



## مجلة التجارة والتمويل

[/https://caf.journals.ekb.eg](https://caf.journals.ekb.eg)

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الثالث

سبتمبر 2022



جامعة طنطا  
كلية التجارة  
قسم إدارة الأعمال

## أثر هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة

دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

(تمويل)

للباحث

**أحمد سمير محمد محمد أبو الخير**

مدرس مساعد بقسم التمويل والإستثمار

جامعة مصر للعلوم والتكنولوجيا

إشراف

الدكتور

الأستاذ الدكتور

هبة محمد سرور

عادل مبروك محمد

مدرس بقسم إدارة الأعمال

استاذ التمويل والاستثمار

كلية التجارة – جامعة طنطا

كلية التجارة - جامعة القاهرة

٢٠٢٢

## مستخلص

الهدف: تهدف هذه الدراسة قياس الأداء المالى للشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ من خلال استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ، كذلك قياس العلاقة بين المتغيرات كمعدل صافي الديون ونسبة التدفق النقدى من الأنشطة التشغيلية الى الديون، وعدد مرات تغطية الديون كمقياس للمرونة المالية ودراسة أثرها على القيمة الاقتصادية المضافة، وتحليل أثر أنماط هيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة.

التصميم والمنهجية: تعتمد هذه الدراسة على استخدام منهج السلاسل الزمنية المقطعية من خلال استخدام أنموذج الإنحدار المجمع، وأنموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية ولتحديد الأنموذج الأكثر ملائمة لبيانات البحث يتم الاعتماد على الاختبارين: الاختبار الأول: للاختبار بين أنموذج الإنحدار المجمع وأنموذج التأثيرات الثابتة، الاختبار الثاني : والمتمثل في اختبار هوسمان (Housman) للتفضيل بين أنموذج التأثيرات الثابتة وأنموذج التأثيرات العشوائية.

النتائج: عند دراسة تأثير هيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة وجد انه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة وقبول فرض العدم والذي ينص على بيان نماذج انحدار الآثار الثابتة أو الآثار العشوائية سوف يكون أفضل من أنموذج الانحدار المجمع، كذلك عند دراسة تأثير المرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة وجد انه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة وقبول فرض العدم والذي ينص على بان نماذج انحدار الآثار الثابتة أو الآثار العشوائية سوف يكون أفضل من أنموذج الانحدار المجمع. كذلك عند دراسة تأثير هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة وجد انه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل

الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة وقبول فرض العدم والذي ينص على بيان نماذج انحدار الآثار الثابتة أو الآثار العشوائية سوف يكون أفضل من أنموذج الانحدار المجمع.

حدود الدراسة: تم الإعتماد على أربعة أنواع من هيكل الملكية وهم، ملكية كبار المساهمين، ملكية المؤسسات المالية، والملكية الحكومية، والملكية الإدارية، وإستبعاد قطاعى البنوك والخدمات المالية، نظرا لطبيعتهما الخاصة وخضوعهما لمعايير وقوانين خاصة تختلف عن باقى الشركات.

الكلمات الرئيسية: القيمة الاقتصادية المضافة، المرونة المالية، هيكل الملكية.

**Abstract**

**Objective:** This study aims to measure the financial performance of companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period 2014 to 2018 by using the economic added value approach, as well as measuring the relationship between variables such as the net debt rate and the ratio of cash flow from operating activities to debt, and the number of times debt coverage as a measure of financial flexibility Studying its impact on economic value added, and analyzing the impact of ownership structure patterns on economic value added.

**Design and methodology :**This study relies on the use of the cross-sectional time-series approach through the use of the combined regression model, the fixed effects model, and the random effects model . The second test : the Hausmann test to make a preference between the fixed effects model and the random effects model.

**Results:** When studying the effect of the ownership structure on the added economic value, it was found that there is a statistically significant relationship of the ownership structure on the added economic value and the acceptance of the null hypothesis, which states that the regression models of fixed effects or random effects will be better than the combined regression model, also when studying the effect of Financial flexibility on the added economic value It was found that there is a statistically significant relationship of financial flexibility on the added economic value and the acceptance of the null hypothesis, which states that the regression models of fixed effects or random effects will be better than the combined regression model. Also, when studying the impact of the ownership structure and financial flexibility on the added economic value, it was found that there is a statistically significant relationship of the ownership structure and financial flexibility on the added economic value and the acceptance of the null hypothesis, which states that regression models for fixed

effects or random effects will be better than the combined regression model.

**The limits of the study:**

Four types of ownership structure were relied upon namely ,the ownership of major shareholders, the ownership of financial institutions, government ownership ,administrative ownership, and the exclusion of the banking and financial services sectors, due to their special nature and subject to special standards and laws that differ from other companies.

**Keywords:** Economic value added, financial flexibility ,ownershi structure.

## مقدمة:

تسعى المنشأة باعتبارها وحدة إقتصادية متجانسة الى تحقيق مجموعة من الأهداف المتكاملة التي تسمح لها بتحقيق أداء مالي يعكس مدى استغلالها للموارد المتاحة بشكل مثالي، ويعتبر هدف تعظيم الربح في الأجل الطويل، هو الهدف الرئيسي الذي تسعى المنشأة إلى تحقيقه من أجل تعظيم القيمة السوقية لأسهمها وتحقيق زيادة ثروة الملاك ، لذلك تحتاج المنشأة دائما الى تقييم أدائها من خلال تقييم مستوى نشاط أسهمها في سوق الأوراق المالية ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن، وتعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات، ويعتبر مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة من بين المؤشرات الحديثة المرتبطة بعملية خلق القيمة و يعتمد على تعظيم ثروة الملاك، ويعترف مدخل القيمة الإقتصادية المضافة بأن حقوق الملكية لها تكلفة شأنها في ذلك شأن الأموال المقترضة. وبناء عليه فإن كفاءة الإدارة تتوقف على قدرتها على تحقيق عائد للملاك يفوق تكلفة كافة الأموال التي اعتمدت عليها المنشأة لتحقيق هذا العائد، بما في ذلك أموال الملاك أنفسهم. بل والاهم من ذلك، أن المؤشر المذكور يراعى عند تقدير تكلفة حقوق الملكية، وملاءمتها لمستوى المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يحققه حملة الاسهم. (هندي، ٢٠٠٩).

ومن الجدير بالذكر أن الغالبية العظمى من الكتاب والباحثين أوصوا بضروه الاهتمام والتركيز على خلق القيمة ومن ثم التركيز على مفهوم تعظيم ثروة الملاك كهدف استراتيجي للإدارة المالية كما أن هناك العديد من الدراسات كدراسة Donald (2002) H.Lehmann, التي توصلت الى أن الشركات التي قامت بإعادة هيكلتها دون الأخذ بعين الإعتبار تكلفة رأس المال لم تسهم في تحقيق أي قيمة مضافة للملاك، كما لم يلاحظ أي تغيير وتطوير وتحسين على أدائها المالي. وعليه إذا ما رغبت الوحدات الإقتصادية في تعظيم ثروة مالكيها فيجب أن تهتم بالعلاقة بين العائد والمخاطرة وتأخذ بعين الاعتبار هيكل رأس المال.

هذا وتعد نظرية هيكل رأس المال إحدى أهم نظريات التمويل، إذ كانت الإنطلاق الحقيقية لهذه النظرية، بعد المقالة الشهيرة لـ (Miller & Modigliani, 1958). وقدمت هذه المقالة مجموعة من النتائج الهامة، معتمدة على مجموعة من الفرضيات، ومن أبرز هذه النتائج، أن العالمين افترضوا كفاءة سوق الأوراق المالية عند بناء نظريتهما لهيكل رأس المال، وعليه فإن قيمة الشركة لا تتأثر بهيكل رأس المال، فلكل شركة هيكل خاص برأسمالها، تختاره ليحقق أدنى تكلفة ممكنة. وعلى الرغم من وجود إنتقادات للنظرية حول هيكل رأس المال، إلا انها شكلت الأساس في ظهور العديد من نظريات هيكل رأس المال مثل نظرية المقايضة Trade-Off Theory، نظرية أولويات التمويل Pecking Theory، ونظرية الوكالة Agency Theory. حيث تم اختبار هذه النظريات في العديد من الدراسات في محاولة لتفسير قرار التمويل، ومن بين هذه الدراسات دراسة (DeAngelo and DeAngelo, 2006)، التي أشار فيها الباحثان إلى فشل هذه النظريات في تقديم شرح كامل عن الدوافع وراء قرار التمويل الخارجي، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن قرارات التمويل والتي يتم اتخاذها من قبل إدارة الشركة تتأثر بعوامل أخرى، لم تستطع النظريات التقليدية سابقة الذكر التوصل إليها. حيث إعتبرت الدراسة أن المرونة المالية هي الرابط المفقود في نظريات هيكل رأس المال.

فإن هيكل رأس المال للشركات بشكل عام يتوزع بين ثلاثة مصادر، هي الأسهم، الأرباح المحتجزة والإقتراض، إن هذا التنوع يشير إلى احتمال حدوث تعارض مستقبلي في المصالح، وهذا ما أكده (Jensen & Mecling (1976). عندما اعتبرنا أن الشركة تعد حلقة أو سلسلة من العقود، ترتبط فيما بينهما بمجموعة من الأعضاء، وهم بدورهم يقدمون عوامل الإنتاج ( المساهمين، الدائنين، العاملين والإدارة ) للمنشأة. وهنا يأتي دور الإدارة بصفتها مسؤولة عن التنسيق بين أعضاء هذه السلسلة، تتخذ قرارات من شأنها تحقيق أهداف الشركة ككل، أما إذا حاولت الإدارة أن تسلك طريقا آخر لتحقيق أهدافها الخاصة، فإنه لابد من حدوث صراع. وإن تحديد شدة الصراع وتفاقمه، يعتمد

على كيفية توزيع الملكية بين الطرفين فالذي يملك نسبة أكبر من الأسهم (ملكية كبار المساهمين، ملكية المؤسسات مالية، الملكية الحكومية، الملكية الإدارية)، لابد أن يكون له نفوذ وسلطة أكبر في إتخاذ القرارات، وبالتالي التأثير على قيمة الشركة.

وقد شكل الفصل بين الإدارة والملكية الأساس النظري الذي اعتمد عليه Jensen & Mecling (1976)، في بناء نظرية الوكالة حيث أشارا الى أن الفصل بين الإدارة والملكية يعطى الإدارة الحافز لتحقيق أهدافها على حساب حملة الأسهم، مما يؤثر على قيمة الشركة وبالتالي على الثروة المتحققة للمالكين. ويعود السبب في ذلك الى أن الفصل قد يدفع بالإدارة إلى استنزاف الموارد المالية للشركة، أو الإستثمار في مشاريع أقل ربحية من أجل تحقيق المنافع الخاصة، وهناك العديد من الطرق التي يمكن من خلالها الحد من قدرة الإدارة على تبديد موارد الشركة، من بينها سياسة توزيع الأرباح، سياسة الدين، وهيكل الملكية. فقد احتل هيكل الملكية ومدى تأثيره على الأداء المالي والسوقي للمنشأة مكانة كبيرة بين الباحثين في مجال علوم التمويل والمهتمين بشؤونه منذ قيام كلا من Berle & Means (1932) بوضع النظرية الإدارية للمنشأة، وذلك لما لهيكل الملكية من آثار على قرارات التمويل والاستثمار كاختيار هيكل التمويل الأمثل وتكلفة الأموال وقرارات توزيع الأرباح... الخ، بالإضافة إلى أهميته في رسم السياسات المالية المستقبلية للمنشأة .

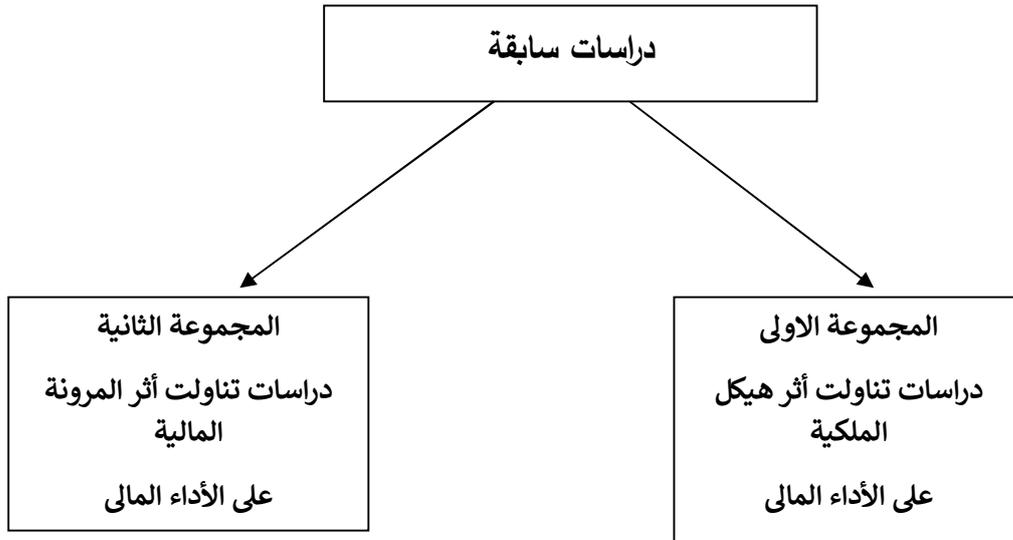
وجاءت نظرية الوكالة لشرح العلاقة بين الإدارة والمساهمين، إذ تنشأ علاقة الوكالة عندما يتم توكيل (تفويض) مجموعة من الملاك (المساهمين) لجهة معينة (الإدارة)، لإدارة مشروع ما لتحقيق أهدافهم ورغباتهم . وهذا ما يؤكد الفكر الكلاسيكي إذ يفترض أن الإدارة وكيلة عن الملاك، ومن ثم يصبح لزاما عليها، أن تسعى الى تحقيق الأهداف، التي دفعت هؤلاء الموكلين إلى توجيه جزء من ثروتهم للاستثمار في الشركة المعنية. (مصطفى، ١٩٩٧).

## ١ دراسات سابقة

## ١/١ مقدمة :

اكتسبت حوكمة الشركات أهمية كبيرة في البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، وقد أدت العديد من الأزمات المالية إلى أن أصبح هناك وعي متزايد لدى العديد من الشركات لوضع ضوابط ومعايير تكفل أداء إداريا جيدا وتوفير رقابة فعالة على إدارات هذه الشركات، وقد قام العديد من الباحثين بإجراء العديد من الدراسات لفحص أثر مؤشرات حوكمة الشركات والمرونة على الأداء المالي لها.

وسوف يتناول الباحث الدراسات السابقة في مجموعتين ثم بيان العلاقة بين القيمة الإقتصادية المضافة والأداء المالي على النحو التالي :



## ١/٢ المجموعة الاولى : دراسات تناولت أثر هيكل الملكية على الأداء المالي:

بحثت دراسة (Earle, et al., (2005) العلاقة بين ملكية كبار المساهمين والأداء المالي للمنشأة، وأوضحت النتائج أن ملكية كبار المساهمين تؤثر إيجابيا على

الأداء المالي، مقاسا بمعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ونسبة Tobin's Q. وفي دراسة (Omran, et al., (2008) أوضحت النتائج عدم وجود تأثير معنوي لملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للمنشأة، مقاسا بمعدل العائد على الأصول، ونسبة Tobin's Q، وتحليل بيانات الدراسة باستخدام المربعات الصغرى العادية. بينما توصل الباحثون في دراسة (Siala, et al., (2009) إلى أن ملكية كبار المساهمين تؤثر إيجابيا على الأداء المالي، وفي دراسة (Ganguli & Agrawal, (2009) أوضحت النتائج أن ملكية كبار المساهمين تؤثر إيجابيا على الأداء المالي. وأيضا دراسة (Nor, et al., (2010) أوضحت النتائج أن ملكية كبار المساهمين تؤثر إيجابيا على الأداء المالي.

في حين أن دراسة (Ghan barie, et al., (2012) قامت بالبحث في العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي وملكية المؤسسات المالية في المنشأة كآلية من آليات حوكمة الشركات، وقد أوضحت النتائج، أن المؤسسات المالية تؤثر إيجابيا على مؤشرات الأداء المالي، كما تم قياس الأداء المالي من خلال معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على المبيعات، ونسبة الأرباح التشغيلية إلى الأصول. بحثت دراسة (Abrazak, et al., (2013) العلاقة بين ملكية الحكومة في المنشأة والأداء المالي للمنشأة، بالاعتماد على عينة مكونة من ٢١٠ منشأة مسجلة في بورصة كوالالمبور في ماليزيا عن الفترة من ١٩٩٥ إلى ٢٠٠٥ وقد تم الاعتماد على هذه الفترة الطويلة لتغطية فترة ما قبل الأزمة الاقتصادية وفترة ما بعد الأزمة الاقتصادية وأوضحت النتائج وجود علاقة إيجابية بين الملكية الحكومية والأداء المالي للمنشأة. وقامت دراسة (Chiang & Cheng, (2013) على عينة مكونة من ٣٣٠ منشأة في تايوان عن الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠٠٩، وأوضحت النتائج وجود علاقة غير خطية بين ملكية الحكومة والأداء المالي للمنشأة U Shaped، فقد كانت العلاقة إيجابية

حتى مستوى معين، ثم أصبحت العلاقة سلبية. وهذا راجع لإختلاف نسبة الملكية الحكومية من عام لآخر خلال فترة الدراسة.

وفى دراسة **Mueller & Spitz, (2006)** أوضحت النتائج عدم وجود تأثير معنوي للملكية الإدارية على الأداء المالي. وفى دراسة **Hu & Lzumida, (2008)** أوضحت النتائج أن الملكية الإدارية تؤثر إيجابيا على الأداء المالي حتى نقطة معينة ثم بعد هذه النقطة تؤثر سلبيا ويطلق على هذه الحالة U Shaped. بينما دراسة **Dey, (2008)** ودراسة **Chung, et al., (2008)** ودراسة **Leung & Horwitz, (2010)** أوضحت نتائجهم أن ملكية المديرين تؤثر إيجابيا على الأداء المالي.

١/ ٣ المجموعة الثانية: دراسات تناولت أثر المرونة المالية على الأداء المالي:

وقامت دراسة **DeAngelo&DeAngelo, (2006)** بمقارنة نظريات هيكل رأس المال للشركات الأمريكية؛ نظرية ترتيب أولوية التمويل ونظرية المقايضة (The Pecking Order and Trade of Theories) من أجل تطوير نظرية متكاملة تفسر هيكل رأس المال، وتوصلت الدراسة إلى أهمية الأخذ بعين الاعتبار المرونة المالية للشركة عند إتخاذ قرارات التمويل، باعتبارها الحلقة المفقودة في نظريات هيكل رأس المال التقليدية. بالإضافة إلى تكاليف الوكالة المرتبطة بسوء التوزيع المحتمل للتدفقات النقدية من جانب المديرين، ويتوقع هذا النموذج أن الشركات ستحافظ على نسبة رافعة مالية منخفضة على المدى الطويل بهدف تعزيز المرونة المالية.

كما قامت دراسة **Byoun, (2007)** بإختبار العلاقة بين كل من حجم الشركة والرافعة المالية، تحت إطار المرونة المالية بالإعتماد على بيانات جميع الشركات الأمريكية المتاحة للفترة (١٩٧١-٢٠٠٦). وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الصغيرة لديها نسب رافعة مالية أقل، لكن ذلك ليس بسبب الأموال المتحصلة من الداخل (التمويل

(الداخلي) كما جاء في نظرية ترتيب أولويات التمويل، ولكن بسبب التمويل الخارجي عن طريق الأسهم، وقامت دراسة (Oded, (2008) بمحاولة تفسير سياسة المدفوعات الخاصة ببعض الشركات الأمريكية بالإعتماد على تكاليف الوكالة الخاصة بالنقدية الحرة، وتوصلت الدراسة الى نتائج تفيد بأن توزيع الأرباح يحد من تكاليف الوكالة للنقدية الحرة. وقامت دراسة (Gdala, (2009) بدراسة العلاقة بين كل من الإستثمار الحقيقي والمتوقع وبين المرونة المالية ومكوناتها من ناحية أخرى، باستخدام أسلوب تحليل البيانات المدمجة Panel data analysis ل ١٠٢ شركة تداول عامة في سوق وارسو (بولندا) للأوراق المالية Warsaw Stock Exchange خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠٠٨). فقد توصل إلى مجموعة من النتائج من بينها، أن هناك أدلة متضاربة، حول بناء المرونة المالية في الولايات التي تتمتع بدرجة عالية من النمو، قبل قيامها باي إستثمار حقيقي موسع. أي أن حساسية الإستثمار العالية للتدفقات النقدية مجتمعة مع إمكانية التنبؤ بتدفقات المرحلة التوسعية الدورة الأعمال التجارية Business cycle قد تخفف من الحاجة لبناء المرونة المالية.

وقامت دراسة (Arslan et al., (2011) بدراسة أثر المرونة المالية على كل من إستثمار وأداء ١٠٦٨ شركة غير مالية في الفترة (١٩٩٧-١٩٩٨). ووجدت أن الشركات يمكن أن تحقق درجة عالية من المرونة المالية، بالإعتماد بدرجة كبيرة على سياسات التحفظ في الإقراض (Conservative Leverage Policies)، وأيضاً الإعتماد على الأرصدة النقدية الكبيرة، ولكن بدرجة أقل. كما أشارت النتائج إلى أن مؤشرات المرونة المالية على أساس الرفع المالي والنقدية تمثل عوامل أفضل للتنبؤ بأداء الشركات واستثماراتها بدلا من مقاييس القيود المالية التقليدية مثل حجم الشركة، وعمرها، وتوزيعات الأرباح، وغيرها.

## ١/ ٤ العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والأداء المالي:

وعن الدراسات الخاصة بالعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والأداء المالي، فقد قامت بعض الدراسات بالمقارنة بين مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية ومقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد أهم المقاييس الحديثة للأداء الذي قدمه Stern & Stewart عام ١٩٨٢ (هندي، ٢٠١١). واختلفت النتائج بين مؤيد ومعارض لاستخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء.

فمن الدراسات التي أظهرت تفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على مقاييس الأداء التقليدية دراسات (Lehn & Makhija (1996) و Kurmi & Bognarova (2017) و Rakshit (2017). فقد بينت دراسة (Lehn & Makhija (1996) التي أجريت على ٢٤١ شركة أمريكية خلال الفترة ١٩٨٧ - ١٩٩٣ أن كل المقاييس التقليدية للأداء، وكذلك المقاييس الحديثة لها علاقة موجبة مع عوائد الأسهم. وترتبط القيمة الاقتصادية المضافة بصورة أكبر من باقي المقاييس مع عوائد الأسهم.

أما (Bognarova (2017 فقد توصل لتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة على مقاييس الربحية التقليدية في تفسير التغير في القيمة الاقتصادية المضافة في دراسته المطبقة على ٥٠ شركة بسلوفاكيا خلال الفترة ٢٠١٠ - ٢٠١٥. وفيما يخص الدراسات العربية المؤيدة للقيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية للأداء دراسة أبو العلا (٢٠٠١) والشيخ (٢٠١٢) وعودة (٢٠١٤) على السوق الاردني، ودراسة نوفيق (٢٠١٠) دراسة وصفية على قطاع الاتصالات المصري خلال عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩، وعلى النقيض من الدراسات سافة الذكر هناك عدة دراسات أخرى مثل (De Wet (2005) و (Kumar & Sharma (2011) و (Madhavi & Prasad (2015)، لم يتوصلوا لتفوق EVA على المقاييس التقليدية.

هذا ويتمثل الهدف الرئيسي من عرض وتحليل الدراسات السابقة في تحديد متغيرات المشكلة البحثية الحالية، وتحديد العلاقة بين هذه المتغيرات، وكذلك اتجاه

ونوع العلاقة، بالإضافة إلى تحديد الفجوة البحثية والتي سوف يتناولها الباحث في الدراسة العملية.

وبالتالي يمكن القول إن الدراسة الحالية تعد إمتداداً لجهود الباحثين في هذا المجال وذلك لإبراز الدور الحيوي لهيكل الملكية في معالجة مشكلة التضارب بين الإدارة والمساهمين، مما قد يساهم في رفع قيمة الشركة في السوق. وتوضيح دور المرونة المالية كمحدد من محددات هيكل رأس المال. ومدى تأثيرها على القرارات التمويلية في بيئة الأعمال المصرية. حيث لا يوجد - على حد علم الباحث - أية دراسات عربية ربطت بين هيكل الملكية المتمثل في (ملكية كبار المساهمين - ملكية المؤسسات المالية، والملكية الحكومية - الملكية الإدارية)، والمرونة المالية المتمثلة في ( معدل صافي الديون - معدل تغطية الفوائد - معدل صافي التدفق النقدي التشغيلي الى الديون ) ودراسة العلاقة بين هيكل الملكية والمرونة المالية.

وقياس تأثيرهما على القيمة الإقتصادية المضافة ( بالاعتماد على قاعدة بلومبيرج المالية العالمية شاملة التعديلات الخاصة بالقيمة الاقتصادية المضافة) للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل المتغيرات الرقابية ( حجم الشركة - معدل النمو ). وترتيباً على ذلك تعد الدراسة من أوائل الدراسات التي تتعرض لهذا الموضوع حيث أنها تسد فجوة واضحة في هذا المجال البحثي الهام وتفتح المجال لدراسات مستقبلية جديدة.

## ٢ مشكلة الدراسة

تعاني معايير قياس الأداء المالي، وفي مقدمتها النسب المالية، من عدم القدرة على الكشف عما إذا كانت جهود الإدارة قد ساهمت بالفعل في تعظيم ثروة الملاك أم لا. فنسب الربحية لا تأخذ بشكل واضح ومباشر تكلفة الأموال التي استخدمت في تحقيق تلك الأرباح، فضلاً عن أنها لا تأخذ في الحسبان ما تتعرض له تلك الربحية من مخاطر، أي لا تأخذ في الحسبان معدل العائد الذي يطلبه الملاك. (هندي، ٢٠٠٩).

الأمر الذي شكل قوة ضغط دفعت الشركات إلى البحث عن مقياس فعال للأداء الداخلي والخارجي للإدارة وتبني مقاييس ملائمة تمكنهم من قياس وتحديد القيمة المحققة الفعلية، والتي تعتمد في أساسها على خلق القيمة للمنشأة وحملة الأسهم وتفاذي تضارب مصالح المستثمرين مع مصالح الإدارة، ومراعاة التغيرات المرتبطة بالقيمة السوقية للأسهم، وليست تلك التي تعتمد على الربح المحاسبي الذي تعرض في الآونة الأخيرة إلى العديد من الانتقادات، ومن أهم وأشهر تلك المقاييس القيمة الاقتصادية المضافة للشركات فهي أداة لقياس الأداء الداخلي والخارجي للشركة، وتأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال العامل. (توفيق، ٢٠١٠).

و يعتبر هيكل الملكية من الأدوات المهمة للحد من التعارض في المصالح بين المساهمين والمديرين، فإذا ما تضمن هيكل الملكية، ملكية للحكومة، فإن ذلك قد يجعل المنشأة تقوم بوضع أهداف سياسية واجتماعية إلى جانب هدف تعظيم الربح مما يعمل على زيادة كفاءة المنشأة، كما أن سلوك الإدارة قد يتأثر بالملكية المؤسسية، وذلك من خلال ما يمتلكونه من حصص كبيرة في الشركة، فإن ذلك يعمل على وجود رقابة فعالة على إدارة المنشأة بطريقة أكثر كفاءة لمصلحة المساهمين، وبالتالي معالجة مشكلة التضارب والتكاليف الناتجة عنها مما قد يساهم في رفع قيمة الشركة في السوق. (صالح، ٢٠١٣).

وعلى هذا تصبح الحاجة ملحة للسيطرة على التصرفات غير المسؤولة التي قد تقوم بها الإدارة، وذلك من خلال معرفة نمط هيكل الملكية السائد في الشركة، وما إذا كانت هذه الملكية مركزة أو موزعة، وذلك لما لهيكل الملكية من تأثير على تكلفة مصادر التمويل الرئيسية التي تعتمد عليها الشركات في تمويل احتياجاتها من الموارد المالية، كما تعتبر المرونة المالية للشركات أحد الأسس الهامة عند اختيار هيكل التمويل. حيث تشير المرونة المالية إلى قدرة الشركة على تعديل هيكل التمويل وفق التغير الذي قد يطرأ على احتياجاتها للأموال، وذلك من خلال المواءمة بين الظروف المالية للشركة

ومصادر التمويل المتاحة، لتكون قادرة وبشكل مستمر على مواجهة التغيرات وترتيب أوضاعها الداخلية بما يتناسب مع تلك المستجدات (Byoun, 2011).

وقد قام العديد من الباحثين في العديد من الدول بدراسة أثر هيكل الملكية على الأداء المالي وقد جاءت نتائج هذه الدراسات متباينة فلقد أظهرت بعض الدراسات على وجود تأثير إيجابي لهيكل الملكية على الأداء المالي كما في دراسة كل من (Agrawal & Ganguli, 2009, Siala, et al., 2009). (Lajavardi, et al., 2015, Ahmed, et al., 2012, Nor, et al., 2010; Earle, et al., 2005). في حين أن هناك اتفاق للباحثين في معظم الدراسات على عدم وجود تأثير معنوي لهيكل الملكية على الأداء المالي كما في دراسة كل من: (Fratini & Tettamanzi, 2015). (Dhamija, et al, 2014 2015).

كما أجمعت الدراسات السابقة على أهمية المرونة المالية في تحديد القرارات التمويلية والإستثمارية وعدم وجود مقياس محدد للمرونة المالية، وبالتالي اعتمد الباحث على عدة مقاييس للتعبير عن المرونة المالية للشركات كدراسة Gamba & Traints (2014); Arslan-Ayaydin et al., (2014); Rapp et al., (2014) ودراسة (Bancel & Mitto, 2011).

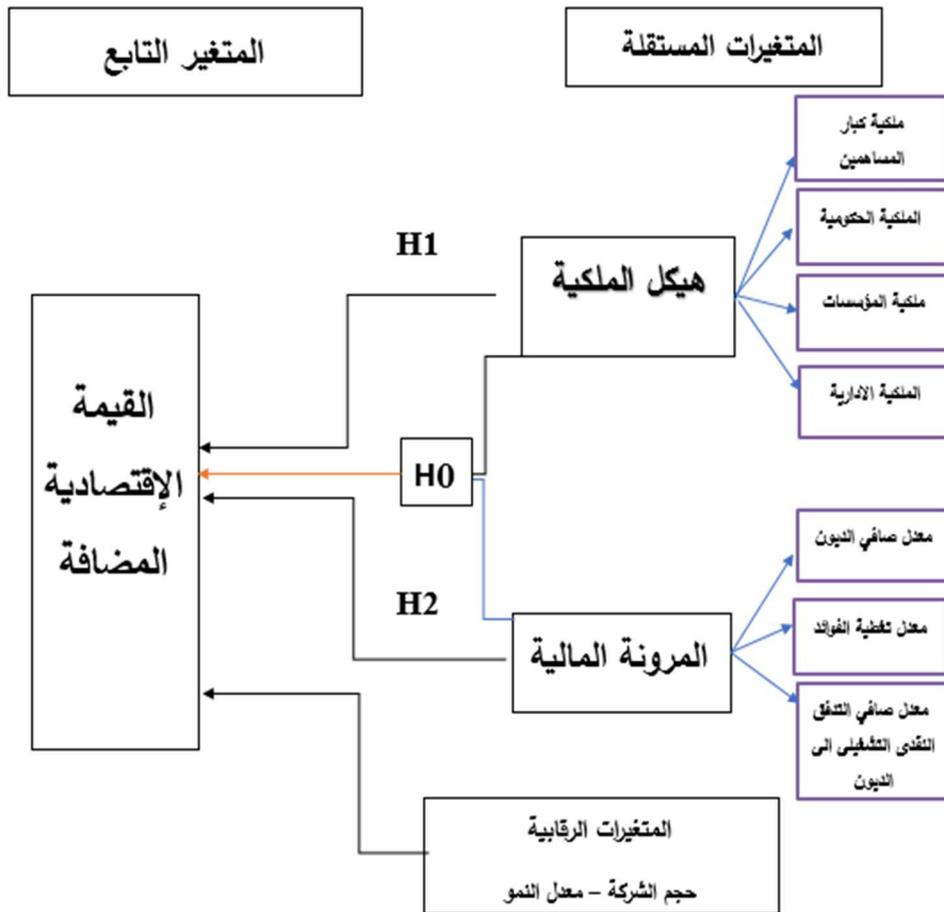
بالإضافة إلى ندرة الدراسات التي تناولت أثر كلا من هيكل الملكية والمرونة المالية وتكوين مؤشر خاص بها وتأثيرهم على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الأمر الذي يتطلب اختبار تلك العلاقة على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية للوقوف على اتجاه وقوة هذه العلاقة.

فإن المشكلة الأساسية التي تعالجها الدراسة، تكمن في طبيعة هيكل الملكية واختلاف توزيع ملكية الأسهم وفقاً لأنماط هيكل الملكية المختلفة، والقرارات التمويلية وأثر ذلك على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ومن هنا يمكن للباحث تلخيص مشكلة الدراسة في الأسئلة التالية :

- ١- هل يوجد أثر لهيكل الملكية (كبار المساهمين - ملكية المؤسسات المالية - الملكية الحكومية - الملكية الإدارية) على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات؟

- ٢- هل يوجد أثر للمرونة المالية (معدل صافي الديون - معدل تغطية الفوائد - نسبة التدفق النقدي التشغيلي الى الديون ) على القيمة الاقتصادية المضافة؟
- ٣- هل يوجد أثر لكل من : هيكل الملكية، والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات؟

ويمكن بيان نموذج الدراسة في الشكل التالي



المصدر: إعداد الباحث

## ٣ فروض الدراسة

١- الفرض الرئيسي الأول H1: يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات.

٢- الفرض الرئيسي الثاني H2: يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات.

٣- الفرض الرئيسي الثالث H0: " يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لكلا من هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات " .

## ٤ أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في محاولة قياس أثر كلا من هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات ، ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

١- قياس الأداء المالي للشركات، وذلك من خلال استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة.

٢- دراسة أثر هيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات.

٣- قياس العلاقة بين بعض المتغيرات (معدل صافي الديون، نسبة التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية إلى الديون، وعدد مرات تغطية الديون) كمقياس للمرونة المالية ودراسة أثرها على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات محل الدراسة .

## ٥ أهمية الدراسة

يستمد هذا البحث أهميته من الإضافات التي يتوقع أن يقدمها على المستويين العلمي والتطبيقي، فعلى المستوى العلمي يكتسب هذا البحث أهميته من الآتي :

- على حد علم الباحث فإن هناك ندرة واضحة في الدراسات التي تناولت هذه المتغيرات في منظمات الأعمال مع بعضهما البعض وحتى في الدراسات الأجنبية مما سيحقق إضافة نوعية في تناول هذه العلاقة بين هيكل الملكية وأنماطه المختلفة والمرونة المالية وأثرهما على القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**أما على المستوى التطبيقي فيستمد البحث أهميته مما يلي :**

تأتى أهمية هذه الدراسة في تركيزها على سوق الأوراق المالية المصري وهي بذلك تعتبر من أوائل الدراسات التي اهتمت بقياس القيمة الاقتصادية المضافة ( وحساب EVA من قاعدة بيانات مالية عالمية شاملة أغلب التعديلات التي تتم لحساب القيمة الاقتصادية المضافة)، على الشركات العاملة بالسوق المصري والذي يعتبر مرآة للاقتصاد ككل، و بالتالي تسعى الدراسة للتعرف على مصادر تمويل الشركات والدور الذي تلعبه في تحديد هيكل التمويل المناسب واتخاذ القرارات سواء بالاستثمار أو الإقتراض أو القرارات الأخرى التي تحسن من كفاءة السوق بشكل عام.

## ٦ منهج الدراسة

سوف يعتمد الباحث على المنهج الوصفي الإستنباطي من خلال دراسة الظواهر والأحداث المتعلقة بالجوانب العلمية والعملية المتعلقة بمتغيرات الدراسة من أجل تحديد مفهوم كل متغير من هذه المتغيرات، وتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة، وبالتالي الوصول إلى فروض للعلاقة بين متغيرات الدراسة.

كذلك الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي في عرض وتحليل البيانات المتعلقة

بالمتغيرات المستقلة

(هيكل الملكية والمرونة المالية) والمتعلقة بالمتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية)، وتحليل البيانات إحصائياً باستخدام برنامج

STATA . كما يتم الاعتماد على المنهج الإستقرائي من خلال الإستعانة بالرسائل العلمية والمراجع، والدوريات، والمقالات العربية، والأجنبية.

## ٧ حدود الدراسة

تنقسم حدود الدراسة الى :

### ١- حدود تطبيقية:

تقتصر الدراسة التطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية.

- سوف يتم الإعتماد على أربعة أنواع من هيكل الملكية وهم، ملكية كبار المساهمين، ملكية المؤسسات المالية، والملكية الحكومية، والملكية الإدارية على ملكية المؤسسات المالية وملكية الحكومة.

- إستبعاد قطاعى البنوك والخدمات المالية، نظرا لطبيعتهما الخاصة وخضوعهما لمعايير وقوانين خاصة تختلف عن باقى الشركات .

٢- حدود زمنية: فترة الدراسة من عام ٢٠١٤ الى ٢٠١٨ على أساس سنوى ، وهي فترة تسمح باختبار تحليل البيانات المدمجة ( Panel Data Analysis ) .

٣- حدود موضوعية: أثر هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الإقتصادية المضافة.

## ٨ الإطار النظرى للدراسة

### ١/ ٨ مفهوم هيكل الملكية

أدى انتشار شركات الأموال إلى أن العديد من الشركات لم يعد أصحابها هم من يقومون على إدارتها، أو أن هناك جزء من ملاك الشركة يديرون الشركة في حين أن الجزء الآخر من الملاك لا يشترك في عملية الإدارة، وبالتالي فمن الممكن أن تتعارض

مصالح ومنافع الإدارة مع مصالح الملاك، أو أن تتعارض مصالح الجزء الذي يدير الشركة من الملاك مع مصالح ومنافع باقي الملاك.

وبالتالي فإن هيكل الملكية يمكن أن يلعب دورا كبيرا في الحد من السلوك الإنتهازي وتدعيم حوكمة الشركات من خلال الدور الرقابي الذي يمكن أن يقوم به. وتتمثل آليات حوكمة الشركات في آليات من داخل الشركة مثل الإفصاح والشفافية، مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، المراجعة الداخلية، بينما الآليات من خارج الشركة مثل فعالية حملة الأسهم والتي تتوقف على هيكل الملكية، والمراجعة الخارجية وفعالية المقرضين (أصحاب الدين) ومحلي الأوراق المالية، عمليات الإستحواذ على الشركات، وإذا كان هيكل الملكية يعتبر احدى آليات حوكمة الشركات فما المقصود بهيكل الملكية؟ (إبراهيم، ٢٠٠٩)

#### ٨ / ٢ محددات اختيار هيكل الملكية:

تتسم الأسواق المالية منخفضة الكفاءة والفعالية بوجود الملكية المركزة، إلى جانب إنخفاض مستوى البيئة القانونية والمؤسسية في الدولة، وإنخفاض ممارسات حوكمة الشركات وحماية المساهمين مما يترتب عليه قيام كبار المساهمين بتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح صغار المساهمين (الصاوي، ٢٠١٦) في حين أن الملكية المشتتة تتواجد في الأسواق المالية ذات الكفاءة والتي تعمل في مناخ عام تحكمه تشريعات تركز على حماية صغار المستثمرين، ويوفر قدر كاف من الإفصاح والشفافية، وللذان بفضلهما تتحسن كفاءة وسيولة السوق (هندي، ٢٠٠٩). فإن قرار الاختيار من بين الأشكال المختلفة لهيكل الملكية يتوقف على العديد من الاعتبارات والتي تتمثل فيما يلي:

١/٢/٨ إعتبرات متعلقة بالبيئة المحيطة بالمنشأة.

٢/٢/٨ إعتبرات متعلقة بخصائص المنشأة.

٣/٢/٨ إعتبرات مرتبطة بالعوامل السلوكية.

٣/ ٨ هيكل الملكية من منظور نظرية الوكالة وعلاقته بأداء وقيمة الشركات

أظهر (Cuevas et al., 2012)، أن نظرية الوكالة تلعب دوراً مهماً بين هيكل الملكية وأداء الشركة ووفقاً (Shleifer and Vishy (1997 فإن تكلفة الوكالة هي أحد العوامل الحاسمة التي تؤثر على الأداء المالي للشركة وذكر Burgher & paty(2000) أنه ينبغي النظر في هيكل ملكية الشركة عند دراسة مسائل التمويل ويرجع ذلك إلى أن الاختلافات في هياكل الملكية تؤثر على كفاءة أهداف المديرين مع تلك الخاصة بمقدمي التمويل (المساهمين) بمعنى آخر فإن العلاقة التعاقدية بين الملكية والإدارة التي تقوم على مبدأ الفصل بينها أوجد مشاكل عدة تمثلت بمشكلة الوكالة، حيث أن هذه المشكلة تتفاقم تباعاً بسبب عدم تماثل المعلومات. الأمر الذي أوجب على الإدارة البحث والسعي نحو مصالحهم مما كان له من تأثير سلبي على قيمة الشركة، ومن ناحية أخرى فقد قام الملاك بإتخاذ إجراءات أمان ورقابة من خلال الوسائل التي إتخذوها على سلوكيات الإدارة مما ساهم في تحمل المنشأة تكاليف إضافية عرفت بتكاليف الرقابة كذلك يوجد تكاليف أخرى تتمثل بإعداد التقارير التي تقدم للمالكين وتعرف بتكاليف الربط وهدفها التأكد من أن الإدارة تعمل بشكل واضح على تعظيم ثروتهم والسعي وراء مصالحهم.

٤/ ٨ مفهوم المرونة المالية:-

لقد ركز معظم كتاب الإدارة المالية على مقالة (1961) Modigliani & Miller، والتي بنيت على مجموعة من الافتراضات في ظل سوق رأس المال يتسم

بالكفاءة، فالشركة التي تعمل في ظل سوق رأس مال يتسم بالكفاءة لن تحتاج إلى توافر مرونة مالية لديها، نظراً لعدم وجود Market Frictions يعوق الشركة للوصول إلى سوق رأس المال (Denis (2011)، فعلى الرغم من المزايا الضريبية نتيجة استخدام الديون والتي أشار إليها (M&M (1961)، وفي نفس الوقت أعطى تعريفاً مختصراً للمرونة المالية بأنها طاقة اقتراضية غير مستغلة (M&M (1963).

فينظر المديرون الماليون إلى المرونة المالية على أنها عامل رئيسي في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال، حيث أن المرونة المالية تمثل قدرة الشركة على الاستجابة بفعالية للصدمات غير المتوقعة التدفقات النقدية أو الفرص الإستثمارية. ويعرف العديد من المديرين حول العالم المرونة المالية بأنها نسبة الدين التي تحكم رأس المال (2001) (Graham and Harvey، ولكن هناك دراسات قليلة ربطت ما بين مرونة الشركة وهيكل التمويل. لعدم القدرة على تحديد المرونة المالية وصعوبة قياسها (2010) (Bancel & Mittoo).

## ٨ / ٥ أهمية المرونة المالية

من خلال وجهات النظر والأراء العلمية والفكرية التي تناولت المرونة المالية وخلصاً لما ورد فيها يستطيع الباحث حصر مجموعة من النقاط تمثل أهمية المرونة المالية في منشآت الاعمال، لان المرونة المالية من المعالجات الاساسية التي على منشآت الاعمال امتلاكها لتجاوزها اي مخاطر ومشاكل ممكن ان تتعرض لها وامكانية حلها وتلافيها والتي تتمثل بالنقاط الآتية:

- ١- لها دور اساسي في استقرار منشأة الاعمال وبناء جدار للمنظمة من الازمات التي تحيط بعملها أثر المتغيرات البيئية المختلفة.

- ٢- تعد من نقاط القوة التي تمتلكها المنظمات في بيئتها الداخلية، ومساعدتها في تخطيها للالتزامات المالية والرجوع الى وضعها السابق.
- ٣- تكون ميزة تنافسية للمنظمة التي تمتلكها وتجعل لها مكانة سوقية تسبق فيها منافسيها.
- ٤- تعزيز ثقة اصحاب المصالح الداخليين والخارجيين في منشآت الاعمال.
- ٥-

## ٦/ ٨ النظريات ذات الصلة بالمرونة المالية

النظرية	Theory M&M
الباحث	M&M (1958), (1963)
المضمون	الأطروحة الأولى عام 1958 أوضحا فيها عدم وجود تأثير لهيكل التمويل على تكلفة الأموال ومن ثم قيمة الشركة، وفي مقالة تصحيحية عام 1963 أوضحا فيها أن فوائد القروض تؤدي لزيادة قيمة الشركة (مسقطاً فرض عدم وجود ضرائب).
النظرية	Tradeoff Theory
الباحث	Kraus & Litztenberger (1973)
المضمون	تقضي النظرية بأن هيكل رأس المال الأمثل هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي للاقتراض من خلال الوفر الضريبي Tax Shield والتأثير السلبي لوجود تكاليف إفلاس Bankruptcy Cost.
النظرية	Agency Cost
الباحث	Jensen & Meckling (1976)

المضمون	يظهر نتيجة تعارض المصالح بين الملاك والدائنين، نظراً لاستخدام الملاك أموال الدائنين في الدخول في مشروعات ذات مخاطر مرتفعة، ونظراً لتوقع الدائنين مثل تلك التصرفات فإنهم يقومون برفع معدل الفائدة على القروض المستخدمة عن المعتاد، ويطلق على ذلك السلوك استبدال الأصول Assets substitution، فتظهر تكلفة وكالة الديون.
النظرية	Pecking Order
الباحث	Myers & Majluf (1984)
المضمون	استند على البحث الذي قدمه (Donaldson 1961) في تفسير السلوك التمويلي للشركات، مقدماً نظرية الالتقاط التدريجي، والتي تفترض أن الشركات تتبع تسلسلاً هرمياً في تمويل استثماراتها، بالاعتماد أولاً على مصادر التمويل الداخلي، ثم يليه التمويل بالديون، وأخيراً التمويل بالأسهم كمالذ أخير.

المصدر: إعداد الباحث

#### ٨ / ٧ نشأة القيمة الاقتصادية المضافة ومفهومها: -

أدى التقدم السريع والنمو الكبير في مؤسسات الأعمال إلى تطور العديد من أدوات القياس كالدخل المتبقي (Residual Income (RI)، ونشأة مقاييس أخرى جديدة كمعدل العائد الداخلي Internal Rate of Return، وعائد التدفقات النقدية من الاستثمارات (Cash Flow Return On Investment (CFROI)، والاعتماد على النمو المستقبلي (Future Growth Reliance (FGR)، والقيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added (EVA) (هالة الخولي، ٢٠٠٠)، وتشارك هذه المقاييس جميعها في هدف واحد وهو قياس أداء المؤسسة داخلياً وخارجياً خلال فترة محددة لتحسين مستوى العمل فيها وتعزيز منافستها للمؤسسات الأخرى بالتالي جذب المزيد من الاستثمارات.

ومع نهاية القرن العشرين قامت مؤسسة Stern & Stewart بتطوير الدخل المتبقي باقتراح مجموعة من التعديلات على كل من صافي الربح ورأس المال المستثمر لإصلاح بعض التشوهات في النموذج المحاسبي المستخدم في قياس الأداء عن طريق الدخل المتبقي، وأصدرته بسمى جديد (EVA) Economic Value Added ) الخولي، ٢٠٠١ & Rajbir, 2014).

كما تقوم مؤسسة Stewart Stern بإعداد تقارير مالية دورية تنشرها في مجلة EVALuation التي تصدرها، ويتضح من عنوان المجلة محاولة الربط بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومصطلح التقييم Evaluation، وقد مرت EVA بعدة تطورات منذ نشأتها ففي بداية الأمر بدأ تطبيقها على قطاعات التصنيع والبيع بالتجزئة ومؤسسات الخدمات، وفي أواخر التسعينات واجهت تحديات مع المؤسسات المالية ومؤسسات الموارد الطبيعية والتعدين تكمن في إدارة المخاطر؛ وعولجت هذه القضايا ببعض التعديلات التي أجريت على بعض البنود المحاسبية؛ ليقدم معيار للأداء على أساس توقعات المستثمرين والسوق التنافسية (Ehrbar and Stewart, 2005)، واحتوى الهيكل التخطيطي للقيمة الاقتصادية المضافة EVA على عدد من النظم المالية كالمحاسبة المالية والإدارية وأساليب تقييم الأداء جميعها تحت مسمى EVA، (O'Hanlon and Peasnell, 1998).

إذن فالقيمة الاقتصادية المضافة EVA كما عرفت مؤسسة Stewart & Stern هي مقياس للربح الاقتصادي ويتم احتسابها بأخذ الفرق بين صافي أرباح التشغيل بعد خصم الضرائب وتكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر؛ وتحدد تكلفة الفرصة البديلة هذه بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) مضروباً في مبلغ رأس المال المستثمر، أي أن القيمة الاقتصادية المضافة تستند على تعظيم الثروة التي يجب

أن تعود على المؤسسات بعوائد أكبر من تكلفة الديون وحقوق الملكية. (عدنان وآخرون، ٢٠١١)

#### ٨/ ٨ دور مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تعظيم قيمة الشركة: -

أثبتت العديد من الدراسات أهمية تحديد قيمة الشركة لمستخدمي المعلومات وخاصة في تقييم قدرة الشركة على الاستمرارية والتي تمثل أحد أهم الأهداف الاستراتيجية للشركة. ومن أهم تلك الدراسات دراسة (Jensen) التي أكدت على أن من أهم دوافع المستثمر في اتخاذ قرار الإستثمار أو الإستمرارية لحيازة أسهم الشركة هي المعلومات الخاصة بقيمة الشركة.

حيث أنها تعبر عن مدى القدرة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية. ولذلك فإن توفير مثل تلك المعلومات تساهم بشكل أو بآخر في تطوير التقارير المالية. وكما سبق ذكره، أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة تعد أحد أهم أدوات قياس وتقييم قيمة الشركة، وبالتالي تمثل منهج متكامل يساعد الشركات على صياغة وتحقيق استراتيجياتها.

#### ٩ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وعددهم ٢١٨ شركة، وتم الإعتماد على مؤشر EGX 100 خلال الفترة ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ وهو المؤشر الأوسع نطاقا الذي يقيس التغير في أسعار إقبال الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، والتي لها قيم سوقية لأسهمها معلنة ويتم التداول عليها من قبل المستثمرين والمؤسسات المالية ويتكون المؤشر من الشركات المكونة لمؤشر EGX 30 وكذلك الشركات المكونة لمؤشر EGX 70، ومن ثم ينطبق شروط ومعايير ( الإنضمام / الإستبعاد) لهما على مؤشر EGX 100. ويرجع السبب في استخدام

الباحث لمؤشر EGX 100 أنه يتقذى التركيز على صناعة معينة ومن ثم يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف القطاعات.

قام الباحث بوضع مجموعة من الإشتراطات والتي يجب توافرها في مفردات عينة الدراسة وهي:

١- أن تكون الشركة مقيدة في سوق المال المصري خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨.

٢- أن تكون الشركة قدمت تقرير الإفصاح عن هيكل المساهمين ومجلس الإدارة خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨.

٣- استبعاد البنوك وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية لما لها من قوانين وقواعد خاصة.

٤- أن تتوفر بيانات قوائمها المالية خلال فترة الدراسة ( ٢٠١٤-٢٠١٨ )

وفى ضوء الشروط السابقة سوف تتكون عينة البحث من ٦٠ شركة خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ بمجموع مشاهدات/ملاحظات ٣٠٠ مشاهدة.

١٠ المتغيرات المستقلة تتمثل فيما يلي:

١٠/١ هيكل الملكية

وهو يتكون من ملكية كبار المساهمين، والملكية الإدارية، وملكية المؤسسات المالية، والملكية الحكومية، وفيما يلي شرح مختصر الكيفية قياس كل متغير من متغيرات هيكل الملكية:

## ملكية كبار المساهمين Large Shareholders ١/١/١٠

## :Ownership

يقصد بكبار المساهمين: "المساهمون الذين يمتلكون أكثر من ٥٪ من أسهم المنشأة"، وتم قياس هذا المتغير من خلال نسبة الأسهم المملوكة للمساهمين الذين يملكون ٥٪ فأكثر الى إجمالي أسهم المنشأة،  
(Thomsen, et al., 2006).

## ملكية المؤسسات المالية: ٢/١/١٠

يقصد بها امتلاك إحدى المؤسسات المالية مثل (البنوك، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، وصناديق المعاشات لأسهم في منشأة معينة، وقد تم قياس هذا المتغير من خلال نسبة الأسهم المملوكة بواسطة المؤسسات المالية الى إجمالي أسهم المنشأة) (Ghan barie, et al., 2012)

## الملكية الحكومية: ٣/١/١٠

يقصد بها امتلاك الحكومة أو إحدى المؤسسات الحكومية الأسهم في إحدى المنشآت، وقد تم قياس هذا المتغير من خلال نسبة الأسهم المملوكة بواسطة الحكومة أو إحدى مؤسساتها إلى إجمالي أسهم المنشأة (Irina & Nadezhda, 2009), (Shahid,2003).

## الملكية الإدارية Managerial Ownership ٤/١/١٠

يقصد بها: "امتلاك المديرين أو أحد أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين لأسهم في المنشأة التي يقومون بإدارتها" (Choi, et al., 2011)، الملكية الادارية وسوف يتم قياسها من خلال نسبة الاسهم المملوكة بواسطة عضو أو أكثر من أعضاء مجلس الادارة في أسهم المنشأة. ( الدين، ٢٠٠٩).

## ١٠ / ٢ المرونة المالية

هناك دراسات اعتمدت على مؤشر واحد في قياس المرونة المالية، ودراسات أخرى اعتمدت على مؤشرات مركبة، ولقد استخدم الباحث ثلاثة مؤشرات لقياس المرونة المالية، هم:

## ١ / ٢ / ١٠ معدل صافي الديون

يحسب معدل صافي الديون من خلال نسبة الديون مطروحاً منها نسبة الاحتفاظ بالنقدية Cash Holding، وتعتبر نسبة الديون من أهم المتغيرات ذات التأثير على أداء الشركة. (هندي، ٢٠٠٨).

## ٢ / ٢ / ١٠ نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الديون

سنأخذ أيضاً نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الديون كمؤشر للمرونة المالية، والتي تم حسابها بقسمة المتوسط المتحرك للدخل التشغيلي ( Operating income) على إجمالي الديون، ويمثل الدخل التشغيلي؛ الدخل الذي تحققه الشركة قبل طرح الإهلاك والضرائب والفوائد. (Byoun, 2011)

## ٣ / ٢ / ١٠ معدل تغطية الفوائد

يتم حساب معدل تغطية الفوائد بقسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على مجموع الفوائد المستحقة، وهو بذلك يقيس عدد المرات التي يمكن فيها تغطية الفوائد من صافي الدخل المتاح لسدادها. (هندي، ٢٠٠٩) و (John and , 2010) . (Mathusamy)

## ١٠ / ٣ المتغير التابع

## ١- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added

ولقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA تم استخدام المعادلة الآتية:

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) =

( معدل العائد على رأس المال المستثمر - المتوسط المرجح لتكلفة الأموال ) X رأس المال المستثمر

Control variables: المتغيرات الرقابية: ٤/ ١٠

١/٤/١٠ حجم الشركة Firm Size:

استخدم الباحث اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول كمقياس للحجم، كما في دراسة Ahmad et al., (2012); Kadioglu et al., (2017); Ashouri et al., (2017); Yeo (2018).

٢/٤/١٠ معدل نمو الأصول Growth:

يعتبر هذا المؤشر مقياساً هاماً للتنبؤ بالمخاطر السوقية للأسهم، ومن ثم التأثير على الأداء المالي للشركة، ولقد اعتمدت عليه دراسة (Osamwonyi & Lola-، Ebuieku, 2016; Awais et al., 2016)

١١ إختبارات فروض الدراسة

١/ ١١ الفرض الأول  $H_1$ : يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة.

١/١/١١ عرض نتائج النموذج القياسي

• الاختيار بين أنموذج الانحدار المجمع وأنموذج الآثار الثابتة أو أنموذج الآثار العشوائية

من أجل الاختيار بين PRM و FEM أو REM سوف يتم استخدام اختبار مضاعف لاجرانج

## جدول رقم (1) نتائج اختبار مضاعف لاجرانج

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

log_EVA[CID,t] = Xb + u[CID] + e[CID,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
log_EVA	.6550403	.8093456
e	.1340972	.3661928
u	.1699237	.412218

```

Test:  Var(u) = 0
       chibar2(01) = 160.45
       Prob > chibar2 = 0.0000

```

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

توضح نتائج الاختبار أن قيمة prob لمضاعف لاجرانج بلغ 0.000 وهي أقل من 0.05 مما يدعونا الي قبول فرض العدم والذي ينص على بان نماذج انحدار FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM، ورفض الفرض البديل والذي ينص على PRM سيكون أفضل من كل من FEM و REM.

### اختبار Hausman ٢/١/١١

اختبار Hausman من أجل الاختيار بين أنموذج الآثار الثابتة (FEM) وأنموذج الآثار العشوائية (REM)، ويوضح الجدول التالي نتائج الاختبار:

## جدول رقم (2) نتائج اختبار Hausman

```

. hausman fixed random

```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
log_Conc	1.492374	.7760805	.7162937	.510226
log_Ins	.1053561	.0243883	.0809678	.2435458
log_gov	.0965065	.0885065	.008	.0125285
log_mang	.0397833	.0238642	.015919	.011195
log_tsize	.5094356	.6608283	-.1513927	.1529143
log_Growth	-.0592536	-.0746015	.0153479	.051892

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 11.15
Prob>chi2 = 0.0838

```

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

توضح نتائج الجدول السابق أن قيمة معنوية اختبار Hausman بلغت 0.0838 وهي أكبر من ٥٪، وتنص فرضية العدم علي عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، أما الفرضية البديلة، فتتنص على وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، ومن النتائج نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل وبالتالي فإن النموذج الأفضل هو REM.

٣/١/١١ تقدير أنموذج الإنحدار REM

ولغرض تحديد نتيجة الفرضية العدمية الرئيسية الأولى اعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار المتعدد، وقد تم الاعتماد على قيمة Sig F لقبول أو رفض أنموذج الدراسة

ومعرفة مدى ملائمته في تمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث تشير قاعدة القرار إلى أنه يتم قبول الأنموذج عندما تكون قيمة Sig F أقل من 0.05، كما يجب أن تكون قيمة F المحسوبة أعلى من قيمتها الجدولية. ولغرض معرفة أثر كل من المتغيرات المستقلة كل منها على حده على المتغير التابع تم الاعتماد على قيمة Sig Z حيث تنص قاعدة القرار على أنه يكون هناك أثر عندما تكون القيمة المطلقة Z المحسوبة أعلى من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية Sig Z أقل من 0.05، وذلك لقبول الفرضية ورفض البديلة، وللإشارة إلى مدى دقة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع تم الاعتماد على قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R Square.

جدول رقم (3) نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الأولى

```
. xtreg log_EVA log_Conc log_Ins log_gov log_mang log_tsize log_Growth , re
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       300
Group variable: CID                     Number of groups =        60

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.0789                      min           =         5
    between = 0.6344                     avg           =        5.0
    overall  = 0.5364                     max           =         5

Wald chi2(6) =       122.50
Prob > chi2   =         0.0000
corr(u_i, X) = 0 (assumed)
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
log_Conc	.7760805	.3141007	2.47	0.013	.1604544	1.391707
log_Ins	.0243883	.2427474	0.10	0.920	-.4513878	.5001645
log_gov	.0885065	.0382082	2.32	0.021	.0136198	.1633932
log_mang	.0238642	.017945	1.33	0.184	-.0113072	.0590357
log_tsize	.6608283	.069737	9.48	0.000	.5241463	.7975103
log_Growth	-.0746015	.1702349	-0.44	0.661	-.4082558	.2590527
_cons	-.5682462	.2902964	-1.96	0.050	-1.137217	.0007243
sigma_u	.41221804					
sigma_e	.3661928					
rho	.55892119	(fraction of variance due to u_i)				

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

يبين الجدول السابق نتائج اختبار الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة المستقلة ( ملكية كبار المساهمين conc - وملكية الحكومة gov - ملكية المؤسسات المالية ins - ملكية الإدارية mang) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة size - معدل نمو الإيرادات Growth) والمتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة Eva، ويلاحظ من النتائج الآتي:

- أن قيمة prob للنموذج قد بلغت 0.000، وهي دالة عند مستوى 0.05، مما يشير إلى تمتع النموذج المقترح بالملائمة والقوة التفسيرية بشكل كبير، وبناء على ذلك يمكن قبول الفرض الأول الذي ينص على أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة لشركات عينة الدراسة.

١١ / ٢ الفرض الثاني  $H_2$  : يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية للمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة

١١ / ٢ عرض نتائج النموذج القياسي

- الاختيار بين أنموذج الانحدار المجمع وأنموذج الآثار الثابتة أو أنموذج الآثار العشوائية

من أجل الاختيار بين PRM و FEM أو REM سوف يتم استخدام اختبار مضاعف لاجرانج

## جدول رقم (4) نتائج اختبار مضاعف لاجرانج

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

log_EVA[CID,t] = Xb + u[CID] + e[CID,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
log_EVA	.6550403	.8093456
e	.1403208	.3745941
u	.1757857	.419268

```

Test:  Var(u) = 0
      chibar2(01) = 168.90
      Prob > chibar2 = 0.0000

```

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

توضح نتائج الاختبار أن قيمة prob لمضاعف لاجرانج بلغ 0.000 وهي أقل

من 0.05 مما يدعونا الي قبول فرض العدم والذي ينص على بان نماذج انحدار

FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM، ورفض الفرض البديل والذي ينص

على PRM سيكون أفضل من كل من FEM و REM.

### ٢/٢/١١ اختبار Hausman

اختبار Hausman من أجل الاختيار بين أنموذج الآثار الثابتة (FEM) وأنموذج

الآثار العشوائية (REM)، ويوضح الشكل التالي نتائج الاختبار:

توضح نتائج الجدول التالي أن قيمة معنوية اختبار Hausman بلغت 0.4648 وهي أكبر من ٥٪، وتنص فرضية العدم على عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، أما الفرضية البديلة، فتتص على وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، ومن النتائج نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل وبالتالي فإن النموذج الأفضل هو REM.

### جدول رقم (5) نتائج اختبار Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
log_NDEBT	-.049856	-.0636157	.0137597	.0460994
log_cfd	-.0177024	-.0147712	-.0029312	.0223981
log_times	.0656045	.0596991	.0059054	.0115438
log_tsize	.4508073	.7015961	-.2507888	.1519889
log_Growth	-.0563074	-.0962709	.0399635	.0584952

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
= 4.61  
Prob>chi2 = 0.4648

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

### ٣/٢/١١ تقدير أنموذج الإنحدار REM

يبين الجدول التالي نتائج اختبار الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة المستقلة (معدل صافي الديون NDEBT - نسبة التدفق النقدي CFD - عدد مرات تغطية الفوائد times) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة size - معدل نمو الإيرادات Growth) والمتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة Eva، ويلاحظ من النتائج الاتي:

## جدول رقم (6) نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الثانية

```

. xtreg log_EVA log_NDEBT log_cfd log_times log_tsize log_Growth, re
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       300
Group variable: CID                     Number of groups =        60

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.0428                      min =           5
    between = 0.6471                     avg =          5.0
    overall = 0.5386                     max =           5

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(5)    =       110.80
                                           Prob > chi2     =        0.0000

```

log_EVA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
log_NDEBT	.0636157	.1212193	0.52	0.000	.3012011 .1739697
log_cfd	.0147712	.0971117	0.15	0.039	.2051171 .1755747
log_times	.0596991	.0358628	1.66	0.046	.0105908 .1299889
log_tsize	.7015961	.0682377	10.28	0.000	.5678526 .8353396
log_Growth	.0962709	.1715689	0.56	0.015	.4325398 .239998
_cons	.435898	.2421784	1.80	0.002	.910559 .0387629
sigma u	.41926804				
sigma_e	.37459412				
rho	.5560965	(fraction of variance due to u_i)			

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

أن قيمة prob للنموذج قد بلغت 0.000، وهي دالة عند مستوى 0.05، مما يشير إلى تمتع النموذج المقترح بالملائمة والقوة التفسيرية بشكل كبير، وبناء على ذلك يمكن قبول الفرض الثاني الذي ينص على أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية للمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة لشركات عينة الدراسة.

١١ / ٣ الفرض الرئيسي للدراسة  $H_0$ : يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لكلا من هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة.

## ١/٣/١١ عرض نتائج النموذج القياسي

- الاختيار بين أنموذج الانحدار المجمع وأنموذج الآثار الثابتة أو أنموذج الآثار العشوائية

من أجل الاختيار بين PRM و FEM أو REM سوف يتم استخدام اختبار مضاعف لاجرانج

ويوضح الجدول التالي (٤-١٩) نتائج الاختبار أن قيمة prob لمضاعف لاجرانج بلغ 0.000 وهي اقل من 0.05 مما يدعونا الي قبول فرض العدم والذي ينص على بان نماذج انحدار FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM، ورفض الفرض البديل والذي ينص على PRM سيكون أفضل من كل من FEM و REM.

جدول رقم (7) نتائج اختبار مضاعف لاجرانج

```
. xttest0
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

log_EVA[CID,t] = Xb + u[CID] + e[CID,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
log_EVA	.6550403	.8093456
e	.1348141	.3671704
u	.1797867	.4240126

```
Test:  Var(u) = 0
          chibar2(01) = 160.87
          Prob > chibar2 = 0.0000
```

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

## ٢/٣/١١ اختبار Hausman:

اختبار Hausman من أجل الاختيار بين أنموذج الآثار الثابتة (FEM) وأنموذج الآثار العشوائية (REM)، ويوضح الشكل التالي (٤-٢٠) نتائج الإختبار وهي:

أن قيمة معنوية اختبار Hausman بلغت 0.3295 وهي أكبر من ٥٪، وتنص فرضية العدم علي عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، أما الفرضية البديلة، فتتنص على وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، ومن النتائج نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل وبالتالي فإن النموذج الأفضل هو REM.

## جدول رقم (8) نتائج اختبار Hausman

. hausman fe re				
	— Coefficients —			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
log_Conc	1.410912	.7487238	.6621883	.5316001
log_Ins	.0817031	.0149001	.066803	.2452829
log_NDEBT	-.0684424	-.050963	-.0174795	.0471883
log_gov	.0907236	.081851	.0088726	.0123477
log_mang	.0386987	.0235763	.0151224	.0112259
log_cfd	-.002253	-.0061006	.0038476	.0204133
log_times	.0393279	.0424454	-.0031174	.0131083
log_tsize	.5163164	.6631616	-.1468451	.1530796
log_Growth	-.0734434	-.0861761	.0127327	.0554385

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(9) = (b-B)' [(V\_b-V\_B)^(-1)] (b-B)  
= 10.26  
Prob>chi2 = 0.3295

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

## ٣/٣/١١ تقدير أنموذج الإنحدار REM

يبين الجدول التالي (٤-٢١) نتائج اختبار الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة المستقلة (ملكية كبار المساهمين conc - وملكية الحكومة gov - ملكية المؤسسات المالية ins - ملكية الإدارية mang - معدل صافي الديون NDEBT - نسبة التدفق النقدي CFD - عدد مرات تغطية الفوائد times) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة size - معدل نمو الإيرادات Growth) والمتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة Eva، ويلاحظ من النتائج الآتي:

## جدول رقم (9) نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرض الرئيسي

```
. xtreg log_EVA log_Conc-log_Growth , re
```

log_EVA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
log_Conc	.7487238	.3211367	2.33	0.020	.1193075 1.37814
log_Ins	.0149001	.244927	0.06	0.001	-.4651481 .4949482
log_NDEBT	.050963	.1208284	-0.42	0.033	-.2877823 .1858564
log_gov	.081851	.0386999	2.12	0.034	.0060007 .1577013
log_mang	.0235763	.0180301	1.31	0.011	-.0117621 .0589147
log_cfd	.0061006	.0956586	-0.06	0.049	-.1935879 .1813868
log_times	.0424454	.0357486	1.19	0.035	-.0276207 .1125114
log_tsize	.6631616	.0709201	9.35	0.000	.5241608 .8021624
log_Growth	.0861761	.1704157	-0.51	0.013	-.4201847 .2478325
_cons	.5984844	.2997362	-2.00	0.046	-1.185957 -.0110123
sigma_u	.42401261				
sigma_e	.36717041				
rho	.57147563	(fraction of variance due to u_i)			

Random-effects GLS regression  
Group variable: CID  
f obs = 300  
Number of groups = 60  
Obs per group: min = 5, avg = 5.0, max = 5  
R-sq: within = 0.0871, between = 0.6336, overall = 0.5372  
Wald chi2(9) = 120.69  
Prob > chi2 = 0.0000  
corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

المصدر: مخرجات برنامج Stata v15

أن قيمة prob لل نموذج قد بلغت 0.000، وهي دالة عند مستوى 0.05، مما يشير إلى تمتع النموذج المقترح بالملائمة والقوة التفسيرية بشكل كبير، وبناء على ذلك يمكن قبول الفرض الرئيسي للدراسة والذي ينص على أن هناك علاقة ذات تأثير معنوي لكلاً من هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة لشركات عينة الدراسة.

## ١٢ نتائج الدراسة

عند دراسة تأثير هيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة EVA وجد انه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة وكانت نتائج الاختبار أن قيمة prob لمضاعف لاجرانج بلغ 0.000 وهي اقل من 0.05 مما يدعونا الي قبول فرض العدم والذي ينص على بان نماذج انحدار FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM، ورفض الفرض البديل والذي ينص علي PRM سيكون أفضل من كل من FEM و REM.

كما أن قيمة معنوية اختبار Hausman بلغت 0.0838 وهي أكبر من ٥٪، وتنص فرضية العدم علي عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، أما الفرضية البديلة، فتتص على وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، ومن النتائج نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل وبالتالي فإن النموذج الأفضل هو REM.

١- وجود علاقة موجبة قوية لمتغيرات الدراسة المستقلة ( ملكية كبار المساهمين conc - وملكية الحكومة gov - ملكية المؤسسات المالية ins - ملكية الإدارية mang) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة size - معدل نمو الإيرادات Growth) والمتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة Eva.

٢- عند دراسة تأثير المرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة EVA وجد انه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة وكانت نتائج الاختبار أن قيمة prob لمضاعف لاجرانج بلغ 0.000 وهي اقل من 0.05 مما يدعونا الي قبول فرض العدم والذي ينص على بان نماذج انحدار FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM، ورفض الفرض البديل والذي ينص على PRM سيكون أفضل من كل من FEM و REM. كما أن قيمة معنوية اختبار Hausman بلغت ٠.٤٦٤٨ وهي أكبر من ٥٪، وتنص فرضية العدم علي عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، أما الفرضية البديلة، فتتنص على وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، ومن النتائج نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل وبالتالي فإن النموذج الأفضل هو REM.

٣- وجود علاقة موجبة قوية لمتغيرات الدراسة المستقلة ( معدل صافي الديون NDEBT - نسبة التدفق النقدي CFD - عدد مرات تغطية الفوائد times) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة size - معدل نمو الإيرادات Growth) والمتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة Eva.

٤- عند دراسة تأثير هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة EVA وجد انه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة نتائج الاختبار أن قيمة prob لمضاعف لاجرانج بلغ 0.000 وهي اقل من 0.05 مما يدعونا الي قبول فرض العدم والذي ينص على بان نماذج انحدار FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM، ورفض الفرض البديل والذي ينص على PRM سيكون أفضل من كل من FEM و REM.

كما أن قيمة معنوية اختبار Hausman بلغت ٠.٣٢٩٥ وهي أكبر من ٥٪، وتنص فرضية العدم على عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، أما الفرضية البديلة، فتتص على وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للشركات، ومن النتائج نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل وبالتالي فإن النموذج الأفضل هو REM.

٥- وجود علاقة موجبة قوية لمتغيرات الدراسة المستقلة ( ملكية كبار المساهمين - conc - وملكية الحكومة gov - ملكية المؤسسات المالية ins - ملكية الإدارية mang - معدل صافي الديون NDEBT - نسبة التدفق النقدي CFD - عدد مرات تغطية الفوائد times) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة size - معدل نمو الإيرادات Growth) والمتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة -Eva.

### ١٣ توصيات الدراسة

١- يوصى الباحث بأهمية ان تتبنى الشركات استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر لقياس الأداء في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

٢- حث المستثمرين للاعتماد على مقاييس الأداء الحديثة والمعتمدة على مفاهيم القيمة المضافة مثل مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة لما لهذه المقاييس من قدرة على قياس الأثر الحقيقي للأداء الإقتصادي على الثروة.

٣- أهمية اتباع الشركات المصرية لمفهوم المرونة المالية من خلال اتباع سياسة مالية متحفظة سواء فيما يتعلق بحفاظها على مستوى منخفض من الديون أو استخدام التدفق النقدي في التأثير على الأداء المالي .

## ١٤ المراجع

## ١/١٤ المراجع العربية

## الكتب ١/١/١٤

١. إبراهيم، طمان عرفات (٢٠١٥). أثر خصائص هيكل الاستثمارات على المرونة المالية للشركات، مجلة كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٣ ص ٣٤-١
٢. بن ساسي، إلياس. قريشي، يوسف. ٢٠٠٦. التسيير المالي - الإدارة المالية - دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان. ص: ٢٤٢.
٣. حنفي، عبد الغفار. مصطفى، نهال فريد. ١٩٩٤. الإدارة المالية، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية، الإسكندرية. ص: ٤٩٥.
٤. خصاونة، محمد قاسم. ٢٠١١. أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان.
٥. داوود، نعيم نمر. ٢٠١٢. التحليل المالي؛ دراسة نظرية وتطبيقية، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان.
٦. طنيب، محمد. عبيدات، محمد. ٢٠٠٩. الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
٧. هندي، منير إبراهيم، ١٩٩٨. الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الثانية، منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر.
٨. \_\_\_\_\_. ٢٠٠٤. الفكر الحديث في الإستثمار. منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.
٩. \_\_\_\_\_. ٢٠٠٨. الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. ط٥. المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.

١٠. —. ٢٠٠٩. الفكر الحديث فى التحليل المالي وتقييم الأداء. دار المعرفة الجامعية، جمهورية مصر العربية.
١١. —. ٢٠٠٩. "الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء مدخل حوكمة الشركات" سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى.
١٢. —. ٢٠١٠، "ايضا القيمة الاقتصادية المضافة: المدخل الأحدث في التحليل المالي وتقييم الأداء" دار المعرفة الجامعية - الإسكندرية، الطبعة الأولى.

## الدوريات: ٢/١/١٤

١٣. الخولى، هالة عبد الله، ٢٠٠٠. "دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد ٥٦، جامعة القاهرة، مصر.
١٤. الخولى، هالة عبد الله، ٢٠٠١. "استخدام نموذج القياس المتوازن للأداء في قياس الأداء الاستراتيجي لمنشآت الأعمال"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد ٥٧، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر.
١٥. توفيق، مبروك عطية مبروك، ٢٠١٠. القيمة الاقتصادية المضافة كمدخل لقياس الأداء المالي للمنشأة. المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية. كلية التجارة. جامعة حلوان. ع ٢٤، ص ٣١٣.
١٦. حال، نيفين عبد القادر حمزة إبراهيم، ٢٠١٤، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المحاسبي للشركات: دراسة نظرية

تطبيقية، مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة جامعة بورسعيد.  
العدد الثاى ٢٨٠ - ٣٠٤.

١٧. عفيفي، هلال عبد الفتاح، ٢٠١١. العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح. المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا ع  
٢.

١٨. علام حمدان، عبد المطلب السرطاوي، ورائد جبر، ٢٠١٣. أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي والتشغيلي وأداء الأسهم في سوق الكويت المالي. *المجلة العربية للعلوم الإدارية*.

رسائل علمية

٣/١/١٤

١٩. أبو العلا، خلدون على، ٢٠٠١ " العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية. رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، الأردن.

٢٠. أبو العلا، أسامة مجدي فؤاد محمد، ٢٠١٩ " أثر هيكل الملكية

وهيكل التمويل على إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري " الفكر المحاسبي جامعة عين شمس، العدد الرابع، المجلد ٢٣، الصفحات من ١ - ٤٧ .

٢١. الدين، إيمان محمد سعد، ٢٠١٩ "تحليل العلاقة بين التخلف المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة جامعة بني سويف، العدد الأول المجلد الثاني.

٢٢. الدين، محى احمد، ٢٠٠٩ "أثر هيكل الملكية والرقابة في الشركات المساهمة على الإفصاح المحاسبي دراسة تحليلية تطبيقية" رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة الإسكندرية.

٢٣. الحوشي، محمد محمود ، ٢٠١٥، " أثر العلاقة بين هيكل الملكية والتحفز المحاسبي على تكلفة التمويل بالملكية" مجلة كلية التجارة البحوث العلمية، جامعة الإسكندرية العدد الثاني يوليو ٢٠١٥ المجلد ٥٢ الجزء الثالث الخاص بأبحاث السادة الباحثين المسجلين.
٢٤. الصاوي، عفت أبو بكر محمد ، ٢٠١٩ " أثر احتلاف هيكل ملكية الشركات على سياسة توزيعات الأرباح من منظور محاسبي - دراسة تطبيقية" مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية - جامعة الإسكندرية العدد الثاني، المجلد ٣هـ.
٢٥. القويدر، أمجد سالم ، ٢٠١٣، " أثر مشكله الوكالة لتدفقات النقدية الحرة وهيكل الملكية على كلفة رأس المال والقيمة السوقية المضافة للشركات" رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية - الأردن، كلية الأعمال.
٢٦. إبراهيم، فريد، ٢٠٠٩ " نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات على أداء وقيمة الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية: دراسة تطبيقية" رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة عين شمس.
٢٧. حمدان ، علام محمد موسى ، وعادل محمد سريع، ومحمد سلامة عناسوه، ٢٠١٩ "هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة" مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، غزة فلسطين العدد ٤، المجلد ٢، الصفحات: ٨٢-٩٨.
٢٨. درويش، علاء، ٢٠١٠. "ماهية القيمة المضافة في التسويق" بحث غير منشور، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

٢٩. سحلول، الهام محمد أحمد، ٢٠١١ " تطوير الإفصاح عن هيكل الملكية وتقييم مدى وفاء المعايير المحاسبية بعناصر الإطار المقترح" المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة جامعة حلوان، العدد الأول الصفحات ١٠٧-١١٣.
٣٠. عبيد، إبراهيم السيد محمد، ٢٠٠٧، "تطوير نموذج التنبؤ بالأرباح المستقبلية وأثره على تحسين قياس المحتوى الإعلامي للبيانات المحاسبية المنشورة بالتطبيق على سوق الأسهم في جمهورية مصر العربية " رسالة دكتوراه غير منشورة كلية التجارة، جامعة طنطا.
٣١. —. ٢٠١٠ " دور المستثمر المؤسسي في زيادة درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة: دراسة نظرية وميدانية على الشركات المقيدة في السوق المالية السعودية" الندوة الثانية عشر لتطوير مهنة المحاسبة بالمملكة العربية السعودية جامعة الملك سعود.

- 1- Ammon Danzig, (April: 2010)” **Integrated Approach: The Balanced Scorecard and EVA**” Available at: Gary Hamel’s Book: The Future of Management (2007) Provides a Good Clue on How to Handle the Task of Managing for The Future.
- 2- Al-Slehat, Z. A. F. (2019). The Impact of the Financial Flexibility on the Performance: An Empirical Study on a Sample of Jordanian Services Sector Firms. *International Journal of Business and Management*, 14(6), 1-11.
- 3- Abdullah, M., S. Shah, and A. Hassan. 2008. Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Firms: Evidence from Pakistan. *The Business Review Cambridge* 11: 282-290.
- 4- Abrazak, N., R. Ahmed, and S. Devi. 2013. Government Ownership and Firm Performance: Evidence from Singapore and Malaysia.
- 5- Abor, J. 2005. The Effect of Capital Structure of Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *Journal Of Risk Finance* 5 :438-445.
- 6- Aggarwal, P. 2013. Impact Of Corporate Governance on Corporate Financial Performance. *Journal Of Business and Mangement* 13(3):1-7.
- 7- Ali, A., T. Chen, and S. Radhakrishnan .2007Corporate Disclosures by Family Firms. *Journal Of Accounting and Economics* 44: 238-286.
- 8- Alves, Sandra ,2012."Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal". **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, volume 6(1), pp57-74.
- 9- Aljifri, K., and M. Moustafa. 2007. The Impact of Corporate Governance Mechanisms on The Performance of UAE Firms: An Empirical Analysis. *Journal Of Economic and Administration Science* 33: 71-93.

- 10- Armstrong, M (2000) “**Performance Management: Key Strategies and Practical Guidelines**” (Second Ed): Kogan Page Limited.
- 11- Arslan, Ozgur. Florackis, Chrisostomos. Ozkan, Aydin. 2011. "*Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance.*" Available at: <http://ssrn.com/abstract=1234682>.
- 12- ———، ——— Usha, R. 2010. "Financial Flexibility and the Global Financial Crisis Evidence from France." *International journal of managerial finance*. 7 (2): 179.216.
- 13- Bancel, F. and Mitto, U.R, 2004. "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms." *Financial Management*. 33, 130-132.
- 14- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7(2), 179-216.
- 15- Bandyopadhyay, (2000), "Economic Value Added an Alternative Performance Measure", Ph. D dissertation, University of Rajasthan.
- 16- Bates, T., Kahle, K. and Stulz R. 2009. "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?" *The Journal of Finance*. LXIV (5), October.
- 17- Ballesteros, Beatriz Cuadrado- & Isabel-Maria Garcia-Sanchez, & Jennifer Martinez Ferrero, 2016, "How are corporate disclosures related to the cost of capital? The fundamental role of information asymmetry", *Management Decision*, Volume 54 Issue: 7, pp.1669-1701, Available at: [www.emeraldinsight.com](http://www.emeraldinsight.com)
- 18- Barry, Thierno Amadou & Laetitia Lepetit & Frank Strobel, 2016 "Bank ownership structure,

- 19- Berle, A. A., and G. C. Means. 1932. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: *The Macmillan Company, Transation Publishers*.
- 20- Ben-Nasr, Hamdi, 2016|| State and foreign ownership and the value of working capital management|| **Journal of Corporate Finance** 41,9-22 Benston, George, J. & Hartgraves, Al L, 2002, " Enron: what happened and what we can learn from it" **Journal of Accounting and Public Policy**, volume 21, issue 2, available at: <http://econpapers.repec.org>
- 21- Bebchuk, L., R. Kraakman, and G. Triantis. 2000. **Stock Pyramids, Cross- Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights In Morck, Concentrated Corporate Ownership**. University *Of Chicago Press, Chicago*.
- 22- Biddle, G. C, Bowen, R. M., and Wallace, J.S. (1998) "**Does EVA beat earnings? Evidence on associations with Stock returns and firm values** ", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 23- Bolbol, Ali & Ayten Fatheldin & Mohammed Omran, 2005|| **Ownership Structure, Firm Performance, and Corporate Governance: Evidence from Selected Arab Countries**|| available at: <https://www.researchgate.net>
- 24- Borisova, G., & Brockman, P., & Salas, J.M. & Zagorchev, A., 2012." **Government ownership and corporate governance: evidence from the EU**" **Bank. Financ.** Volume 36, pp 2917–2934.
- 25- Burkart, Mike & Panunzi, Fausto 2006, " Agency conflicts, ownership oncentration, and legal shareholder protection" **Journal of Financial Intermediation**, Volume 15, Issue 1, January, pp 1-31.
- 26- Byoun, S. 2011. "**Financial Flexibility and Capital Structure Decision**." Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>

- 27- Chau, S. 2011. An Anatomy of Corporate Governance. *Journal Of Corporate Governance* 10 (1): 7-21.
- 28- Chen, Luzhen, 2012" The Effect of Ownership Structure on Firm Performance Evidence from Nonfinancial Listed Companies in Scandinavia" Msc in Finance & International Business, Aarhus School of Business. Aarhus University, working paper, available at: <http://pure.au.dk>
- 29- Chiang. T., and C. Cheng. 2013. Government Ownership and Corporate Performance: Evidence from Green Technology Industry In Tiwan. *Investment Management and Financial Innovations* 10(1): 46-56.
- 30- -Choi, S. B., S. Lee, and S. Williams. 2011. Ownership and Firm Innovation in Atransition Economy: Evidence from China. *Research Policy* 40(3): 144-452.
- 31- Chung, H., J. Kim, and C. Choi. 2008. Corporate Governance and Firm Performance: The Korea Evidence. *Journal Of International Business and Economic* 8(2): 135-161.
- 32- -Clark, B. 2010." *The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence.*" available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>.
- 33- Core, J., R. Holthausen, and D. Lavckov. 1999. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance. *Journal Of Financial Economics* 51: 371-406
- 34- - Cornett, M., A. Marcus, A. Saunders, and H. Tehranian. 2005. The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. *Journal Of Banking and Finance* 31: 1771-1794.

- 35- Cornia, G., S. Roxana. 2011. Comparative study on Corporate Governance. *Economic Science Series 2*: 674-680.
- 36- Dabor, A., D. Isiyawe, M. Ajagbe, and A. Oke. 2015. Impact of Corporate Governance on Firms Performance. *International Journal of Economics, Commerce and Management* 3(6): 634-653.
- 37- Daniel, Naveen D. Denis, David J. Naveen, Lalitha. 2010. "Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls." Available at: <http://ssrn.com/abstract=969792>.
- 38- Davies, H. 2002. Corporate Governance and Development Of Global Capital Markets. Balance *Sheet. Journal of risk finance* 10 (3): 14-18.
- 39- Denis, D. and, J. Mc Connel. 2003. International Corporate Governance *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 1-36.
- 40- Desai, M. A., & Dharmapala, D. 2008|| Tax and corporate governance: An economic approach MPI Studies on Intellectual Property, **Competition and Tax Law**, 3, pp13-30