

## الدور الوسيط لسيولة تداول الأسهم في أثر خصائص هيكل الملكية على كل من ربحية وقيمة منشآت الأعمال

د. أسامة وجدي وديع ونيس سلامة  
شعبة إدارة الأعمال  
الأكاديمية الدولية للهندسة وعلوم الإعلام

د. ناهد سعد أحمد سيد العدوي  
شعبة إدارة الأعمال  
الأكاديمية الدولية للهندسة وعلوم الإعلام

### الملخص:

يهدف هذا البحث إلى إختبار الدور الوسيط لسيولة تداول الأسهم Stock Trading Liquidity في أثر خصائص هيكل الملكية Ownership Structure Characteristics على كل من ربحية وقيمة منشآت الأعمال، وذلك من خلال التحليل الكمي لعدد من الأسهم العادية بلغت ست عشر سهم مقيدة ومتداولة بالبورصة المصرية EGX خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢١. وقد خلص البحث إلى مساهمة مستويات سيولة تداول الأسهم في زياده القدرة التفسيرية لأثر خصائص هيكل الملكية على قيمة منشآت الأعمال المصرية، فطبقاً للتحليل وفقاً لبيانات Panel Data Analysis بلغت القدرة التفسيرية للنموذج الاحصائي (٣٥,٨٨ %) للتغير في قيمة المنشأة اعتماداً على خصائص هيكل الملكية -تركز الملكية، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية- فقط، مقابل (٤١,٨٨ %) في ظل مراعاة معدلات سيولة الاسهم، أما في ظل إدراج المتغيرات الرقابية في التحليل فقد ارتفعت القدرة التفسيرية الى (٥٩,٣٦ %) من التغير في قيمة المنشأة، في المقابل كانت القدرة التفسيرية طبقاً لاسلوب التحليل الهرمي Hierarchical Multiple Regression لمعدلات تركيز الملكية - المتغير المستقل- للتغير في قيمة المنشأة - المتغير التابع- هي (٣٠,٣ %)، وقد شهدت القدرة التفسيرية ارتفاع الى مستوى (٣٩,٢ %) ثم (٥٤,١ %) عند إدراج معدلات دوران السهم بسوق التداول - المتغير الوسيط-، ثم كلا من حجم المنشأة ودرجة الرفع المالي -المتغيرات الرقابية- على الترتيب. أما عن ربحية منشآت الاعمال المصرية فلم تتأثر بخصائص هيكل الملكية أو سيولة الاسهم، وهو الأمر الذي يمكن تبريره في ضوء خصائص مفردات العينة، عوضاً عن تأثير أسعار

الصرف في ظل عمليات تعويم العملة المحلية (الجنية المصري) على ربحية منشآت الأعمال المصرية.  
**الكلمات الدالة:** سيولة تداول الأسهم، هيكل الملكية، تركيز الملكية، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ربحية منشآت الأعمال، قيمة منشآت الأعمال.

## **The Mediating Role of Stock Trading Liquidity of the Impact of Ownership Structure Characteristics on both the Profitability and Firms' Value**

**Osama Wagdi**

School of Business, International Academy  
for Engineering and Media Science - IAEMS, Egypt

**Nahed Saad**

School of Business, International Academy  
for Engineering and Media Science - IAEMS, Egypt

### **Abstract:**

This study aims to test the mediating role of stock trading liquidity of the impact of ownership structure characteristics on both the profitability and firms' value through a quantitative analysis of common stock. This study covered sixteen stocks listed on the Egyptian Exchange (EGX) during the period from 2014 to 2021. The study concluded that stock trading liquidity contributed to increasing the explanatory power of the impact of the ownership structure characteristics on the value of Egyptian firms. According to panel data analysis, the study explains (35.88%) of the change in corporate value based only on ownership structure characteristics that include ownership concentration, institutional ownership, and management ownership, compared to (41.88%) within taking stock trading

liquidity. However, within control variables, the explanatory power of the change in firm value increased to (59.36%). On the other hand, and according to Hierarchical Multiple Regression, the explanatory power for ownership intensity was (30.3%) when stock turnover was incorporated as an intermediate variable. It was also concluded that there was an increase in explanatory power when both firm size and leverage rate were incorporated as control variables, from (39.2%) to (54.1%), respectively. With regard to firm profitability, it is not affected by stock liquidity and ownership structure characteristics, which could be justified due to characteristics of the study sample instead of the effect of exchange rates with the flotation of the local currency on firm profitability.

**Keywords:** Stock Trading Liquidity, Ownership Structure, Ownership Concentration, Institutional Ownership, Management Ownership, firm profitability, firm Value.

#### ١- مقدمة:

أدى اتساع حجم منشآت الأعمال خاصةً مع ظهور الشركات المساهمة، والتي عادةً ما تتسم بتعدد وتعقد أنشطتها، عدم قدرة الملاك (حملة الأسهم Stock Holders) على إدارة هذه المنشآت بصورة مباشرة، وهو الأمر الذي مهّد الطريق لإنفصال الملكية عن الإدارة، وقد نشأ عن هذا الفصل تباين وتضارب في المصالح بين الطرفين (الملاك والمديرون)، وهو الأمر الذي جعل كل فئة تسعى لتحقيق مصالحها داخل المنشأة، وهو ما أدى إلى ظهور مشكلة الوكالة Agency problem، والتي أضحت ذات تأثير على معايير وأهداف إتخاذ القرارات داخل منشآت الأعمال،

وبالتالي فإن إختلاف هيكل الملكية وخصائصه يؤثر على محددات القرارات الإدارية بما يؤثر على مؤشرات أدائها وقيمة أسهمها المصدرة، وهو ما ينعكس بكل تأكيد على قيمة المنشأة ككل.

على الجانب الآخر، تُعتبر "سيولة تداول الأسهم Stock Trading Liquidity Market" أحد محددات تقييم الأوراق المالية Securities بصفة عامة، والأسهم العادية Common Stock بصفة خاصة، طبقاً لنظرية كفاءة الأسواق Market Efficiency، حيث يُنظر إلى سيولة تداول الأسهم باعتبارها إحدى متغيرات دالة التسعير Pricing Function في الأسواق المالية، عوضاً عن دور "سيولة تداول الأسهم" في تدنية بدلات المخاطر Risk Premium التي يطلبها المتداولون بالسوق، وذلك في ضوء قدرتهم على تحويل الأوراق المالية إلى نقدية دون تحمل أي خسارة راسمالية في قيمة الأوراق المالية إذا اتسمت بمستويات مرتفعة من سيولة التداول (Ma et al., 2019).

ومن ناحية أخرى يُعتبر تعظيم قيمة المنشأة من الأهداف الأساسية التي تسعى الإدارة لتحقيقها؛ من خلال إيجاد تدفقات نقدية للمنشأة قيمتها الحالية أكبر من قيمتها المخصوم بمعدلات التكلفة المرجحة لرأس المال (The Weighted Average Cost of Capital: WACC) والتي تتضمن معدلات العائد المطلوبة من قبل حملة الأسهم جانباً إلى جنب مع باقى مصادر التمويل، لذلك حظيت العلاقة بين سيولة تداول الأسهم وقيمة منشآت الأعمال باهتمام كبير من قِبَل الباحثين (Zuhroh, 2019).

في ضوء ما سبق، تناول البحث الدور الوسيط لسيولة تداول الأسهم في أثر خصائص هيكل الملكية على كل من ربحية وقيمة منشآت الأعمال، وهو أمر تم تغطيته في دراسات سابقة التي شملت الأسواق الدولية جانباً من المتغيرات المقترحة للبحث الحالي (see: Bousnina et al., 2022)، مقابل نُدرَة الدراسات التي تناولت تلك المتغيرات مجتمعة على مستوى الأسواق الناشئة بصفة عامة، ولم يتم تطبيقها

على البورصة المصرية بصفة خاصة في حدود علم الباحثان-، ولذلك سعى البحث الحالي إلى سدّ الفجوة المعرفية في تحليل متغيرات البحث (المتغيرات المستقلة: خصائص هيكل الملكية؛ المتغير الوسيط: سيولة تداول الأسهم؛ المتغيرات التابعة: ربحية وقيمة منشآت الأعمال). وذلك عبر أربعة أقسام تشمل القسم الأول يشمل المقدمة، القسم الثاني الإطار الفكري للبحث و يتناول عرض وتحليل الدراسات السابقة وإشتقاق الفروض ومشكلة البحث، اما القسم الثالث فيتضمن الإطار التطبيقي، وأخيراً القسم الرابع يتناول النتائج والتوصيات.

### ١/١ أهداف البحث:

يسعى الباحثان لتحقيق الهدف الرئيسي للبحث من خلال إختبار تأثير خصائص هيكل الملكية على ربحية وقيمة المنشأة في ضوء الدور الوسيط لمعدلات سيولة الاسهم المصدرة في سوق التداول؛ ومن ثم يمكن إيجاز أهداف البحث الفرعية على النحو التالي:

١. معرفة أثر تركيز هيكل الملكية على سيولة الأسهم المقيدة والمتداولة بالبورصة المصرية.
٢. معرفة أثر هيكل الملكية الإدارية على سيولة الأسهم المقيدة والمتداولة بالبورصة المصرية.
٣. معرفة أثر هيكل الملكية المؤسسية على سيولة الأسهم المقيدة والمتداولة بالبورصة المصرية.
٤. معرفة أثر سيولة الأسهم على ربحية منشآت الاعمال المقيدة ومتداول أسهمها بالبورصة المصرية.
٥. معرفة أثر سيولة الأسهم على قيمة منشآت الاعمال المقيدة ومتداول أسهمها بالبورصة المصرية.
٦. معرفة أثر خصائص هيكل الملكية على ربحية منشآت الأعمال المقيدة ومتداول أسهمها بالبورصة المصرية في ضوء معدلات سيولة تلك الاسهم.

٧. معرفة أثر خصائص هيكل الملكية على قيمة منشآت الاعمال المقيدة ومتداول أسهمها بالبورصة المصرية في ضوء معدلات سيولة تلك الاسهم.

### ٢/١ أهمية البحث:

يمكن للباحثان إيجاز أهمية البحث على مستوى الأهمية العملية، في ترشيد قرارات تسعير والاستثمار في الأسهم العادية بالبورصة المصرية كأحد الاسواق الناشئة، حيث يقدم لكل من المستثمرين (الافراد او المؤسسات) إطار لكيفة تفاعل أطراف سوق الاوراق المالية مع تغيرات خصائص هيكل منشآت الاعمال المصدرة للأسهم وذلك في ضوء الدور الوسيط لمعدلات سيولة أسهم تلك المنشآت. أما على مستوى الأهمية العملية، فالباحث يسعى إلى بيان تحليل الدور الوسيط الذي تلعبه معدلات سيولة الاسهم في التأثير على ربحية وقيمة المنشأة بدلالة خصائص هيكل ملكية تلك المنشآت، وذلك في بيئة الأعمال المصرية، وذلك في ضوء تضارب نتائج الدراسات الاختبارية السابقة التي يتم تناولها في القسم الثاني من البحث.

### ٣/١ منهج ومدخل وأسلوب البحث:

#### ١/٣/١ منهج البحث:

يتبنى البحث الحالي المنهج الاستنباطي، وهو أحد المناهج العلمية البحثية، الذي يهتم بإستنتاج الحقائق من خلال دراسة مشكلة علمية ناتجة عن فجوة معرفية، ويُنسَم المنهج الاستنباطي بإستخدام المنطق في الخطوات التي يشملها؛ بمعنى الاعتماد على الركائز الفكرية بالفكر المالي، والتي تشمل في البحث الحالي على مبادئ الفصل بين الملكية والادارة، وما نتج من ظهور لنظرية الوكالة، عوضاً عن كل من نظريات قيمة المنشأة وتمائل المعلومات بأسواق التداول وصولاً الى نظرية كفاءة الاسواق. وذلك من خلال الإعتداد على المدخل الوصفي التحليلي Analytical Descriptive، وذلك من خلال الاطلاع على البيانات المحصلة من التقارير المالية وغير المالية الصادرة عن المنشآت الاعمال المقيدة بالبورصة المصرية والاطراف ذات العلاقة، بإستخدام أسلوب المسح المستندي، بهدف معالجة تلك البيانات بالأساليب الكمية

المناسبة كإطار لتحديد مدى قبول أو رفض فروض الدراسة والتوصل إلى نتائج وتوصيات من نتائج عمليات الاستدلال الإحصائي.

### ٢/٣/١ الأساليب الإحصائية:

قام الباحثان بتطبيق الاختبارات الإحصائية لتحليل البيانات المتصلة بمشكلة الدراسة وذلك باستخدام كل من:

١. **الأساليب الإحصائية الوصفية Descriptive**، وهي تلك الأساليب التي تعنى بإعطاء معلومات عن خصائص البيانات الداخلة إلى التحليل ومن أمثلة تلك الأساليب كل من: التكرارات، النسب، الوسط الحسابي، الانحراف المعياري لتحديد مدى إستقرار وثبات السلاسل الزمنية محل التحليل.

٢. **الأساليب الإحصائية الاستدلالية Inferential**، وهي تلك الأساليب التي تعنى بإعطاء نتائج عن مدى قبول أو رفض فروض الدراسة، إضافة إلى تحديد كلا من مستويات الثقة والمعنوية لنتائج الاختبار، حيث تم استخدام التحليل المستعرض لبيانات كاساس لاختبار فروض البحث.

### ٤/١ حدود البحث:

يمكن استعراض حدود البحث على النحو التالي:

١/٤/١ **الحدود المكانية**: أقتصر هذا البحث على منشآت الاعمال المصرية المقيدة بالبورصة المصرية EGX50

٢/٤/١ **الحدود الزمنية**: غطي هذا البحث الفترة الزمنية من ٢٠١٤ الى ٢٠٢١، وهذه عبارة عن سلسلة زمنية قدرها ٨ سنوات.

### ٣/٤/١ الحدود الفنية:

١. القطاع التي تنتمي إليه منشآت الاعمال: تضمن هذا البحث على تحليل منشآت الاعمال المصرية غير المالية لما لتلك المنشآت من سمات خاصة بها لا تشوه النتائج الاختبارات الإحصائية.

٢. مؤشرات خصائص هيكل الملكية: هي تركيز الملكية Ownership Concentration، الملكية المؤسسية Institutional Ownership، الملكية الإدارية Management Ownership، وهو ما يتضمن البحث الحالي؛ إلا أن هناك كل من الملكية الأجنبية Foreign Ownership؛ الملكية الحكومية Government Ownership، الملكية العائلية Family Ownership بإعتبارهم مؤشرات تعبر عن خصائص هيكل الملكية أيضاً، لكن في ضوء عدم توافر البيانات بالافصاحات طبقاً للبورصة المصرية تم إستبعاد هذه المؤشرات.

## ٢- الاطار الفكري:

### ١/٢ الدراسات السابقة واشتقاق الفروض:

ظهرت نظرية الوكالة من رحم الفصل بين الإدارة والملكية، فمشاكل الوكالة هي نتيجة العلاقة بين الموكل (الملاك) والوكيل (الإدارة)، وقد ألقى الضوء الى مشكلة الوكالة آدم سميث (Smith, 1826)، وحيث تحدث مشكلة الوكالة نتيجة عدم تماثل كل من "البيانات والمعلومات" بين الطرفين بالإضافة الى تباين المنافع لكليهما، حيث قد تستغل الإدارة ما لديها من "بيانات ومعلومات" الى جانب إتخاذ قرارات إدارية تحقيق مصالحه الشخصية للإدارة (الوكيل) دون إلى مصالح الملاك (الموكل) الراغبين في تعظيم ثروتهم (Deegan and Unerman, 2011)، وهنا يحدث تضارب المصالح فيما بين الملاك والإدارة، وهو ما يخفض من قيمة المنشأة ويزيد من تكاليف الوكالة عليها (Jensen and Meckling, 1976)، بذلك يعد مشكلة الوكالة احد العوامل المحددة لقيمة المنشأة وذلك في ضوء خصائص هيكل الملكية، والتي تتضمن خمس مؤشرات وهي تركيز الملكية Concentration Ownership، الملكية المؤسسية Institutional Ownership والملكية الإدارية Management Ownership، الملكية الأجنبية Foreign Ownership؛ الملكية الحكومية Government Ownership، الملكية العائلية Family Ownership. اما على الجانب الاخر، يجب ان نميز بين عدة أنماط من قيم المنشأة والتي تتضمن سبع أنماط ويمكن ايضاح ذلك من خلال الجدول رقم (١):



### جدول رقم (١): انماط قيمة المنشأة

القيمة الاسمية	قيمة المنشأة طبقاً لما أصدرته من أوراق مالية طبقاً للقيمة الاسمية لكلا منهم .
القيمة المدفوعة	قيمة المنشأة طبقاً لما تم دفعة من قبل المكتبتين في أسهمها المصدرة، وعاده ما يكون ذلك في ضوء القيمة الاسمية مضافة إليها علاوة الاصدار او مخصص منها خصم الاصدار على حسب الاحوال
القيمة الدفترية	قيمة المنشأة طبقاً لعمليات الاعتراف والقياس المحاسبى لابعاد مركزها المال الاصول والتزامات المنشأة عوضاً عن حقوق الملكية.
القيمة السوقية	قيمة المنشأة طبقاً لقيم أوراقها المالية بسوق التداول، والتي عادةً ما تكون ناتج لقوى الطلب والعرض بسوق التداول.
قيمة التبادل	قيمة المنشأة طبقاً لما تم القبول به من تقييم في ظل عمليات الاندماج والاستحواذ.
قيمة التصفية	قيمة المنشأة طبقاً لأصول المنشأة المصدرة، بعد سداد حقوق الأولوية، طبقاً لسعر السوق لكلاً من الأصول والالتزامات.
القيمة العادلة	القيمة الذاتية للمنشأة، والنتيجة عن ما تتضمنه أنشطاتها من منافع ومخاطر، و ما تقدمه من قيمة من خلال ادارة ما في حوزتها من اصول.

وفى هذا الصدد تعد القيمة السوقية والقيمة العادلة أساس إتخاذ قرارات المتداولين نحو الاوراق المالية التى تصدرها المنشأة، حيث فى ظل فرض الاسواق تامة الكفاءة فان القيمة العادلة للمنشأة يجب ان تتعادل مع القيمة السوقية لها. حيث تعد القيمة العادلة أحد أهم المحددات الأساسية عند إتخاذ المتداولين قراراتهم الخاصة بالبيع أو الشراء للأصول المالية، ويعد الهدف الرئيسى من تحديد تلك العوامل ، تقدير مستويات العائد والمخاطر من الإستثمار فى سوق المال، وذلك بغية الوصول إلى الأسهم ذات الخلل السعرى لتحقيق أرباح غير عادية كنتيجة لإختلاف القيمة السوقية عن قيمتها الحقيقية، وسوف يؤدي ذلك الخلل إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية Undervalued فترتفع قيمتها السوقية

وينخفض الطلب على الأسهم المسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية Overvalued وبالتالي تتجه إلى التوازن في ظل آليات السوق، ويعد مستوى كفاءته وهو المحدد لديناميكية وصول الأصول إلى قيمتها الحقيقية، إلى جانب مدى إنحراف قيمتها السوقية عن قيمتها العادلة.

تقوم العديد من الجهات الإشرافية على الأسواق المالية مثل لجنة الأوراق المالية الأمريكية (U.S. Securities and Exchange Commission: SEC)، الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية (Egyptian Financial Supervisory Authority)، بالإضافة إلى المؤسسات المهنية كمجلس معايير المحاسبة المالية (Financial Accounting Standards Board: FASB)، مجلس معايير المحاسبة الدولية (International Accounting Standard Board) بجهود متنامية لنشر مفهوم القيمة العادلة، إلا أن الطابع المحاسبي هو الغالب على هذه الجهود، حيث تعرف بأنها المبلغ الذي يمكن أن يتم مبادلة الأصل به أو تسديد التزام بين أطراف مطلعة وراغبة في التعامل على أساس تجاري بحت أو في إطار متوازن أو في ظل ظروف طبيعية أو بين طرفين مستقلين (Gonçalves et al., 2017)، وهناك من يعرفها بأنها "السعر الذي ينبغي أن تتم فيه مبادلة الأسهم بين طرفين مطلعين وراغبين في سوق منظم" (كرار وآخرون، ٢٠١٣)، إلا أنه لا يوجد إتفاق حول مفهوم القيمة العادلة Fair Value للأسهم العادية، وبذلك يتبين أن مفهوم القيمة العادلة للسهم العادي مفهوم معقد وغير واضح كما يتوقعه الكثير وذلك لأن تحديد مفهوم واضح للقيمة العادلة يعتمد على العديد من المفاهيم الأخرى كالظروف الإقتصادية العامة، التغيرات الحاصلة في الصناعة المنتجة لها المنشأة المصدر للاسهم.

وفيما يتعلق بمحددات العلاقة بين القيمة العادلة والقيمة السوقية لمنشآت الاعمال، تكتسب نظرية كفاءة الأسواق أهميتها في ضوء اعتبارها حجر الزاوية لبناء باقي نظريات الفكر المالي، وتعددت الأبحاث والدراسات التي أهتمت بها، ويعد تحديد مستوى كفاءة سوق مال ما، هو الأساس الذي يعنى بإختيار أنسب المداخل لإختيار

وتسعير وتقييم الأوراق المالية، وذلك في ضوء دراسة العلاقة بين كلاً من أسعار الأوراق المالية - بصفة عامة والأسهم العادية بصفة خاصة - من جانب وبين البيانات والمعلومات من جانب آخر.

فكفاءة السوق هي صفة السوق الذي تكون به أسعار الاوراق المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية بين المتداولين، أو بكلمات أخرى يكون السوق كفاء عندما تتعادل القيم السوقية للأصول المالية مع قيمتها العادلة، وفي هذا الصدد نجد ان حالة السوق تام الكفاءة هي حالة نظرية غير واقعية، حتى في أكثر الأسواق تقدماً ، ولكن هناك أسواق في مستوى شبة قوية الكفاءة، وأسواق في مستوى متوسطه الكفاءة، وأسواق في مستوى ضعيف الكفاءة، عوضا الاسواق دون مستويات الكفاءة، ويعد السبب الرئيسي للتباين بين هذه المستويات هو تباين قدرة القيم السوقية على عكس البيانات والمعلومات التاريخية والحالية والداخلية **Insider Information**.

وفي هذا الصدد يتبين ان مستوى كفاءة السوق هي المحدد الرئيسي للعلاقة بين القيم السوقية والقيم العادلة للأسهم العادية، إلا أن مستوى الكفاءة لا يكون متماثل بين الأسهم التي تنتمي لذات السوق ، حيث يرجع هذا التباين الى مجموعتين من الخصائص الأولى خصائص الأصل المالي [ تباين مستوى الإفصاح - تباين نسب التداول الحر - تباين مستوى نشاط الأدوات المالية المشتقة كالخيارات - تباين القيمة المطلقة لقيمة الأسهم التي تنتمي لذات السوق ] ، أما الثانية هي خصائص المتداولين [تباين هيكل المتداولين - الاستخدام المتزايد لبرامج التحليل الكمي التي تعتمد على البيانات التاريخية كأساس لإتخاذ قرار الإستثمار - الاستخدام المتزايد من قبل بعض فئات المتداولين لمدخل التحليل الفني كأساس لاتخاذ قرار الإستثمار] (المزيد انظر: وجدي، ٢٠١٢).

يعد تقدير قيمة منشآت الاعمال امر ليس بالهين، وذلك فى ضوء تعدد العوامل الحاكمة لهذه القيمة والتي تتضمن مدى إتسام سوق الاوراق المالية بالكفاءة وهو الحاكم لتقدير اموال الملكية عوضاً عن مدى وجود تشوهات فى هيكل اسعار الفائدة

Interest Rate Structure وهو ما يؤثر على قيمة أموال المديونية الداخلة في هيكل التمويل المستخدم في الاستحواذ على أصول المنشأة محل التقييم. وفي كافة الأحوال الأمر يحتاج الى كم ضخم من البيانات المالية وغير المالية خاصة إذا لم يتسم السوق بأى مستوى من مستويات الكفاءة، وهو الأمر الذى يتأثر بمدى تماثل المعلومات Information Asymmetry بين المتداولين بالسوق. لذلك قد قام الباحثان بتصنيف الدراسات السابقة ذات العلاقة إلى مجموعات رئيسية متجانسة على النحو التالي:

### ١/١/٢ الدراسات الخاصة بالعلاقة بين هيكل الملكية وسيولة الأسهم:

#### ١/١/١/٢ درجة تركيز الملكية وعلاقتها بسيولة الأسهم:

يمكن تعريف هيكل الملكية بأنهم فئات المساهمين من أصحاب رأس المال، أى التوزيع النسبى لأسهم المنشأة المصدرة (Jiang, 2004)، ويقدر الوزن النسبى للملكية بناءً لكل من فئات المساهمين بقسمة ما يمتلكون من أسهم على إجمالي أسهم المنشأة المصدرة، وهو ما يتفق مع ما أشارت اليه دراسة (Wang, 2022) ان هيكل الملكية هو مجموع حصص رأس المال التي تمتلكها المؤسسات والأفراد، والتي تُشكل في مجموعها رأس مال المنشأة.

اما دراسة (Haw et al., 2013) فتصنف هيكل الملكية الى نمطي الملكية المشتتة مقابل الملكية المركزة (ملكية كبار المساهمين) ويشتمل على هيكل ملكية لصغار المساهمين، وهو يمثل ملكية مشتتة، مقابل هيكل ملكية لمساهم واحد يمتلك النسبة الأكبر بالمقارنة بصغار المساهمين، ويمثل ملكية مركزة، والحالة الثالثة يتضمن هيكل ملكية لعدد من المستثمرين الكبار بالإضافة إلى المساهمين الصغار، ويمثل ملكية مركزة أيضاً.

فتركز الملكية يُقصد بها المساهمين الذين يمتلكون أكثر من ٥% من أسهم المنشأة، ويمكن أن يُمثل ملكية كبار المساهمين مؤشراً قوياً ودالاً على تحسن أداء المنشأة، لأن في حالة تركيز الملكية في يد عدد أقل من المساهمين سواءً أفراد أو

مؤسسات فسوف يكون لديهم الحافز والسلطة لمراقبة عمليات المنشأة، وكفاءة الإدارة، وهو ما ينعكس على تحسين قيمة المنشأة. وتشير دراسة ( Prommin et al, 2016; Le, 2019) إنه عندما تتركز الملكية في يد كبار الملاك يكون لديهم القدرة على التأثير على قرارات المنشأة بطريقة مباشرة لمصلحتهم الشخصية بهدف زيادة ثروتهم على حساب صغار المساهمين، وهو ما يُسمى بمشكلة الحصانة. وطبقًا لذلك فهذا يؤثر على قيمة المنشأة وهو ما يُطلق عليها هيكل الملكية الأفقية أو المباشرة في ظل هذا النوع وتركز ملكية المنشأة في يد عدد محدود من المساهمين ( Uno & KamiYama, 2009; Hunjar et al., 2020).

من جانب آخر يُعنى مفهوم سيولة الأسهم هو بيع أو شراء الأسهم دون التأثير على سعرها (Ajina et al., 2015)، كذلك عرفته دراسة (Jawed & Kotha, 2020) بأنه تحويل الأسهم إلى نقدية أو العكس، وأشارت الدراسة أيضًا إلى أن الأسهم تعتبر ذات سيولة إذا تمكن من بيعها بسرعة، وبالتالي شرائها بسرعة، وأن يكون تنفيذ البيع أو الشراء ذو تأثير ضئيل على سعر السهم.

وتفيد سيولة الأسهم في الإعلام عن أسعار الأسهم، وهو الأمر الذي يساعد مديري الشركات من إتخاذ القرارات الرشيدة التي تحسن من قيمة المنشأة (Arian et al., 2014; Abid Ali, 2014)، وأن السوق الذي يمتاز بسيولة عالية يؤدي إلى تخصيص الأموال بطرق فعالة.

وقد أشار (wang, 2022) إلى أن سيولة الأسهم يعتبر شرطًا أساسيًا وهامًا لنمو أسواق الأوراق المالية وتقدمها ، وأيضًا يساهم إرتفاع سيولة الأسهم إلى زيادة قيمة المنشأة، وخفض تكلفة رأس المال، بالإضافة إلى اجتذاب المستثمرين المرتقبين الذين يستخدمون المعلومات عن الأرباح قصيرة الأجل في تداولاتهم.

وقد تناولت العديد من الدراسات المحاسبية مقاييس متنوعة لسيولة الأسهم،  
ومن أهم هذه المقاييس:

- ١- مدى فروق أسعار العرض والطلب للأسهم (Bid-Ask Spreads): وقد تناولته عدة دراسات (Batten & Vo, 2019; Ali et al., 2017)، وعرفته بأنه الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وهو من أكثر المقاييس شيوعاً. ويزداد مدى السعر نتيجة توافر معلومات حول المنشأة لدى مجموعة من المستثمرين، ولا تتوافر تلك المعلومات لدى باقي المستثمرين الذين يتوافر لديهم المعلومات، بحيث يمكنهم التنبؤ بمستقبل المنشأة، وإتخاذ القرارات المبنية على أسس سليمة، عكس المجموعة الأخرى من المستثمرين.
- ٢- معدل دوران الأسهم (The Stock Turnover): وتناولت عدة دراسات منها: (Khan et al., 2019; Dang et al., 2018)، ويتم استخدامه لقياس سيولة الأسهم على مستوى سوق الأوراق المالية، وأيضاً لقياس السيولة على مستوى المنشأة، ويُحسب من خلال قسمة إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السنة على عدد الأسهم الإجمالية في نفس السنة، وكلما ارتفع معدل دوران السهم كلما زادت سيولته. حيث يعد معدل دوران السهم أحد مقاييس سيولة الأسهم، فالعلاقة بينهما علاقة طردية، فكلما ارتفع معدل دوران السهم ترتفع سيولة الأسهم، ويحدث ذلك عند انخفاض معدل تماثل المعلومات.
- ٣- حجم التداول Trading Volume: حيث أشارت دراسة كلا من (Khan et al., 2022; Mdaghri et al., 2020) إلى أنه يتم قياس سيولة الأسهم من خلال متوسط إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أو إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في فترة معينة. وهو يتضمن بعدين، هما بُعد الوقت، وبُعد العمق، حيث يتضح بُعد الوقت في انخفاض الوقت اللازم لتداول عدد معين من الأسهم، والبُعد الثاني وهو العمق الذي ينعكس في تزايد الحجم الإجمالي

للتداول في السوق، ويعكس حجم التداول سيولة الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات، فكلما زاد عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين فهذا يعنى توافر معلومات خاصة عن المنشأة لدى مجموعة من المستثمرين، مما يجعل البعض الآخر يتوقف عن التعامل، وبالتالي ينخفض هنا حجم التداول على الأسهم، ومن ثم تنخفض سيولة الأسهم.

وسوف يقتصر بحثنا الحالي على مقياسى حجم التداول ومعدل الدوران لقياس سيولة الأسهم في الجزء التطبيقي من البحث.

اما من حيث مستويات سيولة الأسهم فقد صنفت دراسة كلا من (Khan et al., 2020; Pham et al., 2022) سيولة الأسهم إلى أربع مستويات هي:

**المستوى الأول:** إنعدام سيولة الأسهم، وهو عدم القدرة على تداول الأسهم، وفي هذه الحالة لا يمكن إجراء عملية التداول.

**المستوى الثاني:** هو القدرة على بيع وشراء كميات معينة من الأسهم، مع التأثير على سعر السهم.

**المستوى الثالث:** مدى القدرة على بيع وشراء كميات معينة من الأسهم، مع وجود تأثير ضئيل على السعر.

**المستوى الرابع:** القدرة على بيع وشراء الأسهم بالأسعار المعروضة دون حدوث تغيرات في السعر وفي الوقت ذاته.

ومن ثم أشارت الدراسات السابقة إلى وجود تأثيران متعارضان لتركز الملكية لكبار حملة الأسهم، وهما تقارب المصالح، وتأثير التحصين الإداري Managerial Entrenchment، فمن ناحية تقارب المصالح فإن وجود تركيز ملكية لكبار المساهمين يعمل على تقارب المصالح بين المديرين وباقي المساهمين، فوجود مستثمر رئيسي يتحكم في غالبية الأسهم، يعطيه قدرة كبيرة في التأثير على الإدارة لتنفيذ القرارات التي يفضلها، ومن ثم يؤثر على أداء المنشأة المصدرة لتلك الأسهم. وقد تناولت العديد من

الدراسات السابقة العلاقة بين درجة تركيز الملكية وسيولة الأسهم، منها: ( Udomsirikul et al., 2011; De Cesari et al., 2012; Le., 2019; Tang ) (et al., 2022)، حيث توصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين درجة تركيز الملكية وسيولة تداول الأسهم، حيث فسرت بعض الدراسات تلك النتيجة في ضوء اعتماد منشآت الأعمال في هيكل تمويلها على أموال الملكية مقابل تدنية الاعتماد على أموال المديونية (إصدار السندات إلى جانب القروض المصرفية).

بخلاف ما سبق فيما يتعلق بتأثير التحصين؛ فإن وجود تركيز ملكية لمستثمرين رئيسيين بمنشأة الأعمال يتضمن احتمال استخدام قدراتهم من أجل الاستيلاء على ثروة صغار المستثمرين، عن طريق إتخاذ قرارات إستثمارية، والقيام بإجراءات لخدمة مصالحهم الخاصة، مما يؤثر تأثيراً سلبياً على سيولة الأسهم، وهذا ما أشارت إليه بعض الدراسات السابقة، ومنها: ( Uno and Kamiyama,2009; ) (Brockman and Olsen, 2013; Prommin et al., 2016; wang, 2022)، حيث خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين معدلات تركيز الملكية المقرونة بالتحصين الإداري من جانب، مع معدلات سيولة تداول الأسهم من جانب آخر، وقد أشارت بعض الدراسات أن تلك النتيجة تكون أكثر في الأسواق الناشئة والنامية، حيث تكون معدلات التحصين هي الأكبر بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة، عوضاً عن اعتماد هيكل تمويلها على القروض المصرفية.

## ٢/١/١/٢ هيكل الملكية الإدارية وعلاقتها بسيولة الأسهم:

تُعرف نسبة هيكل الملكية الإدارية بأنها عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة، مقارنةً بإجمالي عدد الأسهم، كما تطلق عليها بعض الدراسات (Abbassi et al., 2021) بالملكية الداخلية، حيث يُشار في هذا الصدد إلى وجود تأثيران لهيكل الملكية الإدارية على سيولة الأسهم، الأول هو أثر تقارب المصالح، فإن ارتفاع الوزن النسبي للملكية الإدارية نتيجة تقارب الأهداف بين المستثمرين والمديرين يمكن أن يؤثر على زيادة سيولة الأسهم المصدرة، مقابل ارتفاع مستوى صعوبة تحقيق



مستثمرين آخرين للرقابة الفعالة لإدارة المنشأة المصدرة في ضوء انخفاض معدلات التداول الحر Free Flot، حيث أن ارتفاع الوزن النسبي للملكية الإدارية تجعل المديرين مُحصنين من المستثمرين الخارجيين، مما يتيح لهم فرصة أكبر للعمل على تحقيق مصالحهم بشكل قد يضُر بمصالح المستثمرين الخارجيين، ومن ثم يؤثر على انخفاض سيولة الأسهم، وهذا ما توصلت إليه بعض الدراسات ( Abbassi et al., 2021) إلى وجود علاقة عكسية بين الوزن النسبي للملكية الإدارية وسيولة الأسهم. وعلى النقيض مما سبق خُصت دراسة (Madya and Firdausi, 2019) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة هيكل الملكية الإدارية وبين سيولة الأسهم.

### ٣/١/١/٢ هيكل الملكية المؤسسية وعلاقتها بسيولة الأسهم:

يُعرف هيكل الملكية المؤسسية بأنه الوزن النسبي للأسهم التي تمتلكها المؤسسات والمنظمات وغيرها من الشركات الإعتبارية إلى إجمالي عدد الأسهم (Ahluwalia et al., 2020)، وقد تناولت الدراسات السابقة وجهتي نظر متعارضتين حول تأثير هيكل الملكية المؤسسية على سيولة الأسهم؛ فقد توصلت بعض الدراسات ( Ahluwalia et al., 2020; Madya & Firdausi, 2019; Abbassi et al., 2021; Tang et al., 2022) إلى وجود تأثير طردي لنسبة هيكل الملكية المؤسسية وسيولة الأسهم، وقد فسرت ذلك على إعتبار أن أستثمارات المؤسسات طويلة الأجل يتولد لديها الحافز للرقابة على منشآت الأعمال، والذي يؤدي إلى ضمان زيادة سيولة الأسهم المصدرة بهذه المنشآت.

أما وجهة النظر الثانية هي على العكس من ذلك، فقد أشارت بعض الدراسات (Wang, 2022; De Cesari et al., 2012; Daryaei & Fattahi, 2021) إلى وجود علاقة ذات تأثير سلبي بين نسبة هيكل الملكية المؤسسية وسيولة الأسهم، وفسرت ذلك على إعتبار أن أستثمارات المؤسسات تكون قصيرة الأجل تتم بغرض المضاربة، أي أن المؤسسات تتعامل كمضارب بدلاً من كونهم ملاك، أي أنهم

يتعاملون كمستثمرين مؤقتين، وبالتالي تركيزهم على الأرباح الحالية أكثر من الأرباح طويلة الأجل.

وبالتالي فإن العلاقة بين هيكل الملكية المؤسسية وسيولة الأسهم غير محدد الإتجاه، حيث يمكن القول إن دور هيكل الملكية المؤسسية كآلية لتفعيل سيولة الأسهم يتوقف على الأفق الزمني لاستثماراتها، ومدى تركيز هذه الاستثمارات في المنشأة. فإذا كان طويل الأجل فمن المتوقع وجود علاقة إيجابية، أما إذا كان قصير الأجل فمن المتوقع وجود علاقة سلبية.

طبقاً لما سبق و الذي اظهر بأعلا تبين نتائج الدراسات السابقة ذات العلاقة، قد تمكن الباحثان من اشتقاق الفرض الرئيسي الاول في صورة فرض العدم على النحو التالي:

**الفرض الرئيسي الأول:**

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية منشآت الاعمال على معدلات سيولة أسهمها المصدرة.  
وفي ضوء تعدد مقاييس سيولة تداول الاسهم قام الباحثان بإشتقاق الفرضين الفرعين التاليين على النحو التالي:

**الفرض الفرعي الاول:**

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية منشآت الاعمال على قيمة اسهمها المتداولة.

**الفرض الفرعي الثاني:**

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية منشآت الاعمال على معدل دوران اسهمها المتداولة.

## ٢/١/٢: الدراسات الخاصة بأثر العلاقة بين هيكل الملكية وربحية المنشأة:

عاده ما يُستخدم معدل العائد على الأصول كمقياس للحكم على كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأصول، ويرجع استخدام شيوخ هذا المعدل كمعيار لقياس الأداء إلى أنه من أكثر النسب المالية شمولاً، ويرجع سبب ارتفاع هذا المعدل إلى كفاءة المنشأة في إدارة أصولها، أو قدرتها على الحصول أموال سواء من مصادر ملكية او مديونية بتكلفة منخفضة (Hegde et al., 2020; Khan et al., 2019)، وفي ضوء ما نتج من الملكية وخصائصها في السيطرة على صنع القرارات داخل منشآت الاعمال، لذلك قد تمكن الباحثان من صياغة الفرض الرئيسي الثاني في صورة فرض العدم على النحو التالي:

### الفرض الرئيسي الثاني:

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة.

## ٣/١/٢: الدراسات الخاصة بأثر العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة المنشأة:

تعتبر قيمة المنشأة هي صورة لأداء المنشأة، يُمكن أن يؤثر على تقييم المستثمر للشركة، فهي قيمة ثابتة يمكن أن تتأثر بعدة عوامل، وهي سياسة الديون التي تضعها المنشأة، وقدرة المنشأة على تحقيق الأرباح، وقدرة المنشأة على إدارة الشؤون المالية في تمويل جميع التزاماتها، فهدف المنشأة هو تحقيق أقصى قدرٍ من الأرباح للمستثمرين في المنشأة، من خلال تعظيم سعر الأسهم (Handrian.Robiyanto,2018).

ويُعتبر سعر السهم هو صورة لقيمة المنشأة من المتوقع أن توفر فوائد إيجابية للمساهمين، وتهدف المنشأة إلى تعظيم قيمة المنشأة، من خلال القرارات والسياسات التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية (Sair & Sedana, 2020).

وقد عرفت دراسة (Hirdinis, 2019) قيمة المنشأة بأنها سعر البيع الثابت والمناسب للشركة من قبل المستثمرين المرتقبين عندما يتم تصفية المنشأة. وعرفتها أيضاً

بأنها إنعكاساً لتحقيق الأداء التشغيلي للشركة، وهي بالنسبة للشركة التي يكون لديها احتمالية إرتفاع أسعار أسهمها، وهو مما يعطى طمأنينة للمستثمرين وقيمة للمنشأة.

وقد أستخدم مقياس Tobin's Q، وهو أسلوب موجه نحو تقييم السوق، وهي طريقة أستخدمها James Tobin's عام ١٩٦٩ للتنبؤ بالقيمة السوقية للشركة وإدائها المستقبلي. ويُعتبر نموذج Tobin's Q أحد نماذج القياس لقيمة المنشأة الأكثر قبولاً، وذلك لسهولة حسابه وتفسيره (Chia et al., 2020).

فمقياس Tobin's Q هو عبارة عن مزيج من قيم الأصول الملموسة وغير الملموسة، وتتراوح قيمة Tobin's Q لشركة ما بين 0-1، مما يدل على تكلفة إستبدال أصول المنشأة، فيتجاوز القيمة السوقية للشركة. بحيث يعني إنخفاض القيمة السوقية للشركة عندما تكون قيمة Tobin's Q أعلى من 1، أما إذا كانت قيمة Tobin's Q الذي يقل عن 1، فهذا يعني أن القيمة الدفترية لأصول المنشأة أعلى من قيمتها السوقية (Handriani & Robiyanto, 2018).

وبالتالي ستصبح المنشأة هدفاً على أسهمها عندما يصبح سهم المنشأة مقوماً بأقل من قيمته، فمنطقياً سيحصل مستثمري المنشأة (المشترين) على الأصول بسعر أقل عن لو تم إعادة البيع، على العكس من ذلك فإن قيمة Tobin's Q أعلى من 1 فهذا يدل على أن القيمة السوقية للشركة أعلى من القيمة الدفترية، مما يشير إلى أن المنشأة لديها حافزاً للقيام بإستثمارات رأسمالية إضافية، وبالتالي الإشارة إلى فرص نمو إستثمارية أعلى. وهذا مؤشر يدل على أداء الإدارة الجيد (Zuhroh, 2019).

ويتم قياس Tobin's Q بقسمة القيمة السوقية مطروحاً منها الإلتزامات / التكلفة التاريخية للأصول (Zhang et al., 2021). حيث أن القيمة السوقية هي عدد أسهم المنشأة في نهاية الفترة × أسعار إغلاقها في نفس الفترة.

فقد توصلت دراسة كل (Varghese & Sasidharan,2020; Chia et al.,2020; Koa et al.,2018; Asante-Dako et al.,2018; Isshaq et al.,2009; Benson et al., 2020) إلى وجود علاقة تأثير إيجابية لكل من الملكية المؤسسية والملكية الإدارية على قيمة المنشأة (في حين أن دراسة (García-Meca, et al., 2011) قد توصلت إلى أن تركيز الملكية له علاقة إيجابية على قيمة المنشأة عند التطبيق على عينة الدراسة في بورصة مدريد بإسبانيا خلال الفترة من ١٩٩٩-٢٠٠٢؛ في المقابل توصلت دراسة (Uno and Kamiyama, 2009) إلى العلاقة السلبية بين تركيز الملكية وقيمة المنشأة؛ وهو ما توافق مع نتائج دراسة (Varghese and Sasidharan, 2020)، والتي خلصت إلى العلاقة السلبية بين هيكل الملكية المؤسسية وقيمة المنشأة. طبقاً لهذا التباين في نتائج الدراسات السابقة، قد تمكن الباحثان من اشتقاق الفرض الرئيسي الثالث في صورة فرض العدم على النحو التالي:

#### الفرض الرئيسي الثالث:

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين هيكل الملكية وقيمة المنشأة المصدرة للأسهم.

#### ٤/١/٢: الدراسات الخاصة بالعلاقة بين سيولة الأسهم وقيمة المنشأة:

تعتبر الغاية الأساسية للمستثمرين وحملة الأسهم هي تعظيم قيمة الأسهم، وبالتالي قيمة المنشأة، وسيولة أسهم المنشآت تعتبر من الموضوعات الهامة أيضاً للمستثمرين وحملة الأسهم، حيث يسعى المستثمر دائماً للاستثمار في أسهم الشركات ذات السيولة المرتفعة والتي يمكن من خلالها تسهيل أسهمه عند الحاجة لسيولة بالسعر العادل دون تحمل خسائر في قيمة هذه الأسهم.

وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين سيولة الأسهم وتأثيرها على قيمة المنشأة، ومن هذه الدراسات: ( Cheung et al., 2015; Prommin et al., 2016; Fang et al., 2009; Li et al., 2012; Nguyen et al., 2016;

Marcet, 2017; Chen et al., 2017; Hansen & Sung SuK, 2013; Siringoringo & Hutabarat, 2019; Farooq & Masood, 2016; Tahu & Susilo, 2017; Yanti & Dwirandra, 2019; Jawed & Kotha, 2019; Chia et al., 2020; Hermuningsih et al., 2020)، وتوصلت إلى وجود علاقة تأثير إيجابية بين سيولة الأسهم وقيمة المنشأة. ويفسر ذلك بأنها نتيجة لدليل على إمكانية الاستفادة من الفرص الاستثمارية الداخلية والخارجية، فالأموال السائلة هي مصدر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الربح مستقبلاً.

في حين توصلت بعض الدراسات الأخرى منها (Batten & Vo, 2019; Sarir & Sedana, 2020; Zuhroh, 2019; Zhang et al., 2021) إلى وجود علاقة تأثير سلبية لسيولة الأسهم على قيمة المنشأة، وتفسر هذه الدراسات سبب ذلك إلى اعتماد العينة التي تمت عليها هذه الدراسات على الانتماء المصرفي في التمويل (القروض)، مما يؤثر على السيولة؛ وبالتالي على قيمة المنشأة، وأيضاً نتيجة ضعف سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية يُفسر ضعف إدارة المنشأة نتيجة الأصول غير المنتجة، مما ينعكس سلبياً على قيمة المنشأة. في حين توصلت دراسة (Markonah et al., 2020) إلى أنه لا يوجد تأثير لسيولة الأسهم على قيمة المنشأة. في حين توصلت دراسة (Markonah et al., 2020) إلى أنه لا يوجد تأثير لسيولة الأسهم على قيمة المنشأة، وذلك عندما طبقت الدراسة على عينة من منشآت تصنيع الأغذية والمشروبات في بورصة جاكرتا.

على جانب الآخر فقد اشارت دراسة كلا من (Siringoringo & Hutabarat, 2019; Hermuningsih et al., 2019) إلى التأثير الإيجابي لمعدلات سيولة الاسهم على ربحية المنشأة، وطبقاً لتباين نتائج الدراسات السابقة يمكن للباحثان اشتقاق الفرضين الرابع والخامس في صورة فرض العدم على النحو التالي:

#### الفرض الرئيسي الرابع:

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على ربحية المنشأة المصدرة للاسهم.

#### الفرض الرئيسي الخامس:

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على قيمة المنشأة المصدرة للاسهم.

#### ٥/١/٢: الدراسات التي تمت في بيئة الاعمال المصرية وشملت خصائص هيكل

#### الملكية:

تتعدد نطاق الدراسات ذات العلاقة، فمنها ما تناول الدور المعدل لهيكل الملكية في تأثير خصائص مجلس الإدارة على جودة المراجعة بمنشآت الاعمال المصرية، وفي هذا الصدد أشارت دراسة قنديل (٢٠٢٢)، الى أنه يختلف تأثير كل من استقلال مجلس الإدارة والدور المزدوج لرئيس المجلس على جودة المراجعة باختلاف كل من درجة تركيز الملكية، والملكية الإدارية. كما يختلف تأثير كل من استقلال مجلس الإدارة والتنوع الجنسي لأعضاء مجلس الإدارة على جودة المراجعة باختلاف درجة الملكية المؤسسية.

في المقابل هناك من تناول أثر هيكل الملكية على الإفصاح، وفي هذا الصدد أشارت دراسة عبد الفتاح (٢٠٢١) الى وجود علاقة سالبة بين تركيز الملكية لكبار المساهمين والإفصاح عن نقاط ضعف الرقابة الداخلية. اما دراسة خميس (٢٠١٨) فقد خلصت الى وجود تأثير معنوي إيجابي لمعدل تركيز الملكية على إقرار الإدارة بخسارة إضمحلال الشهرة بهدف عكس القيمة الحقيقية للشهرة وتوفير معلومات خاصة عن التدفقات النقدية المستقبلية لمنشآت الاعمال. في ذات السياق خلصت دراسة كل من إبراهيم وزايد (٢٠١٧) الى وجود تأثير سلبي للملكية الإدارية الى جانب تركيز ملكية الافراد على مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للمنشأة

CSR، في المقابل كان هناك تأثير إيجابي لملكية المؤسسات و لتشتت الملكية على مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.

على جانب اخر هناك من تناول أثر خصائص هيكل الملكية على التجنب الضريبي، وفي هذا الصدد أشارت دراسة كل من الإسداوي وسليم (٢٠٢١) الى وجود أثر سلبي لكلاً من حجم مجلس الإدارة، الملكية المؤسسية، والملكية الإدارية على التجنب الضريبي. في المقابل خلص الركابي (٢٠٢٢) الى وجود علاقة معنوية موجبة بين تركيز الملكية الحكومية وتركز الملكية الإدارية من جانب وممارسات التجنب الضريبي من جانب اخر. وعلى العكس من ذلك هناك يوجد تأثير معنوى سلبي لتركز الملكية العائلية وتركز الملكية المؤسسية وتركز الملكية الأجنبية من جانب على ممارسات التجنب الضريبي من جانب اخر.

في المقابل تناول عفيفي (٢٠١٣) أثر تركيز الملكية على ممارسات إدارة الارباح، وقد خلص الى إختلاف لاثر تركيز الملكية الفردية مقابل الملكية الحكومية على إتجاهات منشآت الاعمال المصرية لممارسات إدارة الارباح، حيث كانت المنشأة ذات الملكية الحكومية هي أقل إتجاها لتطبيق تلك الممارسات بالمقارنة مع الملكية الفردية.

في ضوء علم الباحثان، وطبقاً لما تم إستعراضه من دراسات سابقة تناولت بيئة الاعمال المصرية، تبين عدم إختبار أثر هيكل الملكية على كل من ربحية وقيمة منشآت الاعمال المصري، عوضاً عن عدم اختبار الدور الوسيط لسيولة الاسهم على تلك القيمة، بذلك تمكن الباحثان من اشتقاق الفرضين السادس والسابع في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الرئيسي السادس:

لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول.



### الفرض الرئيسي السابع:

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول.  
٦/١/٢ الدراسات الخاصة بالعلاقة بين المتغيرات الرقابية لكلا من قيمة المنشأة

### وربحتها:

نظرًا لأن هناك عوامل أخرى بخلاف هيكل الملكية وسيولة الأسهم قد تؤثر على قيمة المنشأة وربحيتها، فإنه سوف يتم إضافة بعض المتغيرات الضابطة لعزل تأثيرها المتوقع على قيمة المنشأة:

### ١/٦/١/٢ حجم المنشأة:

يمكن أن يؤثر حجم المنشأة على قيمة المنشأة، ولكن هذا التأثير غير محدد الاتجاه، فعلى الرغم من إتفاق معظم الدراسات على أن حجم المنشأة يُعد أحد المتغيرات الهامة التي يمكن أن تؤثر على قيمة المنشأة،

فقد أشارت دراسة كل من ( Natsir & Yusbardini, 2020; Widnyana ) إلى وجود علاقة تأثير إيجابية لحجم المنشأة على قيمة المنشأة، وذلك لأن زيادة حجم المنشأة سيُحسّن من قيمة أسهم المنشأة، وبالتالي زيادة قيمة المنشأة. في حين توصلت دراسة كلا من (Niresih & Thirunavukkarasu,2014; Hirdinis, 2019) إلى وجود علاقة تأثير سلبية بين حجم المنشأة وقيمة المنشأة. في ضوء تباين نتائج الدراسات السابقة قام الباحثان باعتبار حجم المنشأة أحد المتغيرات الرقابية التي تعمل على تعظيم القدرة التفسيرية لعمليات الاستدلال الاحصائي فيما يتصل بالفرض السادس والسابع.

### ٢/٦/١/٢ درجة الرفع المالي:

قد تعتمد المنشأة على القروض في هيكل تمويلها، وقد يجعل ذلك أصحاب القروض في بعض الاحيان يقومون بالرقابة على قرارات إدارة المنشأة، خاصة فيما

يتعلق بقرارات توزيع الارباح او الحصول على مديونية جديدة، بالإضافة الى التصرف في بعض الاصول غير المتداولة، مما يجعلهم يقدمون أفضل أداء لتحسين صورة المنشأة أمام الدائنين، حتى يمكنهم الحصول والاستفادة من قروض أخرى. وهذا ما يُسمى درجة الرفع المالي، وهي ما يُقصد بها: "استخدام أموال الغير مما يؤدي إلى زيادة ورفع العائد على الأموال المملوكة، والعائد على الأموال المستثمرة"، وبالتالي قد تقوم درجة الرفع المالي بتخفيض سلوك المديرين الانتهازي، وإتخاذ قرارات تحقق مصالحهم الشخصية على حساب المنشأة (Ali et al., 2017)، وذلك في ضوء عمليات المتاجرة على حقوق الملكية.

وقد أشارت دراسة (Daryaei and Fattahi, 2021) إلى أن درجة الرفع المالي ترتبط بالقرارات المتعلقة بالهيكل المالي لمنشآت الاعمال، أي التمويل طويل الاجل، وهو الامر الذي يؤثر على قيمة المنشأة، فالمساهمين يحددون الهيكل المالي للمنشأة بطريقة تؤثر بشكل إيجابي على قيمة المنشأة، وزيادة ثروتهم، وقد توصلت دراسة (Isshaq et al., 2009) إلى وجود تأثير لدرجة الرفع المالي على قيمة المنشأة. في ضوء ما سبق قام الباحثان بإعتبار درجة الرفع المالي أحد المتغيرات الرقابية التي تعمل على تعظيم القدرة التفسيرية لعمليات الاستدلال الاحصائي فيما يتصل بالفرض السادس والسابع.

#### ٣/٦/١/٢ معدلات النمو:

تعد عملية التقييم العادل للسهم العادي Common Stock أكثر صعوبة من عملية تقييم كل من السند Bond والسهم الممتاز Preferred Stock، نظراً لما يحيط بالأسهم العادية من حالة عدم التأكد، وفي هذا الصدد يسعى الفكر المالي الى تقديم نماذج تعمل على إيجاد العلاقة التوازنية أو التعويضية أو التفضيلية بين العائد و المخاطرة (Risk Return Trade Off)، وقد كانت دراسة (Preinreich, 1936) من أوائل الدراسات في هذا الإتجاه، ويتم تصنيف مناهج تقييم الأسهم العادية الى ثلاثة مجموعات، المجموعة الاولى: منهجية الخصم تعتمد تلك المنهجية على خصم

التدفقات النقدية Discounted Cash Flow لإيجاد قيمتها الحالية، ومن أهم نماذجها نموذج التوزيعات النقدية المخصومة (DDM) وعاده ما يعرف باسم نموذج جوردون للنمو (Gordon Growth Model) في حالة منشآت الاعمال الناضجة، عوضاً عن حالات النمو غير المنتظمة، وهو ما يعرف احياناً بنموذج القيمة الحالية للتوزيعات النقدية (PVD)، بالإضافة الى كل من نموذج التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFE ونموذج نموذج التدفقات النقدية الحرة للملكية FCFE. اما المجموعة الثانية: منهجية التقييم النسبي Relative Valuation و هي تعتمد على قياس متوسط مؤشرات التقييم، ومن تلك المؤشرات مضاعف الربحية (P/E)، مضاعف التدفقات النقدية (P/CF)، مضاعف القيمة الدفترية (P/BV)، مضاعف المبيعات (P/S). اما المجموعة الثالثة فهي منهجية إيجاد القيمة Value Creation وتعتمد على تقدير العوائد الاضافية المحققة من نشاط المنشأة المصدرة، ومن امثلة الاساليب التي تعتمد على هذه المنهجية نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

وعلى الرغم من إتفاق نماذج المجموعة الأولى مع الأساس الفكري للتحليل الأساسي إلا ان هذه النماذج أعتمدت على مجموعة من الإفتراضات، التي تتسم بعدم الواقعية مع بيئة الأعمال في كثير من الاحيان، وهو الأمر الذي أدى الى ظهور عدد من النماذج الفرعية حتى تلائم تلك النماذج بيئة الأعمال، ومنها نموذج النمو المتعدد Multiple Growth Model، في ضوء ما سبق قام الباحثان باعتبار معدلات نمو المبيعات احد المتغيرات الرقابية التي تعمل على تعظيم القدرة التفسيرية لعمليات الاستدلال الاحصائي فيما يتصل بالفرض السادس والسابع.

## ٢/٢ تحديد الفجوة البحثية ومشكلة البحث:

من خلال إستعراض الدراسات السابقة التي شملت متغيرات البحث، وجد الباحثان تبايناً في نتائجها، والتي تناولت كلاً من خصائص هيكل الملكية Ownership Structure وسيولة تداول الأسهم Stock Trading Liquidity كلاً على حده من جانب مقابل ربحية Profitability وقيمة Values منشآت

الأعمال على الجانب الآخر، وهو الأمر الذى يظهر تباين نتائج تطبيق مبادئ الفصل بين الملكية والإدارة، وما ارتبط بذلك من مشكلة الوكالة Agency Problem، وهو الأمر الذى يتم تسعيره في سوق الأوراق المالية عبر المتداولين، في ضوء ما يصل إليهم من معلومات عبر عمليات الإفصاح Disclosure سواء الدورية وغير الدورية، وما يرتبط بذلك الأمر من مستوى تماثل المعلومات Information Symmetry، الأمر الذى يتباين في ضوء مستوى كفاءة الأسواق Market Efficiency، خاصة أن تلك الدراسات قد تناولت كل من الأسواق الدولية والناشئة International and Emerging Markets، مما يفسر تباين النتائج التي توصلت إليها كلاً منهم، وبذلك يظهر للباحثين التساؤلات البحثية التالية:

١. هل هناك دور لمعدلات سيولة الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية يساهم في تفسير أثر خصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة المصدرة لتلك الاسهم؟

٢. هل هناك دور لمعدلات سيولة الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية يساهم في تفسير أثر خصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة المصدرة لتلك الاسهم؟

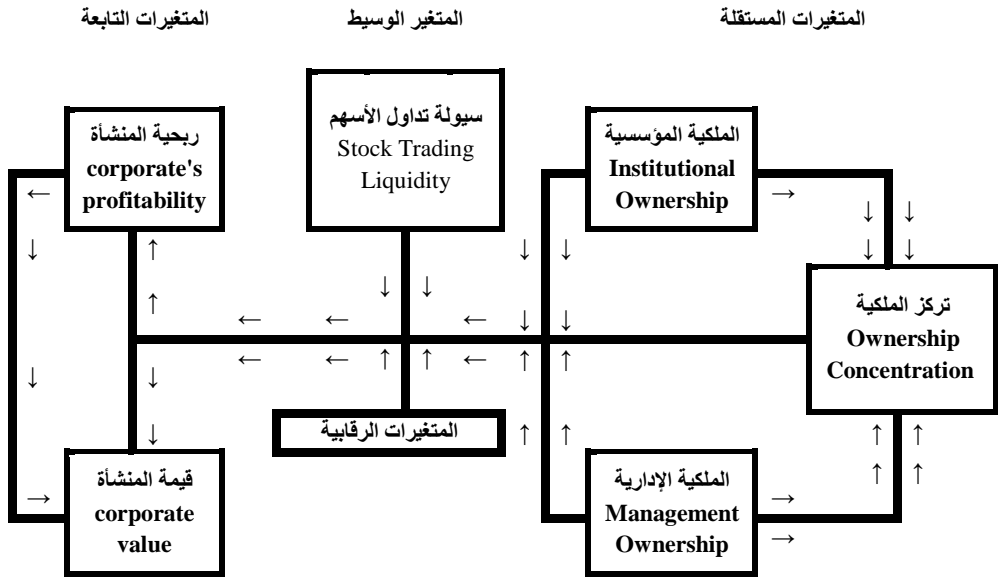
يذكر انه على مستوى الدراسات التي تمت في بيئة الاعمال المصرية تبين أنها تناولت خصائص هيكل الملكية مع كل من الافصاح، التجنب الضريبي، عمليات المراجعة، بذلك يتناول البحث الحالى نطاق معرفى لم يتم تناوله في بيئة الاعمال المصرية سابقا في حدود علم الباحثان. وقد كانت أقرب الدراسات قريبا من البحث الحالى دراسة عفيفي (٢٠١٣) والتي اختبرت أثر تركيز الملكية على ممارسات إدارة الارباح.

### ٣- الاطار التطبيقي:

#### ١/٣ تصميم البحث ومتغيراته:

إن مستويات تركيز الملكية Ownership Concentration بمنشآت الأعمال هي دالة في كل من "الملكية المؤسسية Ownership Institutional" و"الملكية الإدارية Ownership Management"؛ وهو الأمر الذى يجعل عملية صنع

القرار Decision making بمشآت الأعمال تتأثر بتلك المتغيرات، بإعتبار أن خصائص هيكل الملكية تُعد أساس إتخاذ القرارات في منشآت الأعمال، حيث تعدد أساس إختيار كلٍ من مجلس الإدارة Board of Directors والمدير التنفيذي: CEO The Chief Executive Officer، عوضًا عن ما يحمله هذا الاختيار من تبني إستراتيجية أعمال Business Strategy تُعبر عن اتجاهات حملة الأسهم (الملاك) نحو المخاطرة Risk Attitude، وهو الأمر الذي ينتقل إلى باقي أطراف السوق عبر عمليات الإفصاح، والتي تستقبل تلك المعلومات المالية وغير المالية، لتقوم بإعادة تقديرها بالقيمة العادلة لتلك الأسهم، في ضوء تغير إفتراضات ذلك التقييم في ضوء خصائص السوق الأوراق المالية محل التداول، وذلك عبر خمس متغيرات حاكمة لذلك التقييم تشمل التغيرات في كلٍ من معدلات النمو Growth Rates، التوزيعات النقدية Cash Dividends، المخاطر المنتظمة Systematic Risk، بدل المخاطر السوقية The Market Risk Premium، وأخيرًا معدل العائد الخالي من الخطر Risk-Free Rate of Return، حيث تخضع الثلاث متغيرات الأولى من تلك المتغيرات لسيطرة إدارة المنشأة، أما المتغيرين الأخيرين فيتوقفان على اتجاه المتداولين بالأسواق نحو المخاطرة، والتي تُقدر بدل المخاطر السوقية، مقابل قبول البنك المركزي لعطاءات أدون الخزانة والتي تُقدر العائد الخالي من الخطر. ويوضح الشكل التالي رقم (١) العلاقة بين متغيرات البحث.



شكل (١) متغيرات البحث

من خلال الشكل رقم (١)، يتبين وجود أربع مجموعات من المتغيرات، هي المتغيرات المستقلة والتي تتضمن خصائص هيكل الملكية؛ مقابل المتغيرات التابعة والتي تضمن كل من بعدى قيمة وربحية المنشأة، مقاسة بمقياس Tobin's Q عوضاً عن ربحيتها مقاساً من خلال معدل العائد على الأصول. أما المتغير الوسيط فهو سيولة الأسهم، ويتم قياسه من خلال الاعتماد على قيمة التداول الأسهم، ومعدل دوران الأسهم. أما المتغيرات الرقابية فتضمن خصائص المنشأة ذات التأثير على المتغيرين التابعين، وتشمل المتغيرات الرقابية في حدها الأدنى كل من حجم المنشأة مقاساً بما تسيطر عليه من أصول، ومعدل الرافعة المالية كمقياس لمستوى المخاطر الناتجة من الاعتماد على أموال الملكية في تمويل نشاط المنشأة محل التحليل، وأخيراً معدل نمو المنشأة مقاساً بمعدل نمو المبيعات.

الدور الوسيط لسهولة تداول الأسهم في أثر خصائص هيكل الملكية على كل من ربحية ...

د/ أسامة وجدي & د/ ناهد سعد

يمكن إيجاز أساليب قياس متغيرات البحث بتصنيفاتها الاربع من خلال الجدول التالي رقم (٢):

جدول (٢): متغيرات البحث وطرق قياسها

التصنيف المتغير	المتغير	الرمز	طريقة القياس	الدراسات السابقة
القياسات القياسية	قيمة المنشأة	Q	$\text{Tobins' Q} = \frac{\text{القيمة السوقية للمنشأة}}{\text{القيمة الدفترية للأصول}}$	(Sidhu,2016;Isshaq et al.,2009;Handriani&Robiyanto,2018;Arian et al.,2014; García-Meca & Sánchez-Ballesta,2011)
	٢ ربحية المنشأة	ROA	$\frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}}$	Niresh&Thirunavukkarasu,2014;Markonah et (al.,2020;Tran et al.,2018)
المتغيرات المستقلة	١-درجة تركيز الملكية	Conc	$\frac{\text{الأسهم المملوكة للمستثمر الرئيسي}}{\text{إجمالي عدد الأسهم العادية}}$	(Le,2019;Natsir&Yusbardini,2020)
	٢-هيكل الملكية الإدارية	Mang	$\frac{\text{الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة}}{\text{إجمالي عدد الأسهم العادية}}$	(Chen et al.,2012;Lafond&Chowdhury.2008)
	٣-هيكل الملكية المؤسسية	Inst	$\frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات}}{\text{إجمالي عدد الأسهم العادية}}$	(Liu,2013;Ahluwalia et al.,2020)
المتغير الوسيط	١-قيمة التداول	TV	عدد الاسهم المتداولة × القيمة السوقية المتداولة	(Khan et al.,2019)
	٢-معدل الدوران الأسهم	TO	عدد الاسهم المتداولة ÷ عدد الاسهم المصدرة	(Prommin et al.,2014;Mdaghri et al.,2020)
المتغيرات القياسية	١-حجم المنشأة	Size	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	(Natsir&Yusbardini,2020;Isshaq et al.,2009; Chen et al.,2012;Tran et al.,2018)
	٣-مخاطر المنشأة	Leverage	$\frac{\text{إجمالي الالتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$	(Nadarajah et al.,2018;Ma et al.,2019;Chia et al.,2020;Tran et al.,2018)
	٤-نمو المنشأة	Growth	$\frac{\text{مبيعات السنة الحالية} - \text{مبيعات السنة السابقة}}{\text{مبيعات السنة السابقة}}$	(Chia et al.,2020; Chen et al.,2012)

### ٢/٣ مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في منشآت الاعمال غير المالية المقيدة ومتداولة في البورصة المصرية، أما عينة البحث فتشمل أسهم منشآت الاعمال المدرجة في مؤشر مصر ٥٠ (EGX50) من المنشآت غير المالية، وقد تم إختيار مفردات العينة وفقاً للشروط التالية:

أ. إستبعاد قطاع الخدمات المالية (ومنها القطاع المصرفي) وشركات السمسرة وشركات التأمين.

ب. أن تتوافر كل من القوائم المالية ونماذج الإفصاح عن هيكل الملكية عن المنشأة بإنتظام خلال فترة التحليل التي تتضمن الفترة ٢٠١٤-٢٠٢١.

ج. ألا تكون المنشأة المصدرة للأسهم قد تعرضت للشطب من جداول التداول بالبورصة المصرية خلال الفترة محل الاختبار.

د. ألا تكون المنشأة المصدرة للأسهم قد تعرضت الاندماج او استحواذ خلال الفترة محل الاختبار.

وقد أسفرت المعايير السابقة عن انطباق ست عشر منشأة اعمال تمثل عينة البحث، يمكن إستعراضهم من خلال الجدول رقم (٣):

جدول رقم (٣): مفردات عينة البحث

م	اسم المنشاه المصدرة للاسهم	كود رويترز	تاريخ القيد	رأس المال السوقى
١	الشركة المصرية للمنتجات السياحية	EGTS.CA	10/02/1999	1,782,900,000
٢	الناسجون الشرقيون	ORWE.CA	14/12/1994	4,855,283,056
٣	حديد عز	ESRS.CA	25/05/1999	7,225,424,859
٤	مجموعة طلعت مصطفي القباضة	TMGH.CA	25/11/2007	16,198,963,945
٥	السادس من أكتوبر (سوديك)	OCDI.CA	10/03/1998	4,274,368,416
٦	جى بى اوتو غبور	AUTO.CA	07/03/2007	3,741,513,287
٧	الكابلات الكهربائية المصرية	ELEC.CA	30/03/1995	1,305,505,951
٨	السويدي اليكتروك	SWDY.CA	18/05/2006	16,665,293,400
٩	مدينة نصر للاسكان والتعمير	MNHD.CA	07/05/1995	5,544,000,000
١٠	الدلتا للسكر	SUGR.CA	07/04/1992	1,992,195,031
١١	العربية لحليج الاقطان	ACGC.CA	08/07/1995	494,146,434
١٢	القاهرة للدواجن	POUL.CA	05/11/1995	1,231,034,112
١٣	ايديتا للصناعات الغذائية	EFID.CA	10/12/2014	7,013,666,858
١٤	بالم هيلز للتعمير	PHDC.CA	27/12/2006	4,074,397,151
١٥	إعمار مصر للتنمية	EMFD.CA	04/03/2015	12,274,505,980
١٦	الإسماعيلية مصر للدواجن	ISMA.CA	07/06/1995	609,227,063



ومن خلال الجدول رقم (٣) نجد أكثر قطاعاً ممثلاً في عينة البحث هو القطاع العقاري، يلي ذلك قطاع الاغذية والمشروبات، اما اقل القطاعات تمثيلاً فقد كان قطاع السياحة وترفيه.

### ٣/٣ التحليل الإحصائي

#### إختبار ثبات وإستقرار السلاسل الزمنية لمفردات عينة البحث:

يتم إختبار ثبات وإستقرار السلاسل الزمنية لمفردات عينة البحث في ضوء افتراض أن ال e : الخطأ العشوائى متوسط والتباين كانا ثابتين خلال فترات محل الاختبار، وتم تقييم ثبات السلاسل الزمنية للمتغيرات المستقلة و الوسيطة والرقابية و التابعة من خلال اختبارات "ديكي فولر المعزز(ADF) " و "فيليبس بيرون (PP)" و "لين وتشو (LLC)" وقد كانت كافة الاختبارات معنوية عند مستوى ٥%.  
و

#### ١/٣/٣ إختبار الفرض الرئيسى الاول:

يسعى الباحثان في هذا الجانب من البحث إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير هيكل الملكية على معدلات سيولة الاسهم بسوق التداول، حيث يمكن إستعراض صياغة الفرض فى صورة العدم والذي ينص على انه "لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على معدلات سيولة الاسهم بسوق التداول"، طبقاً لوجود مؤشرين لسيولة الاسهم أحدهم يعتمد على قيمة التداول مقابل معدل دوران الاسهم كمتغيرات مستقلة فى هذا الفرض، يمكن للباحثان اشتقاق الفروضين الفرعيين.

حيث ينص الفرض الفرعى الاول فى صورة العدم على "لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على قيمة تداول الاسهم"، والذي يمكن اختباره من خلال النموذج الإحصائي التالى:

الدور الوسيط لسبولة تداول الأسهم في أثر خصائص هيكل الملكية على كل من ربحية ...

د/ أسامة وجدي & د/ ناهد سعد

$$TV_{it} = \alpha + \beta_{Conc} Conc_{it} + \beta_{Inst} Inst_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + e_i$$

حيث ان :

قيمة تداول السهم المصدر عن المنشأة (i) في السنة (t)	TV <sub>it</sub>
الجزء الثابت من العلاقة بين خصائص الملكية وقيمة التداول السهم في بورصة الاوراق المالية	A
تركز الملكية أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	Conc <sub>it</sub>
الملكية المؤسسية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	Inst <sub>it</sub>
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	Mang <sub>it</sub>
معامل حساسية التغير في قيمة تداول الاسهم مع التغير في قيمة العامل (F)	$\beta_F$
الخطأ العشوائي	$e_i$

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (٤): مخرجات التحليل الاحصائي للفرض الفرعي الاول

Model 1: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: TV

	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
Const	8.53611	0.160993	53.02	<0.0001	***
CONC	0.0992931	0.388082	0.2559	0.7985	
INST	-2.99536	0.931993	-3.214	0.0017	***
MANG	-0.641949	0.291858	-2.200	0.0300	**
Mean dependent var	8.133700	S.D. dependent var		0.657565	
Sum squared resid	37.02977	S.E. of regression		0.582857	
LSDV R-squared	0.325674	Within R-squared		0.202676	
LSDV F(18, 109)	2.924604	P-value(F)		0.000301	
Log-likelihood	-102.2444	Akaike criterion		242.4888	
Schwarz criterion	296.6774	Hannan-Quinn		264.5059	
Rho	-0.241515	Durbin-Watson		2.235382	

Joint test on named regressors -

Test statistic: F(3, 109) = 9.23575

with p-value = P(F(3, 109) > 9.23575) = 1.7013e-05

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: F(15, 109) = 1.45616

with p-value = P(F(15, 109) > 1.45616) = 0.134829

المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الاحصائية GRETL

من خلال مخرجات التحليل الاستدلالي بالجدول رقم (٤) يتبين وجود تأثير معنوي لكل الملكية المؤسسية والملكية الإدارية على معدلات سيولة السهم طبقا لتقييم التداول، حيث كانت معالم ذلك النموذج معنوية عند مستوى ١%، في المقابل عدم معنوية معدلات تركيز الملكية لمفردات عينة البحث، في المقابل قد كان النموذج الاحصائي معنويا ككل حيث بلغت قيمة معامل (F) المحسوب هي (٣,٦٠٥٥٠٤) وتعد هذه القيمة معنوية عند مستوى (١%)، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقا لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغير في الوزن النسبي لكل من معدلات تركيز الملكية و الملكية الإدارية يفسر (٢٠,١%) من التغير في قيم تداول السهم؛ وذلك في ظل علاقة عكسية، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض العدم و قبول الفرض البديل القائل بـ:

**يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل ملكية منشآت الاعمال على قيمة اسهمها المتداولة.**

في المقابل ينص الفرض الفرعي الثاني في صورة العدم على "لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على معدل دوران الاسهم"، والذي يمكن إختباره من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$TOV_{it} = \alpha + \beta_{Conc} Conc_{it} + \beta_{Inst} Inst_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + e_i$$

حيث

TOV <sub>it</sub>	معدل دوران السهم المصدر عن المنشأة (i) في السنة (t)
A	الجزء الثابت من العلاقة بين خصائص الملكية ومعدل دوران الاسهم في بورصة الاوراق المالية
Conc <sub>it</sub>	تركز الملكية أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
Inst <sub>it</sub>	الملكية المؤسسية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
Mang <sub>it</sub>	الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
β <sub>F</sub>	معامل حساسية التغير في معدل دوران الاسهم مع التغير في قيمة العامل (F)
e <sub>i</sub>	الخطأ العشوائي

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:  
جدول رقم (٥): مخرجات التحليل الاحصائي للفرض الفرعي الثاني

Model 2: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: TOV

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
Const	0.267468	0.0336395	7.951	<0.0001	***
INST	-0.195109	0.194740	-1.002	0.3186	
MANG	0.121718	0.0609837	1.996	0.0484	**
CONC	-0.392907	0.0810897	-4.845	<0.0001	***
Mean dependent var	0.113505	S.D. dependent var		0.142512	
Sum squared resid	1.616721	S.E. of regression		0.121788	
LSDV R-squared	0.373200	Within R-squared		0.205341	
LSDV F(18, 109)	3.605504	P-value(F)		0.000016	
Log-likelihood	98.16021	Akaike criterion		-158.3204	
Schwarz criterion	-104.1318	Hannan-Quinn		-136.3033	
Rho	-0.288646	Durbin-Watson		2.197099	

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(3, 109) = 9.38856$

with p-value =  $P(F(3, 109) > 9.38856) = 1.42611e-05$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 109) = 1.6725$

with p-value =  $P(F(15, 109) > 1.6725) = 0.0670649$

المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الاحصائية **GRET**L

من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (٥) يتبن وجود تأثير معنوي لكل تركيز الملكية والملكية الإدارية على معدلات سيولة السهم طبقاً لمعدل دوران السهم بسوق التداول، حيث كانت معالم ذلك النموذج معنوية عند مستوى (١) % و (٥) % على الترتيب، مقابل عدم معنوية تأثير معدلات الملكية المؤسسية لمفردات عينة البحث، في المقابل قد كان النموذج الاحصائي معنوياً ككل حيث بلغت قيمة معامل (F) المحسوب هي (٢,٩٢٤٦٠٤) وتعد هذه القيمة معنوية عند مستوى (١) %، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقاً لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغيير في الوزن النسبي لكل من الملكية المؤسسية و الملكية الإدارية يفسر (٥,٢٠) % من التغيير في معدل دوران الاسهم، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض العدم و قبول الفرض البديل القائل بـ :

**يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية منشآت الاعمال على معدل دوران اسهمها المتداوله.**

### ٢/٣/٣ اختبار الفرض الرئيسي الثاني:

يسعى الباحثان في هذا الجانب من البحث إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير هيكل الملكية على ربحية المنشأة، حيث يمكن إستعراض صياغة الفرض في صورة العدم والذي ينص على انه " لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة " والذي يمكن إختباره بدلالة معدل العائد على حق الملكية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_{Conc} Conc_{it} + \beta_{Inst} Inst_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + e_i$$

حيث

ROA <sub>it</sub>	معدل العائد على اصول المنشأة (i) في السنة (t)
A	الجزء الثابت من العلاقة بين خصائص الملكية و ربحية المنشأة
Conc <sub>it</sub>	تركز الملكية أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
Inst <sub>it</sub>	الملكية المؤسسية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
Mang <sub>it</sub>	الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
β <sub>F</sub>	معامل حساسية التغيير في ربحية المنشأة مع التغيير في قيمة العامل (F)
e <sub>i</sub>	الخطأ العشوائي

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:  
جدول رقم (٦): مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الرئيسي الثاني

Model 3: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: ROA

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.504366	0.257226	1.961	0.0525	*
MANG	0.283590	0.466314	0.6082	0.5444	
INST	-2.16673	1.48909	-1.455	0.1485	
CONC	-0.914924	0.620056	-1.476	0.1429	
Mean dependent var	0.063899	S.D. dependent var		0.902174	
Sum squared resid	94.52902	S.E. of regression		0.931257	
LSDV R-squared	0.085507	Within R-squared		0.034399	
LSDV F(18, 109)	0.566205	P-value(F)		0.916501	
Log-likelihood	-162.2242	Akaike criterion		362.4485	
Schwarz criterion	416.6370	Hannan-Quinn		384.4656	
rho	-0.294538	Durbin-Watson		1.908826	

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(3, 109) = 1.29435$

with p-value =  $P(F(3, 109) > 1.29435) = 0.280085$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 109) = 0.434717$

with p-value =  $P(F(15, 109) > 0.434717) = 0.96534$

المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الإحصائية GRETL

من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (٦) يتبين عدم وجود تأثير لخصائص هيكل الملكية بمؤشرات الثلاثة على معدلات عائد اصول المنشأة، بذلك يمكن للباحثان قبول فرض العدم القائل بـ :

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة.

### ٣/٣/٣ اختبار الفرض الرئيسي الثالث:

يسعى الباحثان في هذا الجانب من البحث إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير هيكل الملكية على قيمة المنشأة، حيث يمكن إستعراض صياغة الفرض في صورة العدم والذي ينص على أنه " لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة " والذي يمكن إختباره بدلالة لمقياس توبين كيو Tobin's Q من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_{Conc} Conc_{it} + \beta_{Inst} Inst_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + e_i$$

حيث

قيمة المنشأة (i) في السنة (t) طبقا لمقياس توبين كيو Tobin's Q	$Q_{it}$
الجزء الثابت من العلاقة بين خصائص الملكية وقيمة المنشأة	A
تركز الملكية أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Conc_{it}$
الملكية المؤسسية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Inst_{it}$
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Mang_{it}$
معامل حساسية التغير في قيمة المنشأة مع التغير في قيمة العامل (F)	$\beta_F$
الخطأ العشوائي	$e_i$

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (٧): مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الرئيسي الثالث

Model 4: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: Q

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
Const	43.3585	5.13621	8.442	<0.0001	***
MANG	25.7875	9.31122	2.770	0.0066	***
INST	-70.3715	29.7336	-2.367	0.0197	**
CONC	-87.5931	12.3811	-7.075	<0.0001	***
Mean dependent var	7.095927	S.D. dependent var		22.48992	
Sum squared resid	37689.54	S.E. of regression		18.59504	
LSDV R-squared	0.413266	Within R-squared		0.358824	
LSDV F(18, 109)	4.265227	P-value(F)		9.21e-07	
Log-likelihood	-545.4710	Akaike criterion		1128.942	
Schwarz criterion	1183.131	Hannan-Quinn		1150.959	
Rho	-0.177571	Durbin-Watson		2.249724	

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(3, 109) = 20.3334$

with p-value =  $P(F(3, 109) > 20.3334) = 1.54225e-10$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 109) = 0.770508$

with p-value =  $P(F(15, 109) > 0.770508) = 0.707049$

**المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الإحصائية GRETL**

من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (٧) يتبين وجود تأثير معنوي

لخصائص هيكل الملكية (تركز الملكية، الملكية المؤسسية والملكية الإدارية) على قيمة



المنشأة، حيث كانت معالم ذلك النموذج معنوية عند مستويات ( ١ %)؛ ( ٥ %)؛ ( ١ %) على الترتيب. وقد كان النموذج الاحصائي معنويا ككل حيث بلغت قيمة معامل (F) المحسوب هي (٤,٢٦٥٢٢٧) وتعد هذه القيمة معنوية عند مستوى (١%)، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقا لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغير في الوزن النسبي لكل من خصائص هيكل الملكية يفسر (٣٥,٨٨ %) من التغير في قيمة المنشأة، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بـ:  
**يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة.**

#### ٤/٣/٣ إختبار الفرض الرئيسى الرابع:

يسعى الباحثان في هذا الجانب من البحث إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير معدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على ربحية المنشأة، حيث يمكن استعراض صياغة الفرض في صورة العدم والذي ينص على انه " لا يوجد تأثير معنوى لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على ربحية المنشأة " والذي يمكن اختباره بدلالة معدل العائد على حق الملكية من خلال النموذج الاحصائي التالى:

$$ROA_{it} = \alpha + TV_{it} + TOV_{it} + e_i$$

حيث

ROA <sub>it</sub>	معدل العائد على اصول المنشأة (i) فى السنة (t)
A	الجزء الثابت من العلاقة بين سيولة السهم فى سوق التداول وربحية المنشأة
TV <sub>it</sub>	قيمة تداول السهم المصدر عن المنشأة (i) فى السنة (t)
TOV <sub>it</sub>	معدل دوران السهم المصدر عن المنشأة (i) فى السنة (t)
β <sub>F</sub>	معامل حساسية التغير فى ربحية المنشأة مع التغير فى قيمة العامل (F)
e <sub>i</sub>	الخطأ العشوائى

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (٨): مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الرئيسي الرابع

Model 5: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: ROA

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
Const	-0.213873	1.12836	-0.1895	0.8500
TV	0.0367312	0.138573	0.2651	0.7915
TOV	-0.184917	0.662076	-0.2793	0.7805
Mean dependent var	0.063899	S.D. dependent var		0.902174
Sum squared resid	97.77196	S.E. of regression		0.942781
LSDV R-squared	0.054134	Within R-squared		0.001273
LSDV F(17, 110)	0.370325	P-value(F)		0.988840
Log-likelihood	-164.3830	Akaike criterion		364.7660
Schwarz criterion	416.1026	Hannan-Quinn		385.6243
Rho	-0.279884	Durbin-Watson		1.853719

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(2, 110) = 0.0700958$

with p-value =  $P(F(2, 110) > 0.0700958) = 0.932346$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 110) = 0.411288$

with p-value =  $P(F(15, 110) > 0.411288) = 0.973224$

المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الإحصائية GRETL

من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (٨) يتبين عدم وجود تأثير لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على معدلات عائد اصول المنشأة، بذلك يمكن للباحثان قبول فرض عدم القائل بـ :

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على ربحية المنشأة المصدرة للاسهم.

### ٥/٣/٣ إختبار الفرض الرئيسي الخامس:

يسعى الباحثان في هذا الجانب من البحث إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على قيمة المنشأة، حيث يمكن إستعراض صياغة الفرض في صورة العدم والذي ينص على انه " لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على قيمة المنشأة" والذي يمكن إختباره بدلالة مقياس توبين كيو Tobin's Q على حق الملكية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$Q_{it} = \alpha + TV_{it} + TOV_{it} + e_i$$

حيث ان:

قيمة المنشأة (i) فى السنة (t) طبقا لمقياس توبين كيو Tobin's Q	$Q_{it}$
الجزء الثابت من العلاقة بين سيولة السهم فى سوق التداول وقيمة المنشأة	A
قيمة تداول السهم المصدر عن المنشأة (i) فى السنة (t)	$TV_{it}$
معدل دوران السهم المصدر عن المنشأة (i) فى السنة (t)	$TOV_{it}$
معامل حساسية التغير فى قيمة المنشأة مع التغير فى قيمة العامل (F)	$\beta_F$
الخطأ العشوائى	$e_i$

ومن خلال معالجة البيانات بإستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (٩): مخرجات التحليل الاحصائي للفرض الرئيسي الخامس

Model 6: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: Q

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
Const	-15.5439	24.1278	-0.6442	0.5208
TV	1.63407	2.96312	0.5515	0.5824
TOV	82.3644	14.1573	5.818	<0.0001 ***
Mean dependent var	7.095927	S.D. dependent var		22.48992
Sum squared resid	44705.20	S.E. of regression		20.15963
LSDV R-squared	0.304049	Within R-squared		0.239473
LSDV F(17, 110)	2.826891	P-value(F)		0.000573
Log-likelihood	-556.3963	Akaike criterion		1148.793
Schwarz criterion	1200.129	Hannan-Quinn		1169.651
Rho	-0.080192	Durbin-Watson		2.052517

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(2, 110) = 17.3183$

with p-value =  $P(F(2, 110) > 17.3183) = 2.89263e-07$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 110) = 0.293628$

with p-value =  $P(F(15, 110) > 0.293628) = 0.995185$

**المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الاحصائية GRETL**

من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (٩) يتبين وجود تأثير معنوي لمعدل دوران الاسهم المصدرة بسوق التداول على قيمة المنشأة، حيث معنوية معدل الدوران عند مستوى (١ %). وقد كان النموذج الاحصائي معنوياً ككل حيث بلغت قيمة معامل (F) المحسوب هي (٢,٨٢٦٨٩١) وتعد هذه القيمة معنوية عند مستوى (١ %)،

اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقا لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغير في معدلات سيولة الاسهم المصدرة يفسر (٢٣,٩٥ %) من التغير في قيمه المنشأة، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل القائل بـ:

يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على قيمة المنشأة المصدرة للاسهم.

٦/٣/٣ إختبار الفرض الرئيسي السادس:

يسعى الباحثان في هذا الجانب من البحث إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول، حيث يمكن إستعراض صياغة الفرض في صورة عدم والذي ينص على انه " لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة " في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول" والذي يمكن إختباره بدلالة معدل العائد على حق الملكية من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_{Conc} Conc_{it} + \beta_{Inst} Inst_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + TV_{it} + TOV_{it} + e_i$$

حيث

ROA <sub>it</sub>	معدل العائد على اصول المنشأة (i) في السنة (t)
A	الجزء الثابت من العلاقة بين سيولة السهم في سوق التداول و ربحية المنشأة
Conc <sub>it</sub>	تركز الملكية أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
Inst <sub>it</sub>	الملكية المؤسسية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
Mang <sub>it</sub>	الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
TV <sub>it</sub>	قيمة تداول السهم المصدر عن المنشأة (i) في السنة (t)
TOV <sub>it</sub>	معدل دوران السهم المصدر عن المنشأة (i) في السنة (t)
β <sub>F</sub>	معامل حساسية التغير في ربحية المنشأة مع التغير في قيمة العامل (F)
e <sub>i</sub>	الخطأ العشوائي

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (١٠): مخرجات التحليل الاحصائي للفرض الرئيسي السادس –  
المحاولة الاولى

Model 7: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: ROA

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
Const	1.08564	1.34308	0.8083	0.4207
TV	-0.0440239	0.153771	-0.2863	0.7752
TOV	-0.768229	0.735925	-1.044	0.2989
CONC	-1.21240	0.686703	-1.766	0.0803 *
INST	-2.44849	1.56851	-1.561	0.1215
MANG	0.348836	0.487500	0.7156	0.4758
Mean dependent var	0.063899	S.D. dependent var		0.902174
Sum squared resid	93.47833	S.E. of regression		0.934681
LSDV R-squared	0.095671	Within R-squared		0.045132
LSDV F(20, 107)	0.565991	P-value(F)		0.927806
Log-likelihood	-161.5089	Akaike criterion		365.0178
Schwarz criterion	424.9104	Hannan-Quinn		389.3525
Rho	-0.300222	Durbin-Watson		1.922385

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(5, 107) = 1.01147$

with p-value =  $P(F(5, 107) > 1.01147) = 0.41465$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 107) = 0.39742$

with p-value =  $P(F(15, 107) > 0.39742) = 0.977161$

المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الاحصائية GRETL

الدور الوسيط لسبولة تداول الأسهم في أثر خصائص هيكل الملكية على كل من ربحية ...

د/ أسامة وجدي & د/ ناهد سعد

من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (١٠) يتبين عدم معنوية النموذج، لذلك يقوم الباحثان بإعادة الاختبار في ضوء المتغيرات الرقابية ليكون النموذج الإحصائي على النحو التالي:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_{Conc} Conc_{it} + \beta_{Inst} Inst_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + TV_{it} + TOV_{it} + Size_{it} + Growth_{it} + Leve_{it} + e_i$$

حيث

ROA <sub>it</sub>	معدل العائد على أصول المنشأة (i) في السنة (t)
A	الجزء الثابت من العلاقة بين سيولة السهم في سوق التداول وربحية المنشأة
Conc <sub>it</sub>	تركز الملكية أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
Inst <sub>it</sub>	الملكية المؤسسية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
Mang <sub>it</sub>	الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)
TV <sub>it</sub>	قيمة تداول السهم المصدر عن المنشأة (i) في السنة (t)
TOV <sub>it</sub>	معدل دوران السهم المصدر عن المنشأة (i) في السنة (t)
Size <sub>it</sub>	حجم المنشأة على أساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأة (i) في السنة (t)
Growth <sub>it</sub>	معد نمو المنشأة على أساس التغير في المبيعات المنشأة (i) في السنة (t)
Leve <sub>it</sub>	مخاطر المنشأة: وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأة (i) في السنة (t)
$\beta_F$	معامل حساسية التغير في ربحية المنشأة مع التغير في قيمة العامل (F)
$e_i$	الخطأ العشوائي

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ إلى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (١١): مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الرئيسي السادس –  
التجربة الثانية

Model 8: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: ROA

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.685978	1.34357	0.5106	0.6107	
TV	-0.148528	0.161904	-0.9174	0.3611	
TOV	-0.694531	0.741109	-0.9372	0.3509	
CONC	-1.62023	0.724278	-2.237	0.0274	**
INST	-2.93496	1.59264	-1.843	0.0682	*
MANG	0.446457	0.483970	0.9225	0.3584	
SIZE	0.135642	0.0805146	1.685	0.0950	*
LEVE	0.284113	0.174544	1.628	0.1066	
GROWTH	-0.00977581	0.0738210	-0.1324	0.8949	
Mean dependent var	0.063899	S.D. dependent var		0.902174	
Sum squared resid	88.59617	S.E. of regression		0.922977	
LSDV R-squared	0.142902	Within R-squared		0.095002	
LSDV F(23, 104)	0.753901	P-value(F)		0.778499	
Log-likelihood	-158.0759	Akaike criterion		364.1517	
Schwarz criterion	432.6005	Hannan-Quinn		391.9628	
Rho	-0.321116	Durbin-Watson		1.990653	

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(8, 104) = 1.36468$

with p-value =  $P(F(8, 104) > 1.36468) = 0.220729$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 104) = 0.361712$

with p-value =  $P(F(15, 104) > 0.361712) = 0.985531$

المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الإحصائية **GRET**L



من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (١١) يتبين عدم معنوية النموذج، بذلك يمكن للباحثان قبول فرض العدم القائل بـ :

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول.

٧/٣/٣ اختبار الفرض الرئيسي السابع باستخدام التحليل المستعرض لبيانات:

يسعى الباحثان في هذا الجانب من البحث إلى إستعراض النموذج الإحصائي لإختبار تأثير لخصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول، حيث يمكن إستعراض صياغة الفرض في صورة العدم والذي ينص على انه " لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول" والذي يمكن اختباره بدلالة مقياس توبين كيو Tobin's Q من خلال النموذج الاحصائي التالي:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_{Conc} Conc_{it} + \beta_{Inst} Inst_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + TV_{it} + TOV_{it} + e$$

حيث ان :

قيمة المنشأة (i) في السنة (t) طبقا لمقياس توبين كيو Tobin's Q	$Q_{it}$
الجزء الثابت من العلاقة بين سيولة السهم في سوق التداول و ربحية المنشأة	A
تركز الملكية أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Conc_{it}$
الملكية المؤسسية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Inst_{it}$
الملكية الإدارية في أسهم المنشأة (i) في السنة (t)	$Mang_{it}$
قيمة تداول السهم المصدر عن المنشأة (i) في السنة (t)	$TV_{it}$
معدل دوران السهم المصدر عن المنشأة (i) في السنة (t)	$TOV_{it}$
معامل حساسية التغير في ربحية المنشأة مع التغير في قيمة العامل (F)	$\beta_F$
الخطأ العشوائي	$E_i$

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (١٢): مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الرئيسي السابع –  
التجربة الأولى

Model 9: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: Q

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
Const	29.7904	25.6754	1.160	0.2485	
CONC	-69.2646	13.1275	-5.276	<0.0001	***
INST	-60.8838	29.9848	-2.030	0.0448	**
MANG	20.1871	9.31943	2.166	0.0325	**
TV	0.126826	2.93961	0.04314	0.9657	
TOV	46.6803	14.0685	3.318	0.0012	***
Mean dependent var	7.095927	S.D. dependent var		22.48992	
Sum squared resid	34161.69	S.E. of regression		17.86808	
LSDV R-squared	0.468186	Within R-squared		0.418840	
LSDV F(20, 107)	4.709906	P-value(F)		6.17e-08	
Log-likelihood	-539.1812	Akaike criterion		1120.362	
Schwarz criterion	1180.255	Hannan-Quinn		1144.697	
Rho	-0.075196	Durbin-Watson		2.067212	

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(5, 107) = 15.4229$

with p-value =  $P(F(5, 107) > 15.4229) = 2.10521e-11$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 107) = 0.533302$

with p-value =  $P(F(15, 107) > 0.533302) = 0.916592$

**المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الإحصائية GRETL**

من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (١٢) يتبين وجود تأثير معنوي لكل من خصائص هيكل الملكية الثلاثة على قيمة المنشأة في ضوء معدلات

دوران السهم بسوق التداول، حيث كانت معنوية كل معدل تركيز الملكية ومعدل الدوران السهم عند مستوى (١ %) مقابل (٥ %) لكل من الملكية الادارية والملكية المرسسية. وقد كان النموذج الاحصائي معنويا ككل حيث بلغت قيمة معامل (F) المحسوب هي (٤,٧٠٩٩٠٦) وتعد هذه القيمة معنوية عند مستوى (١ %)، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقا لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغير في معدلات سيولة الاسهم المصدره يفسر (٤١,٨٨ %) من التغير في قيمه المنشأ، وفي سبيل زيادة القدرة التفسيرية يتم اعاده الاختبار في ظل المتغيرات الرقابية الى جانب معدل العائد على اصول المنشأ ليكون النموذج على النحو التالي:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_{Conc} Conc_{it} + \beta_{Inst} Inst_{it} + \beta_{Mang} Mang_{it} + TV_{it} + TOV_{it} + Size_{it} + Growth_{it} + Leve_{it} + ROA_{it} + e_i$$

حيث

Q <sub>it</sub>	قيمة المنشأ (i) في السنة (t) طبقا لمقياس توبين كيو Tobin's Q
A	الجزء الثابت من العلاقة بين سيولة السهم في سوق التداول وربحية المنشأ
Conc <sub>it</sub>	تركز الملكية أسهم المنشأ (i) في السنة (t)
Inst <sub>it</sub>	الملكية المؤسسية في أسهم المنشأ (i) في السنة (t)
Mang <sub>it</sub>	الملكية الإدارية في أسهم المنشأ (i) في السنة (t)
TV <sub>it</sub>	قيمة تداول السهم المصدر عن المنشأ (i) في السنة (t)
TOV <sub>it</sub>	معدل دوران السهم المصدر عن المنشأ (i) في السنة (t)
Size <sub>it</sub>	حجم المنشأ على اساس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لأصول المنشأ (i) في السنة (t)
Growth <sub>it</sub>	معد نمو المنشأ على اساس التغير في المبيعات المنشأ (i) في السنة (t)
Leve <sub>it</sub>	مخاطر المنشأ: وهو نسبة الالتزامات لأصول المنشأ (i) في السنة (t)
ROA <sub>it</sub>	معدل العائد على اصول المنشأ (i) في السنة (t)
β <sub>F</sub>	معامل حساسية التغير في ربحية المنشأ مع التغير في قيمة العامل (F)
e <sub>i</sub>	الخطأ العشوائي

ومن خلال معالجة البيانات باستخدام التحليل المستعرض للبيانات ست عشر منشأ خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (١٣): مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الرئيسي السابع –  
التجربة الثانية

Model 10: Fixed-effects, using 128 observations

Included 16 cross-sectional units

Time-series length = 8

Dependent variable: Q

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
Const	49.6943	22.1959	2.239	0.0273	**
CONC	-43.9242	12.2343	-3.590	0.0005	***
INST	-28.3512	26.7031	-1.062	0.2908	
MANG	14.9634	8.01780	1.866	0.0648	*
TV	5.85168	2.68211	2.182	0.0314	**
TOV	40.4197	12.2794	3.292	0.0014	***
SIZE	-7.82671	1.34645	-5.813	<0.0001	***
LEVE	-8.99417	2.91632	-3.084	0.0026	***
GROWTH	0.792892	1.21810	0.6509	0.5165	
ROA	1.33372	1.61790	0.8244	0.4116	
Mean dependent var	7.095927	S.D. dependent var		22.48992	
Sum squared resid	23886.59	S.E. of regression		15.22855	
LSDV R-squared	0.628144	Within R-squared		0.593640	
LSDV F(24, 103)	7.249543	P-value(F)		2.87e-13	
Log-likelihood	-516.2828	Akaike criterion		1082.566	
Schwarz criterion	1153.866	Hannan-Quinn		1111.536	
Rho	-0.156164	Durbin-Watson		2.127339	

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(9, 103) = 16.7189$

with p-value =  $P(F(9, 103) > 16.7189) = 1.19304e-16$

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic:  $F(15, 103) = 0.717876$

with p-value =  $P(F(15, 103) > 0.717876) = 0.761457$

المصدر: مخرجات حزمة الاختبارات الإحصائية **GRET**L

من خلال مخرجات التحليل الاستدالي بالجدول رقم (١٣) يتبين وجود تأثير معنوي لكل من تركيز الملكية ومعدلات الملكية الادارية على قيمة المنشأة في ضوء كل من معدلات سيولة السهم بسوق التداول بالإضافة الى معدلات الرافعة وحجم المنشأة المصدرة، حيث كانت معنوية كل معدل تركيز الملكية ومعدل الدوران السهم معدلات الرافعة وحجم المنشأة المصدرة عند مستوى (١ %) مقابل (٥ %) لقيمة تداول الاسهم في سوق التداول واخيراً يتبين ان معنوية الملكية الادارية عند مستوى (٧ %) . وقد كان النموذج الاحصائي معنوياً ككل حيث بلغت قيمة معامل (F) المحسوب هي (٧,٢٤٩٥٤٣) وتعد هذه القيمة معنوية عند مستوى (١%)، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقاً لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان متغيرات النموذج تفسر (٥٩,٣٦ %) من التغير في قيمة المنشأة، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بـ:

**يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول.**  
**٨/٣/٣ إختبار الفرض الرئيسي السابع باستخدام تحليل الانحدار الهرمي:**

يسعى الباحثان في هذا الجانب من البحث التأكيد من نتائج اختبار الفرض السابع والخاص باختبار تأثير خصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول، حيث يمكن إستعراض صياغة الفرض في صورة العدم والذي ينص على انه " لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول" والذي يمكن اختباره بدلالة مقياس توبين كيو Tobin's Q ، وذلك من خلال التحليل مشاهدات مفردات عينة البحث خلال فترة التحليل والتي شملت ست عشر منشأة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ الى عام ٢٠٢١ ، والجدول رقم (١٤) يوضح القدرة التفسيرية لنماذج التحليل الهرمي HMR.

جدول (١٤): القدرة التفسيرية لنماذج التحليل الهرمي – التجربة الأولى

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.592 <sup>a</sup>	.351	.335	18.3351
2	.655 <sup>b</sup>	.428	.405	17.3479
3	.658 <sup>c</sup>	.433	.405	17.3503
4	.768 <sup>d</sup>	.589	.558	14.9530

- a. Predictors: (Constant), MANG, INST, CONC  
 b. Predictors: (Constant), MANG, INST, CONC, TV, TOV  
 c. Predictors: (Constant), MANG, INST, CONC, TV, TOV, ROA  
 d. Predictors: (Constant), MANG, INST, CONC, TV, TOV, ROA, GROWTH, LEVE, SIZE

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية لعلوم الاجتماعية SPSS

حيث تم اجراء اختبار تحليل الانحدار الهرمي من خلال اربع نماذج كان النموذج الاول يشمل خصائص الملكية الثلاثة (معدلات تركيز الملكية / الملكية الادارية / الملكية المؤسسة)، و قد كانت قدرته التفسيرية لتغير في قيمة المنشأة (٣٣,٥ %) طبفا لمعدل التحديد المعدل Adjusted R Square، اما النموذج الثاني فقد تم إضافة مؤشرات سيولة الاسهم (قيمة التداول/معدل دوران السهم) وقد ارتفعت القدرة التفسيرية في ظل هذا النموذج الى (٤٠,٥ %) وهى ذات القدرة التفسيرية عند اضافة معدل العائد على حق الملكية في النموذج الثالث، واخيرا النموذج الرابع فقط شمل المتغيرات الرقابية لتصبح القدرة التفسيرية (٥٥,٨ %) للتغير في قيمة المنشأة. وقد كانت كافة النماذج معنوية ككل عند مستوى (١ %).

### جدول (١٥): معنوية نماذج التحليل الهرمي – التجربة الأولى

ANOVA<sup>e</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	22550.259	3	7516.753	22.360	.000 <sup>a</sup>
	Residual	41685.884	124	336.176		
	Total	64236.143	127			
2	Regression	27520.459	5	5504.092	18.289	.000 <sup>b</sup>
	Residual	36715.684	122	300.948		
	Total	64236.143	127			
3	Regression	27811.365	6	4635.228	15.398	.000 <sup>c</sup>
	Residual	36424.778	121	301.031		
	Total	64236.143	127			
4	Regression	37852.331	9	4205.815	18.810	.000 <sup>d</sup>
	Residual	26383.812	118	223.592		
	Total	64236.143	127			

a. Predictors: (Constant), MANG, INST, CONC

b. Predictors: (Constant), MANG, INST, CONC, TV, TOV

c. Predictors: (Constant), MANG, INST, CONC, TV, TOV, ROA

d. Predictors: (Constant), MANG, INST, CONC, TV, TOV, ROA, GROWTH, LEVE, SIZE

e. Dependent Variable: Q

### المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية لعلوم الاجتماعية SPSS

اما عن معنوية متغيرات النموذج فيمكن عرضها من خلال الجدول رقم (١٦) والذي يشير الى معنوية كل من معدلات تركيز الملكية، معدل دوران السهم بسوق التداول، حجم المنشأ المصدرة، ودرجة الرفع المالي، عند مستوى (١ %) مقابل قيمة التداول عند مستوى (٥ %).

جدول (١٦): معنوية متغيرات نموذج التحليل الهرمي – التجربة الأولى

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	42.685	4.831		8.836	.000
	CONC	-81.555	11.172	-.736	-7.300	.000
	INST	-69.083	28.723	-.193	-2.405	.018
	MANG	20.584	8.695	.243	2.367	.019
2	(Constant)	21.461	22.813		.941	.349
	CONC	-60.853	11.845	-.549	-5.137	.000
	INST	-57.083	28.151	-.159	-2.028	.045
	MANG	15.458	8.648	.182	1.787	.076
	TOV	49.084	12.529	.311	3.918	.000
	TV	.840	2.650	.025	.317	.752
3	(Constant)	23.353	22.897		1.020	.310
	CONC	-63.004	12.047	-.569	-5.230	.000
	INST	-60.851	28.414	-.170	-2.142	.034
	MANG	16.129	8.676	.190	1.859	.065
	TOV	47.714	12.608	.302	3.785	.000
	TV	.760	2.652	.022	.286	.775
	ROA	-1.717	1.747	-.069	-.983	.328
4	(Constant)	48.487	20.248		2.395	.018
	CONC	-37.778	11.177	-.341	-3.380	.001
	INST	-28.032	25.199	-.078	-1.112	.268
	MANG	11.067	7.526	.131	1.471	.144
	TOV	39.025	11.208	.247	3.482	.001
	TV	5.823	2.419	.170	2.407	.018
	ROA	.624	1.549	.025	.403	.688
	GROWTH	.258	1.143	.013	.226	.822
	LEVE	-7.945	2.778	-.176	-2.859	.005
	SIZE	-7.840	1.296	-.439	-6.049	.000

a. Dependent Variable: Q

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية لعلوم الاجتماعية SPSS

وباعاده الاختبار مع الاقتصار المتغيرات الداخلة في التحليل على المتغيرات المعنوية كمتغيرات مستقل ومتغيرات وسيطة واخيرا المتغيرات الرقابية، تظهر لنا الجداول التالية:



جدول (١٧): القدرة التفسيرية لنماذج التحليل الهرمي – التجربة الثانية

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.556 <sup>a</sup>	.309	.303	18.7707
2	.634 <sup>b</sup>	.402	.392	17.5343
3	.745 <sup>c</sup>	.555	.541	15.2426

a. Predictors: (Constant), CONC

b. Predictors: (Constant), CONC, TOV

c. Predictors: (Constant), CONC, TOV, LEVE, SIZE

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية لعلوم الاجتماع SPSS

جدول (١٨): معنوية نماذج التحليل الهرمي – التجربة الثانية

ANOVA<sup>d</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	19841.331	1	19841.331	56.313	.000 <sup>a</sup>
	Residual	44394.813	126	352.340		
	Total	64236.143	127			
2	Regression	25804.643	2	12902.322	41.965	.000 <sup>b</sup>
	Residual	38431.500	125	307.452		
	Total	64236.143	127			
3	Regression	35658.783	4	8914.696	38.370	.000 <sup>c</sup>
	Residual	28577.360	123	232.336		
	Total	64236.143	127			

a. Predictors: (Constant), CONC

b. Predictors: (Constant), CONC, TOV

c. Predictors: (Constant), CONC, TOV, LEVE, SIZE

d. Dependent Variable: Q

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية لعلوم الاجتماع SPSS

من خلال الجدول رقم ( ١٨ ) يتبين ان قيمة معامل (F) المقدره طبقا لمراحل الثالثة من النموذج هي (٣٨,٣٧) وهى ذات دلالة معنوية عند مستوى ( ١ %) مما يدل على معنوية النموذج تحليل الانحدار الهرمى ككل عند مستوى ( ١ %) اما عن معنوية متغيرات النموذج فيمكن استعراضها من خلال الجدول رقم (١٩)

**جدول (١٩): معنوية متغيرات نموذج التحليل الهرمى – التجربة الثانية**

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	38.969	4.560		8.546	.000
	CONC	-61.550	8.202	-.556	-7.504	.000
2	(Constant)	23.974	5.453		4.396	.000
	CONC	-44.414	8.593	-.401	-5.168	.000
	TOV	53.928	12.245	.342	4.404	.000
3	(Constant)	87.538	11.266		7.770	.000
	CONC	-29.560	7.995	-.267	-3.697	.000
	TOV	46.441	10.936	.294	4.247	.000
	SIZE	-7.098	1.223	-.398	-5.805	.000
	LEVE	-7.214	2.780	-.159	-2.596	.011

a. Dependent Variable: Q

**المصدر: مخرجات حزمة البرامج الاحصائية لعلوم الاجتماعيه SPSS**

من خلال الجدول رقم ( ١٩ ) يتبين ان قيمة معامل (T) المقدره لكافة متغيرات النموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى ( ١ %) عاذا درجة الرفع المالى عند مستوى ( ٥ %) . حيث بلغت القدرة التفسيرية لمعدلات تركيز الملكية لتغير فى قيمة المنشأة من (٣٠,٣ %) الى (٣٩,٢ %) ثم (٥٤,١ %) عند إدخال معدلات دوران السهم بسوق التداول، ثم كل من حجم المنشأة ودرجة الرفع المالى على الترتيب، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بـ:

**يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لخصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة فى ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول.**

#### ٤- النتائج والتوصيات:

##### ١/٤ النتائج:

في ضوء ما قام به الباحثان من إستعراض للاطار الفكري للبحث من خلال القسم الثاني، إضافة الى التحليل الإحصائي لمفردات العينة في القسم الثالث، أمكن التوصل للنتائج التالية:

##### ١/١/٤ النتائج على مستوى على الإطار الفكري:

- أ- يعد الفصل بين الملكية والإدارة هو المحرك لمشكلة الوكالة، وهو الامر الى لقي إهتمام من جانب الاكاديمين والمهنيين على السواء، وهو الامر الذي إنعكس في ظهور العديد من المجالات البحثية ذات العلاقة منها تكاليف الوكالة Agency costs، تماثل المعلومات Information symmetry، التحصين الادارى Managerial Entrenchment، الحوكمة Governance.. الخ، وهو الامر الذى يتوقع ان ينعكس على كل من إداء وقيمة منشأة الاعمال، وهذا يتفق مع ما خلصت إليه دراسة من ( Margaritis and Psillaki, 2010; Fu et al., 2012; Rashid Khan et al., 2020; Bousetta, 2021).
- ب- يمكن إيجاز خصائص هيكل الملكية فى العديد من المتغيرات تتضمن مما سبق يمكن للباحثان إيجاز خصائص هيكل الملكية فى خمس مؤشرات هى تركز الملكية Concentration Ownership، الملكية المؤسسية Institutional Ownership والملكية الإدارية Management Ownership؛ الملكية الاجنبية Foreign Ownership؛ الملكية الحكومية Government Ownership. وهذا ما يتفق مع كل من ( Claessens and Djankov, 1999; Cornett et al., 2007; Ding and Suardi, 2019; Nguyen et al., 2020).
- ج- تتعدد أنماط قيم منشآت الاعمال والتي تتضمن سبع أنماط القيمة الاسمية (قيمة المنشأة طبقا لما أصدرته من أوراق مالية طبقا للقيمة الاسمية لكلا منهم)، القيمة المدفوعة (قيمة المنشأة طبقا لما تم دفعة من قبل المكتتبين فى اسهمها

المصدرة، وعاده ما يكون ذلك في ضوء القيمة الاسمية مضافة اليها علاوة الاصدار او مخصوم منها خصم الاصدار على حسب الاحوال)، القيمة الدفترية) قيمة المنشأة طبقاً لعمليات اعتراف والقياس المحاسبي لابعاد مركزها المال الاصول والتزامات المنشأة عوضاً عن حقوق الملكية)، القيمة السوقية (قيمة المنشأة طبقاً لقيم أوراقها المالية بسوق التداول، والتي عادةً ما تكون ناتج لقوى الطلب والعرض بسوق التداول)، قيمة التبادل (قيمة المنشأة طبقاً لما تم القبول به من تقييم في ظل عمليات الاندماج والاستحواذ، قيمة التصفية (قيمة المنشأة طبقاً لأصول المنشأة المصدرة، بعد سداد حقوق الأولوية، طبقاً لسعر السوق لكلاً من الأصول والالتزامات)، القيمة العادلة(القيمة الذاتية للمنشأة، والناجمة عن ما تتضمنه انشطاتها من منافع ومخاطر، و ما تقدمه من قيمة من خلال إدارة ما في حوزتها من اصول). وفي هذا الصدد تعد كل من القيمة السوقية والقيمة العادلة اساس إتخاذ قرارات المتداولين (الشراء – البيع - الاحتفاظ) نحو الاوراق المالية التي تصدرها المنشأة، حيث في ظل فرض الاسواق تامة الكفاءة فان القيمة العادلة للمنشأة يجب ان تتعادل مع القيمة السوقية لها في ظل آليات السوق.

د- تكتسب نظرية كفاءة الأسواق Efficiency Market Theory أهميتها في ضوء إعتبارها حجر الزاوية لبناء باقي نظريات الفكر المالي، هي المحدد الرئيسي للعلاقة بين القيم السوقية والقيم العادلة للأسهم العادية، مما يعنى ان درجة كفاءة السوق تنعكس على قيمة منشآت الاعمال.

هـ- يعد تقدير قيمة منشآت الاعمال أمر ليس بالهين، وذلك في ضوء تعدد العوامل الحاكمة لهذا التقييم، عوضاً عن مدى اتسام سوق الاوراق المالية بالكفاءة لتقدير اموال الملكية بالاضافة الى مدى وجود تشوهات في هيكل اسعار الفائدة Interest Rate Structure وهو ما يؤثر على قيمة أموال المديونية الداخلة في هيكل التمويل المستخدم في الاستحواذ على أصول المنشأة محل التقييم. وفي كافة الاحوال الامر يحتاج الى كم ضخم من البيانات المالية وغير المالية خاصة إذا لم

- يتسم السوق بأى مستوى من مستويات الكفاءة، وهو الامر الذي يتأثر بمدى تماثل المعلومات Information Asymmetry بين المتداولين بالسوق.
- و- أن جوهر تأثير هيكل الملكية على قيمة المنشأة يكمن فى مدى الرقابة الفعالة على قرارات الإدارة التنفيذية، بالإضافة الى مدى وجود تضارب مصالح بين الإدارة التنفيذية من جانب مقابل الملاك من جانب اخر، وهو الامر الذى يعرف مالياً بمشكلة الوكالة Agency Problem.
- ز- لا يمكن تقييم سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول اعتماداً على مقياس واحد فقط سواء قيمة التداول او كمية التداول او معدل التداول، حيث ان اى من تلك المقاييس يتأثر بعامل او اكثر من عدد الاسهم المصدرة، القيمة السوقية للسهم؛ معدل التداول الحر free float، قيود نظم التداول، حدود الملكية (كقيود الملكية الاجنبية او حد اقصى لملكية الافراد).

#### ٢/١/٤ النتائج على مستوى على الإطار التطبيقي:

- أ- هناك تأثير معنوى لكل الملكية المؤسسية والملكية الادارية على معدلات سيولة السهم طبقا لقيم التداول، وقد كان النموذج معنوي عند مستوى ١%، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج طبقا لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغيير فى الوزن النسبى لكل من معدلات تركيز الملكية والملكية الادارية يفسر (٢٠,١%) من التغيير فى قيم تداول السهم، بذلك تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بان هناك تأثير معنوى لخصائص هيكل الملكية على قيمة تداول الاسهم. وأشارت النتائج الى وجود تأثير عكسي للملكية المؤسسية والملكية الادارية على معدلات سيولة السهم بدلالة معنوية عند مستوى (١%)، (٥%) على الترتيب، والنتيجة السابقة تتماشى مع الإطار الفكرى فى ضوء تأثير كل من الملكية المؤسسية والملكية الادارية على معدلات التداول الحر Free Flot، وهو ما يتفق مع ما خلصت إليه دراسة (Abbassi et al., 2021) فيما يتعلق بالملكية الإدارية، بالإضافة الى الاتفاق مع كل من (De Cesari et al., 2012; Daryaei & Fattahi, 2021; Wang, 2022) فيما يتعلق بالملكية المؤسسية،

وفي هذا الصدد يتفق الباحثان مع ما أشارت اليه دراسة (Ding and Suardi,2019) من ان هيكل الملكية يعد احد عوامل الداعمة للرقابة الاداء المؤسسى داخل منشآت الاعمال خاصة فى أوقات الازمات.

ب- هناك تأثير معنوى لكلاً من تركيز الملكية والملكية الإدارية على معدلات سيولة السهم طبقاً لمعدل دوران السهم بسوق التداول، حيث كان النموذج معنوى عند مستوى (١ %)، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقاً لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغير فى الوزن النسبى لكل من الملكية المؤسسية والملكية الإدارية يفسر (٢٠,٥ %) من التغير فى معدل دوران الاسهم، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بان هناك تأثير معنوى لخصائص هيكل الملكية على معدل دوران الاسهم. حيث كانت هناك تأثير عكسى لمعدلات تركيز الملكية وذلك عند دلالة احصائية عند مستوى (١ %) مقابل تأثير طردى لمعدلات الملكية الادارية وذلك عند دلالة احصائية عند مستوى (٥ %).

ج- لا يوجد تأثير لخصائص هيكل الملكية بمؤشراتها الثلاثة على معدلات عائد اصول المنشأة، بذلك يمكن للباحثان قبول فرض العدم القائل بانه لا يوجد تأثير معنوى لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة، وهو الامر الى يتباين مع نتائج دراسة (موسى، ٢٠١٠) بالاضافة الى دراسة كل من (رمضان ووهبة، ٢٠١٩) التى تشارت الى ان الملكية الإدارية احد الاليات التى تعمل على تندية تضارب المصالح بين الإدارة والملاك. يمكن للباحثان تفسير النتيجة الاحصائية (قبول فرض العدم) فى ضوء مبررين؛ الاول خصائص هيكل العينة؛ حيث تمثل المفردات التى تنتمى لقطاع العقارى نصف عينة البحث، فطبقاً للمعايير المحاسبة لإيتم الاعتراف بالايراد فى تلك المنشآت الا بتسليم الوحده وهو هو الامر الذى ادى الى تشوه إيرادات تلك المنشآت و هو ما انعكس بالضرورة على ارباحها، مما اظهر عدم معنوية معدلات العائد على الاصول، أما المبرر الثانى فيتمثل فى مخاطر أسعار الصرف الناتج عن تحركات البنك المركزى المصرى فى هذا

الصدد وما نتج عليه من تشوهات لربحية العديد من منشآت الاعمال على الرغم من جهود الحد منها عبر تعديل بعض جوانب معايير المحاسبة المصرية خلال الربع الاول من ٢٠١٧.

د- هناك تأثير معنوي لخصائص هيكل الملكية (تركز الملكية، الملكية المؤسسية و الملكية الادارية) على قيمة المنشأة، وقد كان النموذج الاحصائي معنويا عند مستوى (١%)، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقا لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغيير فى الوزن النسبى لكل من خصائص هيكل الملكية يفسر (٣٥,٨٨%) من التغيير فى قيمة المنشأة، وهو الامر الذى توافق مع نتائج كل من ( Isshaq et al.,2009; Asante-Dako et al.,2018; Koa et al.,2018; Varghese & Sasidharan, 2020; Chia et al.,2020; Benson et al., 2020 ) فى وجود علاقة طردية بين الملكية الادارية وقيمة المنشأة وتتباين معها فى نمط العلاقة كل من معدلات تركيز الملكية والملكية المؤسسية حيث كان معالم تلك المتغيرات تدل على علاقة عكسية مع قيمة المنشأة.

ه- لا يوجد تأثير لمؤشرات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول على معدلات عائد اصول المنشأة، بذلك يمكن للباحثان قبول فرض عدم القائل بانه لا يوجد تأثير معنوي لسيولة الاسهم على ربحية المنشأة، وهو الامر الذى يمكن للباحثان تفسيره فى ضوء عدم وجود اساس فكرى للربط بين سيولة السهم من جانب وربحية المنشأة المصدرة من جانب اخر، فليس شرط ان تولد المنشأة عوائد من نشاط تداول اسهمها، بل تتكون عوائد اصول المنشأة من خلال تفاعلها مع بيئة الاعمال المباشرة (تتضمن على سبيل المثال العملاء والموردين ..الخ)، إلا انه فى بعض الاحيان يمكن لمنشآت الاعمال تحقيق ارباح من خلال اسهمها اذا قامت بالتعامل فى اسهم الخزينة Treasury stocks، اى عمليات البيع والشراء التى تقوم بها المنشأة المصدرة، وعاده ما يتم ذلك عندما تتداول الاسهم المصدرة بفضوة تقييمية كبيرة عن قيمتها العادلة من وجهة نظر ادارة المنشأة، لذلك يعد اتجاه

منشآت الاعمال لشراء اسهمها (شراء اسهم خزينة) اشارة الى المتداولين بالسوق ان اسهمها تتداول باقل من قيمتها العادلة.

و- هناك تأثير معنوي لمعدل دوران الاسهم المصدرة بسوق التداول على قيمة المنشأة، حيث قد كان مستوى معنوية معدل الدوران الاسهم عند (1%)، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج طبقا لمعامل التحليل المعدل يتبين للباحثان ان التغيير في معدلات سيولة الاسهم المصدرة يفسر (23,95%) من التغيير في قيمة المنشأة، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بانه "يوجد تأثير معنوي لمعدلات سيولة الاسهم بسوق التداول على قيمة المنشأة"، وتتفق النتيجة السابقة مع دراسة كل من : ( Cheung et al., 2015; Prommin et al., 2016; Fang et al., 2009; Li et al., 2012; Nguyen et al., 2016; Marcet, 2017; Chen et al., 2017; Hansen & Sung SuK, 2013; Siringoringo & Hutabarat, 2019; Farooq & Masood, 2016; Tahu & Susilo, 2017; Yanti & Dwirandra, 2019; Jawed & Kotha, 2020; Chia et al., 2020; Hermuningsih et al., 2019)، حيث ينظر الى عمليات التداول باعتبارها احد العوامل الحاكمة لكفاءة التسعيرة لسوق الاوراق المالية، حيث ينظر الى عمليات التداول باعتبارها احد اليات تحقيق التوازن بين القيم العادلة و السوقية في ضوء ما يرد الى المتداولين بالسوق من معلومات طبقا لمستوى رشد هولاء المتداولين الى جانب كفاءة ذلك السوق.

ز- لا يوجد تأثير معنوي لخصائص هيكل الملكية على ربحية المنشأة في ضوء معدلات سيولة الاسهم المصدرة بسوق التداول؛ وهو الامر الذى يمكن تبريره في ضوء عدم معنوية الاثر المباشر بين خصائص هيكل الملكية والربحية (فرض تم اختباره في البحث الحالى: الفرض خصائص هيكل مفردات العينة (ارتفاع تمثيل المنشآت التى تنتمى لقطاع العقارى)، عوضا عن تأثير اسعار الصرف فى ظل عمليات تعويم العملة المحلية (الجنية المصرى).



ح- هناك تأثير معنوي لكل من خصائص هيكل الملكية على قيمة المنشأة في ضوء معدلات دوران السهم بسوق التداول؛ حيث إختبار ذلك الفرض باسلوبين فطبقا لتحليل المستعرض للبيانات وخلص التحليل الاستدلالي معنويه النموذج الاحصائي ككل عند مستوى ( ١ %)، اما عن القدرة التفسيرية للنموذج فطبقا لمعامل التحليل المعدل فقد بلغت (٤١,٨٨ %) من التغير في قيمه المنشأة، دون متغيرات الرقابية، اما في ظل متغيرات الرقابية فقد ارتفعت القدرة التفسيرية الى (٥٩,٣٦ %) من التغير في قيمه المنشأة، مقابل بينما كانت القدرة التفسيرية (٣٥,٨٨ %) إعتاماداً على خصائص الثلاثة لهيكل الملكية فقط (انظر نتائج الفرض الثالث)، اما من خلال تحليل الانحدار الهرمي حيث كانت كافة متغيرات النموذج (طبقا لتجربة الثانية) ذات دلالة معنوية عند مستوى ( ١ %) عدا درجة الرفع المالي عند مستوى (٥ %). حيث بلغت القدرة التفسيرية لمعدلات تركيز الملكية لتغير في قيمة المنشأة من (٣٠,٣ %)، وقد شهدت ارتفاع الى مستوى (٣٩,٢ %) ثم (٥٤,١ %) عند ادخال معدلات دوران السهم بسوق التداول – المتغير الوسيط، ثم كل من حجم المنشأة ودرجة الرفع المالي -المتغيرات الرقابية- على الترتيب.

#### ٢/٤ التوصيات:

١/٢/٤ لقد شهدت البورصة المصرية العديد من عمليات الطرح العام للاكتتاب في اسهم العديد من منشآت الاعمال، بعضها كان لاغراض التخارج او زياده قاعده الملكية او لتمويل عمليات المنشأة، الا ان جانب من تلك الطروحات قد فشلت في تحقيق تعظيم ثروة حملة الاسهم (انظر على سبيل المثال كل من سهم ابن سينا ISPH.CA – سهم إعمار مصر للتنمية EMFD.CA) عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم بسوق التداول اقل من سعر الطرح، وهو الامر الذي يجعل الباحثان يوصى بضرورة اخذ خصائص الملكية (تركز الملكية/ الملكية الادارية/ الملكية المؤسسية/الملكية الاجنبية/ الملكية الحكومية) في الاعتبار عند الاعداد لعمليات الطرح العام على اختلاف اغرضها، لما لتلك

الخصائص من انعكاس على معدلات التداول الحر من جانب وسيولة السهم بسوق التداول من جانب اخر، وهو ما ينعكس على ثروة حملة الاسهم في نهاية المطاف، حيث يجب على كل من المنشأة المصدرة الى جانب مدير الطرح المقايضة بين معدلات سيولة التداول مقابل تعظيم قيمة ثروة حملة الأسهم.

٢/٢/٤ في ضوء قيود البحث الحالي، نوصى ان تراعى الدراسات المستقبلية النقص التي شملها البحث والتي قد تتضمنت:

- أ. عدم اضافة كل من الملكية الاجنبية Foreign Ownership؛ الملكية الحكومية Government Ownership، الملكية العائلية Family Ownership الى خصائص الملكية عند الاختبارات الاحصائية، يوصى الباحثان باعادة الاختبار الفروض مع التعبير عن خصائص هيكل الملكية من خلال ستة مؤشرات كمية.
- ب. انخفاض حجم التنوع القطاعي، حيث ساهم ارتفاع الوزن النسبي لقطاع العقارى فى الحد فعالية الاختبارات الاحصائية للفروض التي تناولت ربحية المنشأة، ولذلك يوصى الباحثان باعاده اختبار الفروض الخاصة بربحية المنشأة مع عينة اكبر تراعى التنوع القطاعي لمفرادات العينة.

الدور الوسيط لسبولة تداول الأسهم في أثر خصائص هيكل الملكية على كل من ربحية ...

د/ أسامة وجدي & د/ ناهد سعد

قائمة الرموز والاختصارات	
ADF	اختبار ديكي فولر المعزز the Augmented Dickey–Fuller Test
CSR	المسئولية الاجتماعية للمنشأة Corporate Social Responsibility
DDM	نموذج التوزيعات النقدية المخصومة Dividends Discount Model
EGX	البورصة المصرية The Egyptian Exchange
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added
FCFE	نموذج التدفقات النقدية الحرة للملكية Free Cash Flow to Equity
FCFF	نموذج التدفقات النقدية الحرة للمنشأة Free Cash Flow to Firm
HMR	تحليل الانحدار الهرمي Hierarchical Multiple Regression
LLC	اختبار لين وتشو Lin and Chu Test
P/BV	مضاعف القيمة الدفترية Price/Book Value Ratio
P/CF	مضاعف التدفقات النقدية Price/Cash Flow Ratio
P/E	مضاعف الربحية Price/Earning Ratio
P/S	مضاعف المبيعات Price/Sales Ratio
PP	اختبار فيليبس بيرون Philips–Perron Test
PVD	نموذج القيمة الحالية للتوزيعات النقدية Present Value of Dividends
Tobin's Q	مقياس توبين كيو (أحد النماذج الكمية المستخدمة في تقدير قيمة منشأة الأعمال اعتماداً نسبة الرسالة السوقية في سوق الأسهم إلى إجمالي قيمة استبدال الأصول)
WACC	التكلفة المرجحة لراس المال The weighted average cost of capital

## قائمة المراجع:

### أولاً: مراجع باللغة العربية:

- إبراهيم، محمد زيدان ؛ زايد، محمد عبد المنعم (٢٠١٧)، أثر هيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في ضوء المؤشر المصري لمسؤولية الشركات بالتطبيق على الشركات المصرية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، مج ١، ع ١، ٥٥٠-٦٢٥.
- الإسداوي، مصطفى السيد مصطفى علي ؛ سليم أيمن عطوه عزازي (٢٠٢١)، أثر خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية على التجنب الضريبي: دراسة اختبارية في البيئة المصرية، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، مج ٣، ع ٢٤، ٧٦-١٢٥.
- خميس، عمرو محمد (٢٠١٨)، أثر الخصائص التشغيلية للشركات وآليات حماية المستثمر علي الاعتراف المحاسبي بخسارة إضمحلال الشهرة دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، الفكر المحاسبي، مج ٢٢، ع ٧٤، ٧١-١٢٧.
- الركايب، محمد عبد السلام (٢٠٢٢)، أثر أنماط هيكل الملكية علي سلوك التجنب الضريبي – دراسة تطبيقية علي الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، مج ٦، ع ١٤، ٤٦٣-٥١٣.
- رمضان، رضا محمد أحمد؛ وهبه، هيام حسن (٢٠١٩)، أثر ملكية الإدارة على أداء الشركات المدرجة في البورصة المصرية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ع ٢، ١٠٧ - ١٣٦.
- عبد الفتاح، هاجر (٢٠٢١)، أثر خصائص لجنة المراجعة وخبرة المدير التنفيذي وهيكل الملكية على الإفصاح عن ضعف الرقابة الداخلية: دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، مج ٢، ع ٢٤، ج ٢، ١١٦٩-١٢٢٧.
- عفيفي، هلال عبدالفتاح (٢٠١٣)، أثر تركيز الملكية الفردية و الحكومية على إدارة الأرباح في القطاعين الخاص و العام : دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مج ٣٧، ع ٤٤، ٢٧ - ١٤٨.
- قنديل، ياسر سعيد سعد (٢٠٢٢)، الدور المعدل لهيكل الملكية في تأثير خصائص مجلس الإدارة على جودة المراجعة: دليل من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، مج ٣، ع ١٤، ١٠١٩-١٠٨٤.
- كرار، سليم عبد الزهرة؛ حسنين كاظم عوجه؛ حسنين راغب طلب (٢٠١٣)، " قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية في المصارف العراقية

الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الغرى للعلوم الاقتصادية والادارية، مج ٩، ع ٢٩، ١٨٩-٢١٨.

موسى، جيهان عبد الهادي (٢٠١٠)، تحليل تجريبي لاختبار أثر ملكية الإدارة وخصائص مجلس الإدارة على أداء الشركة: دليل من البيئة المصرية، مجلة التجارة والتمويل، ع ٢٤، ٢١ - ٥٢.

وجدي، أسامة (٢٠١٢)، "كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، مج ٢، ع ٢٤، ٣١٥-٣٥٤.

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية:

Abbassi, W., Hunjra, A. I., Alawi, S. M., & Mehmood, R. (2021). "The role of ownership structure and board characteristics in stock market liquidity". International Journal of Financial Studies, 9(4), 74.

Abid Ali,A.J.(2014)," The effect of stock liquidity on firm value – evidence from iraqi stock exchange ",Muthanna Journal of Administrative and Economic Sciences , 4(10),304-322.

Ahluwalia, E., Mishra, A. K., & Tripathy, T. (2020). "Institutional ownership, investor recognition and stock performance around index rebalancing: Evidence from Indian market". Journal of Multinational Financial Management, 55, 100615.

Ajina,A.,Lakhal,F. and Sougna,D.(2015)," Institutional investors , information asymmetry and stock market liquidity in france ", International Journal of Managerial France,11(1),44-59.

Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2017). "Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven australian market". International Review of Economics & Finance, 50, 275-304.

Arian,O.,Galdipur,S. and Kiamehr,J.(2014),"Impact of stock market liquidity on firm value " , Journal of Education and Management Stuides,4(4),782-786.

Asante-Darko, D., Bonsu, B. A., Famiyeh, S., Kwarteng, A., & Goka, Y. (2018). "Governance structures, cash holdings and firm value on the

- ghana stock exchange". **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**,18(4),671-685.
- Batten, J., & Vo, X. V. (2019). "Liquidity and firm value in an emerging market". **The Singapore Economic Review**, 64(02), 365-376.
- Benson, B. W., Chen, Y., James, H. L., & Park, J. C. (2020). "So far away from me: firm location and the managerial ownership effect on firm value". **Journal of Corporate Finance**, 64, 101658.
- Bousetta, M. (2021). Managerial Entrenchment and Firm Performance: Evidence from Moroccan Listed Companies. **Central European Management Journal**, 29(3), 40-62.
- Bousnina, A., Gana, M. R., & Dakhlaoui, M. (2022). "Foreign ownership and liquidity: evidence from a frontier market". **EuroMed Journal of Business**, <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2021-0140>
- Brockman, P., & Olsen, B. C. (2013). "Warrants, ownership concentration, and market liquidity". **Managerial Finance**. 39 (4), 322-341
- Chen, M. H., Hou, C. L., & Lee, S. (2012). "The impact of insider managerial ownership on corporate performance of taiwanese tourist hotels". **International Journal of Hospitality Management**, 31(2), 338-349.
- Chen, R. R., Yang, T. H., & Yeh, S. K. (2017). "The liquidity impact on firm values: The evidence of Taiwan's banking industry". **Journal of Banking & Finance**, 82, 191-202.
- Cheung,W.M.,Chung,R.and Fung,S.(2015),"The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance : endogeneity and The REIT experiment " , **Journal of Corporate Finance**,35.211-231.
- Chia, Y. E., Lim, K. P., & Goh, K. L. (2020). "Liquidity and firm value in an emerging market: Nonlinearity, political connections and corporate ownership". **The North American Journal of Economics and Finance**, 52, 101169.

- Claessens, S., & Djankov, S. (1999). Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic. **Journal of comparative economics**, 27(3), 498-513.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771-1794.
- Dang, T.L., Nguyen, T.H., Tran, N.T.A. and Vo, T.T.A. (2018), " Institutional ownership and stock liquidity : international evidence". **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, 47, 21-53.
- Daryaei, A. A., & Fattahi, Y. (2021). "Stock liquidity and stock return: an asymmetric impact of institutional ownership approach". **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**. Vol. 22 No. 4, pp. 781-797. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2021-0119>.
- De Cesari, A., Espenlaub, S., Khurshed, A., & Simkovic, M. (2012). "The effects of ownership and stock liquidity on the timing of repurchase transactions". **Journal of Corporate Finance**, 18(5), 1023-1050.
- Deegan, C., & J. Unerman, (2011). **Financial Accounting Theory**, Second European Edition. McGraw Hill.
- Ding, M., & Suardi, S. (2019). Government ownership and stock liquidity: Evidence from China. **Emerging Markets Review**, 40, 100625.
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). 'Stock market liquidity and firm value". **Journal of financial Economics**, 94(1), 150-169.
- Farooq, M. A., & Masood, A. (2016). "Impact of financial leverage on value of firms: evidence from cement sector of pakistan". **Research Journal of Finance and Accounting**, 7(9), 73-77.
- Fu, R., Kraft, A., & Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. **Journal of accounting and economics**, 54(2-3), 132-149.

- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2011). "Firm value and ownership structure in the spanish capital market". **Corporate Governance: The international journal of business in society**,11(1),43-51.
- Gonçalves, R., Lopes, P., & Craig, R. (2017). "Value relevance of biological assets under IFRS". **Journal of international accounting, auditing and taxation**, 29, 118-126.
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2018). "Corporate finance and firm value in the Indonesian manufacturing companies". **International Research Journal of Business Studies**, 11(2), 113-127.
- Hansen, S., & SungSuk, K. (2013). "Influence of stock liquidity to firm value in indonesian stock market." The 2013 IBEA, **International Conference on Business, Economics, and Accounting** 20 – 23 March 2013, Bangkok - Thailand.
- Hegde,S.,Seth,R. and Vishwanatha,S.R.(2020),"Ownership concentration and stock returns :evidence from family firms in india " , **Pacific-Basin Finance Journal**,61.1-25.
- Hermuningsih, S., Kirana, K. C., & Erawati, T. (2019). "Does growth opportunities moderate the relationship between profitability and liquidity toward firm value?". **Jbfem Journal of Business and Finance in Emerging Markets**, 2(1), 1-8.
- Hirdinis, M. (2019). "Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability". **International Journal of Economics and Business Administration**, VII(1), pp. 174-191.
- Hunjra, A. I., Perveen, U., Li, L., Chani, M. I., & Mehmood, R. (2020). "Impact of ownership concentration, institutional ownership and earnings management on stock market liquidity". **Corporate Ownership & Control**, 17(2), 77-87.



- Isshaq,Z., Bokpin,G.A. and Onumah,J.M. (2009),"Corporate governance , ownership structure ,cash holdings,and firm value on the ghana stock exchange ", **The Journal of Risk Finance** ,10(5),488-499.
- Jawed, M. S., & Kotha, K. K. (2020). "Stock liquidity and firm value: evidence from a policy experiment in india". **International Review of Finance**, 20(1), 215-224.
- Jensen, M. C., & W. H. Meckling., (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure'. **Journal of Financial Economics**, 3(4),305-360.
- Jiang, P. (2004). "The relationship between ownership structure and firm performance: an empirical analysis over Heilongjiang Listed companies". **Nature and Science** 2(4), 86-90.
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2018). "Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from taiwan". **Corporate Governance: The international journal of business in society** 19( 1), 189-216.
- Khan, B., Tahir, M., Nasir, A. M., & Mushtaq, M. (2019). "The impact of companies' internal factors on stock liquidity in pakistan". **Afro-Asian Journal of Finance and Accounting**, 9(4), 459-473.
- Khan, J., Rehman, S. U., & Khan, I. (2022). "Impact of board attributes on stock liquidity: evidence from Pakistani panel data". **Journal of Accounting in Emerging Economies**. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JAEE-06-2021-0207>
- Lafond, R., and S. Roy Chowdhury. (2008). "Managerial ownership and accounting conservatism". **Journal of Accounting Research** ,46 (1), 101-135
- Le, T. N. L. (2019). "Ownership structure, governance and stock liquidity in vietnam" work paper, Queensland University of Technology).

- Li, W. X., Chen, C. C. S., & French, J. J. (2012). "The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: evidence from Russia". **Emerging Markets Review**, 13(4), 465-477.
- Liu,S. (2013). " Institutional Ownership and Stock Liquidity " ,**Investment Management and Financial Innovations Journal**, 10(4), 18-26.
- Ma, R., Anderson, H. D., & Marshall, B. R. (2019). "Risk perceptions and international stock market liquidity". **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 62, 94-116.
- Madyan, M., & Firdausi, N. A. (2019). "Corporate ownership structure and stock liquidity of islamic and non-islamic stocks: the indonesian experience". **International Journal of Innovation, Creativity and Change**, 9(8), 135-153.
- Marcet, F. (2017). "Analyst coverage network and stock return comovement in emerging markets". **Emerging Markets Review**, 32, 1-27.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. **Journal of banking & finance**, 34(3), 621-632.
- Markonah, M., Salim, A., & Franciska, J. (2020). "Effect of profitability, leverage, and liquidity to the firm value". **Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting**, 1(1), 83-94.
- Mdaghri,A.A.,Raghibi,A.,Thanh,G.N. and Oubdi,L. (2020), "Stock market liquidity,the great lockdown and the covid-19 global pandemic nexus in mena countries , **Review of Behavioral Finance** ,12(4),1-18.
- Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B., & Huang, A. (2018). "Stock liquidity, corporate governance and leverage: new panel evidence". **Pacific-Basin Finance Journal**, 50, 216-234.
- Natsir, K., & Yusbardini, Y. (2020, June). "The Effect of Capital Structure and Firm Size on Firm Value Through Profitability as Intervening Variable". **In 8th International Conference of Entrepreneurship**

- and Business Management Untar (ICEBM 2019)** (pp. 218-224). Atlantis Press.
- Nguyen, T. X. H., Pham, T. H., Dao, T. N., Nguyen, T. N., & Tran, T. K. N. (2020). The impact of foreign ownership and management on firm performance in Vietnam. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 7(9), 409-418.
- Nguyen, T., Duong, H. N., & Singh, H. (2016). "Stock market liquidity and firm value: an empirical examination of the Australian market". **International Review of Finance**, 16(4), 639-646.
- Niresh, A., & Thirunavukkarasu, V. (2014). "Firm size and profitability: A study of listed manufacturing firms in Sri Lanka". **International journal of business and management**, 9(4).
- Pham,C.H., Le,H.D., Dang,H.Q., Ta,P.T., Nguyen,C.M. and Tu,U.B.(2020),"Investor Protection ,Stock Liquidity, and Firm Value ",**Academy of Accounting and Financial Studies Journal**,24 (3),1-12.
- Preinreich, Gabriel AD. (1936), "The fair value and yield of common stock." **Accounting Review**: 130-140.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2014). "The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand". **International Review of Economics & Finance**, 32, 132-142.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P., & Tong, S. (2016). "Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand". **Global Finance Journal**, 31, 73-87.
- Rashid Khan, H. U., Khidmat, W. B., Hares, O. A., Muhammad, N., & Saleem, K. (2020). Corporate governance quality, ownership structure, agency costs and firm performance. Evidence from an emerging economy. **Journal of Risk and Financial Management**, 13(7), 154.

- Sari, I. A. G. D. M., & Sedana, I. B. P. (2020). "Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable'. **International research journal of management, IT and Social Sciences**, 7(1), 116-127.
- Sidhu, M.K. (2016), "Stock Market Liquidity and Firm Value – Indian Evidences ", **Journal of Business Management**, 2(2), 54-59.
- Siringoringo, W. F., & Hutabarat, F. M. (2019, December). ' Liquidity, Profitability On Firm Value: An Evidence of Transportation Company Listed at Indonesian Stock Exchange". **In Abstract Proceedings International Scholars Conference** , 7(1), 1322-1329.
- Smith, A., (1826), **An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, The Making of The Modern World, London, available at: <https://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html>
- Tahu, G. P., & Susilo, D. D. B. (2017). " Effect of liquidity, leverage and profitability to the firm value (dividend policy as moderating variable) in manufacturing company of indonesia stock exchange". **Research Journal of Finance and Accounting**, 8(18), 89-98.
- Tang, L., Gu, Z., Zhang, Q., & Liu, J. (2022). "The effect of firm size, industry type and ownership structure on the relationship between firms' sustainable innovation capability and stock liquidity". **Operations Management Research**, 1-13. <https://doi.org/10.1007/s12063-021-00241-9>
- Tran, L. T. H., Hoang, T. T. P., & Tran, H. X. (2018). "Stock liquidity and ownership structure during and after the 2008 Global Financial Crisis: Empirical evidence from an emerging market". **Emerging Markets Review**, 37, 114-133.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). "Liquidity and capital structure: The case of Thailand'. **Journal of Multinational Financial Management**, 21(2), 106-117.

- Uno, J., & Kamiyama, N. (2009, November). "Ownership structure, liquidity, and firm value: effects of the investment horizon". **In 22<sup>nd</sup> Australasian Finance and Banking Conference**.
- Varghese, G., & Sasidharan, A. (2020, November). "Impact of ownership structure and board characteristics on firm value: Evidence from China and India". **In Financial Issues in Emerging Economies: Special Issue Including Selected Papers from II International Conference on Economics and Finance**, 2019, Bengaluru, India. Emerald Publishing Limited
- Wang, L. H. (2022). "Ownership Structure and Stock Liquidity: A Taiwan Study". **Journal of Mathematical Finance**, 12(2), 325-339.
- Widnyana, W., Astiti, N. P. Y., & Suarjana, W. (2021). "Does Corporate Social Responsibility to Mediate Relationship Between Capital Structure, Size Companies, Financial Performance on Company Value?". **Academy of Entrepreneurship Journal**, 27, 1-10.
- Yanti, N. M. Y. W. A., & Dwirandra, A. A. N. B. (2019). "The effect of profitability in income smoothing practice with good corporate governance and dividend of payout ratio as a moderation variable". **International research journal of management, IT and social sciences**, 6(2), 12-21.
- Zhang, P., Gao, J., & Li, X. (2021). "Stock liquidity and firm value in the time of COVID-19 pandemic". **Emerging Markets Finance and Trade**, 57(6), 1578-1591.
- Zuhroh, I. (2019). "The effects of liquidity, firm size, and profitability on the firm value with mediating leverage". **The 2<sup>nd</sup> International Conference on Islamic Economics, Business, and Philanthropy (ICIEBP) Theme: "Sustainability and Socio Economic Growth"** .