin-Watson stat	1.740952	
Prob(F-statistic)	0.781117			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.013141	Mean dependent var	2.312679	
Sum squared resid	11208.64	Durbin-Watson stat	1.240178	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews.9.

الملاحق

الملحق رقم (07): اختبار الأثر الثابت Chow Test.

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	5.349533	(24,222)	0.0000	
Cross-section Chi-square	114.091495	24	0.0000	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 09/11/20 Time: 14:03				
Sample: 2009 2018				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 25				
Total panel (balanced) observations: 250				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.047286	0.671006	3.051070	0.0025
CONC_O	3.956026	4.239699	0.933091	0.3517
FORIE_O	0.320168	0.159338	2.009359	0.0456
INSTI_O	-0.428210	0.962342	-0.444966	0.6567
R-squared	0.020105	Mean dependent var	2.312679	
Adjusted R-squared	0.008155	S.D. dependent var	6.753817	
S.E. of regression	6.726220	Akaike info criterion	6.665774	
Sum squared resid	11129.54	Schwarz criterion	6.722118	
Log likelihood	-829.2218	Hannan-Quinn criter.	6.688451	
F-statistic	1.682469	Durbin-Watson stat	1.262713	
Prob(F-statistic)	0.171326			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews.9.

الملحق رقم (08): اختبار Hausman.

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	8.375653	3	0.0389	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
CONC_O	0.681893	1.761916	4.715626	0.6189
FORIE_O	0.058671	0.121681	0.000602	0.0103
INSTI_O	-0.363317	-0.409131	0.102449	0.8862
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 09/11/20 Time: 14:03				
Sample: 2009 2018				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 25				
Total panel (balanced) observations: 250				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.364492	0.645275	3.664316	0.0003
CONC_O	0.681893	5.016724	0.135924	0.8920
FORIE_O	0.058671	0.142134	0.412789	0.6802
INSTI_O	-0.363317	0.989837	-0.367047	0.7139
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.379156	Mean dependent var	2.312679	
Adjusted R-squared	0.303649	S.D. dependent var	6.753817	
S.E. of regression	5.635903	Akaike info criterion	6.401408	
Sum squared resid	7051.476	Schwarz criterion	6.795812	
Log likelihood	-772.1760	Hannan-Quinn criter.	6.560144	
F-statistic	5.021409	Durbin-Watson stat	1.970334	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews.9.

الفهرس

الفهرس

الصفحة	الفهرس
I	الإهداء
II	الشكر
III	ملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال البيانية
VII	قائمة الملاحق
VIII	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة
01	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لهيكل الملكية والأداء المالي
02	تمهيد
03	المبحث الأول: هيكل الملكية والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
03	المطلب الأول: هيكل الملكية بالمؤسسة الاقتصادية
03	الفرع الأول: مفهوم هيكل الملكية
04	الفرع الثاني: أنواع هياكل الملكية
05	المطلب الثاني: مفاهيم أساسية للأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
06	الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي
07	الفرع الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي
11	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي
13	المطلب الثالث: علاقة هيكل الملكية بالأداء المالي
13	الفرع الأول: النظريات المفسرة لهيكل الملكية
15	الفرع الثاني: تأثير تركيز الملكية، الملكية الحكومية والملكية الأجنبية على الأداء المالي
17	المبحث الثاني: الإطار التطبيقي لهيكل الملكية والأداء المالي
17	المطلب الأول: الدراسات العربية
19	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
23	المطلب الثالث: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة

الفهرس

25	خلاصة الفصل
26	الفصل الثاني: دراسة تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في المؤسسة
27	تمهيد
28	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
28	المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة
28	الفرع الأول: تحليل أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة
41	الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة
43	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
44	المطلب الثاني: الأسلوب والأدوات المستخدمة في الدراسة
44	الفرع الأول: الاختبارات المعتمدة في الدراسة
45	الفرع الثاني: نماذج البيانات المقطعية
47	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها
47	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
47	الفرع الأول: التحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة
49	الفرع الثاني: تحليل الارتباط بين المتغيرات
50	الفرع الثالث: النماذج ومعالمها المقدره
57	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
59	خلاصة الفصل
60	الخاتمة
63	المراجع
68	الملاحق
76	الفهرس