



العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة:

الأثر الوسيط لتوزيعات الأرباح؟

دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية-

إعداد

د. السيد حسن سالم بلال

أستاذ المحاسبة المساعد - كلية التجارة - جامعة الزقازيق

sbelal362005@gmail.com

ميادة ممدوح إبراهيم توفيق

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

maiadahmamdoh1994@gmail.com

د. دينا علي عبدالحميد حفني

مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة الزقازيق

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السادس والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2024

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

العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة: الأثر الوسيط لتوزيعات الأرباح؟

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

الملخص

استهدفت الدراسة التحقق مما إذا كان هيكل الملكية يؤثر علي قيمة الشركة في الشركات المساهمة المصرية، وما إذا كانت العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة تتأثر بتوزيعات الأرباح المعلن عنها من قبل تلك الشركات. لذلك تهدف الدراسة الحالية إلي الإجابة عن الأسئلة الآتية:

ما هي التأثيرات المباشرة لهيكل الملكية علي قيمة الشركة في الشركات المساهمة المصرية؟ ، ما هي التأثيرات غير المباشرة لهيكل الملكية (عن طريق توزيعات الأرباح) علي قيمة الشركة في الشركات المساهمة المصرية؟ ، ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة تم الاستعانة بثلاثة مقاييس لهيكل الملكية وهي: الملكية الادارية ، الملكية المؤسسية ، تركيز الملكية. بالإضافة إلي ذلك، تم الاعتماد علي نصيب السهم من التوزيعات كمقياس لتوزيعات الأرباح، وتم الاعتماد علي مؤشر Tobin's Q في تقدير قيمة الشركة. وقد قامت الباحثة باختبار فرضيات الدراسة علي عينة مكونة من 97 شركة مساهمة مصرية (462 مشاهدة) مقيدة بالبورصة المصرية وتتنمي إلي قطاعات غير مالية في الفترة من 2016م الي 2020م. وباستخدام أسلوب تحليل المسار توصلت الباحثة إلي: أولاً: عدم وجود علاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة. ثانياً: عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. ثالثاً: عدم وجود علاقة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح. وتتمثل نتيجة الدراسة المهمة في عدم وجود تأثيرات وسيطة ، حيث إن توزيعات الأرباح لا تنطوي علي تأثير ذي دلالة علي العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.

المصطلحات الأساسية:

الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، توزيعات الأرباح، قيمة الشركة.

أولاً: مقدمة ومشكلة البحث:

يتمثل الهدف الأساسي للشركات في بيئة الأعمال في تعظيم قيمة الشركة، مما يؤدي إلي تعظيم ثروة المستثمرين من حملة الأسهم من خلال تعظيم القيمة السوقية للسهم، مما يؤثر علي ثقة المستثمرين في أداء الشركة الحالي والمستقبلي (Ardillah, 2018). ونظراً لأهمية قيمة الشركة للمستثمرين فلا بد من دراسة ومعرفة أهم العوامل المؤثرة عليها، ومن أهم العوامل التي قد تؤثر علي قيمة الشركة هيكل الملكية، حيث يعكس طبيعة المالكين ونسب حصصهم من رأس المال مما قد يؤثر علي قيمة الشركة إما بالسلب أو الإيجاب. فالملاك غير متجانسين في الأهداف والمتطلبات، حيث أن تأثير الملكية الحكومية قد يختلف عن تأثير الملكية المؤسسية ويختلف عن تأثير الملكية الأجنبية إلي غيرهم من أنماط الملكية الآخري (أبو دحيلة، 2019).

وبالتالي يكون لهيكل الملكية آثار مختلفة علي قرارات الإدارة مما ينعكس علي أداء وقيمة الشركة، ويختلف هذا التأثير من دولة لأخري ومن فترة لأخري فهناك دراسات أظهرت وجود تأثير موجب لبعض أنماط الملكية علي قيمة الشركة ، فعلي سبيل المثال أظهرت دراسة (Sahrul and Novita, 2020) وجود تأثير موجب للملكية الإدارية علي قيمة الشركة، كما توصلت دراسة (Mukaria, et al., 2020) إلي وجود تأثير موجب للملكية المؤسسية علي قيمة الشركة ، بينما أظهرت دراسة (Rohim, et al., 2019) وجود تأثير سالب للملكية الإدارية والمؤسسية علي قيمة الشركة ، في حين أظهرت نتائج دراستي (Almari, et al., 2021 & Putra and yunita, 2019) عدم وجود تأثير لهيكل الملكية علي قيمة الشركة.

ويعتبر هيكل الملكية أحد آليات الرقابة الفعالة علي سلوكيات الإدارة عند تخطيط مستقبل الشركة، وبالتالي يمكن استخدامه كأداة رقابية لمواجهة قوة ونفوذ الإدارة مما يخفض من السلوكيات الانتهازية التي قد تقلل من قيمة الشركة وتضر بمصالح الملاك (حسن، 2016). حيث أدي الفصل بين الملكية والإدارة في شركات المساهمة إلي سعي المديرين لتحقيق مصالح ذاتية علي حساب مصالح المساهمين، إلا أنه يمكن تحقيق التوازن بين المصالح عن طريق منح المديرين جزء من ملكية الشركة والذي قد يؤدي إلي تحسين أدائهم وبالتالي زيادة قيمة الشركة (رمضان، 2019).

ونظراً لأهمية دراسة العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة فمن الضروري دراسة المتغيرات التي قد تفسر تلك العلاقة. ولأن توزيعات الأرباح أحد العوامل الهامة في تقييم المستثمرين للشركة ولأداء مجلس الإدارة واتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فضلاً عن وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وهيكل الملكية في ضوء ما توصلت إليه دراسات (إسماعيل وآخرون، 2018؛ ، ؛ Reyna,2017; Duhri & Diantimala,2018 Dwaiket,etal.,2021 Lumapow&) كذلك وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة في ضوء ما أشارت إليه دراسات (Tumiwa,2017; Budagaga,2017;mawati& et al,2021; Dang,et al., 2021

وتعتبر توزيعات الأرباح أحد القضايا الهامة في أدبيات المحاسبة والتمويل، ومن أهم القرارات التي تتخذها الإدارة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وإنعكاسها علي لقيمة السوقية للشركة، كما تؤثر توزيعات الأرباح بطريقة مباشرة علي استثمارات الشركة بسبب تأثيرها علي مقدار الأرباح المحتجزة التي يتم استخدامها لتمويل فرص النمو المتاحة للشركة. وينظر المستثمرون للتوزيعات على أنها مصدر دخل يتم الاعتماد عليه لسد احتياجاتهم، ومؤشر لمعرفة توقعات الإدارة بمستقبل الشركة وأرباحها، ومؤشر لمدي كفاءة الإدارة ، حيث لا يتوفر الوقت والفرص الكافية التي تمكن المساهمين من متابعة نشاط الشركة، وبالتالي يمكن القول أن نسبة توزيعات الأرباح تعتبر مؤشر علي نجاح الشركة وارتفاع قيمتها (زلوم، 2015).

وقد أشارت العديد من الدراسات كدراسات (دادان، 2011؛ Budagaga, 2017; Launtu, 2021; Dang,et al., 2021) إلي وجود تأثير موجب لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة، في حين أشارت دراستي (Egbeonu, 2016; Lumapow & Tumiwa, 2017) إلي وجود تأثير سالب لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة. كما تعتبر توزيعات الأرباح أحد الآليات التي يعتمد عليها المديرون للحد من تضارب المصالح داخل الشركة حيث أنها تساعد في التخفيف من حدة صراعات الوكالة لسببين (Al-Najjar and Hussainey, 2009):

أولاً: أن توزيعات الأرباح تجعل الشركات تحت الرقابة المستمرة من قبل أسواق رأس المال وتزيد من احتمالية إصدار أسهم جديدة.

ثانياً: أن توزيعات الأرباح تقلل من التدفق النقدي الحر الذي قد يستغله المديرون لإنفاقه علي المشروعات والحصول علي فوائد علي حساب المساهمين.

وقد أشارت العديد من الدراسات مثل: Kulathunga and Azeez, 2016 ; Sindhu, et al., 2016; Reyna, 2017; Dhuhri and Diantimala, 2018; إسماعيل، وآخرون، 2018؛ Dwaiket, et al., 2021؛ حمدالله، (2021) إلي أن أنماط هيكل الملكية تؤثر علي توزيعات الأرباح. وقد يختلف هذا التأثير من دولة لأخرى، ومن نمط ملكية لآخر.

وقد انقسمت نتائج هذه الدراسات لرأيين: **الرأي الأول** يري أن وجود الملكية الإدارية والمؤسسية وتركز الملكية يؤدي إلي خفض نسبة التوزيعات والاحتفاظ بالأرباح لإعادة استثمارها، وقد فسرت ذلك في ضوء نظرية التفضيل الضريبي، فوفقاً لهذه النظرية يفضل المستثمرون توزيع الأرباح بشكل منخفض لأن الضريبة علي الأرباح الرأسمالية أقل من الضريبة علي الأرباح الموزعة. **والرأي الثاني** يري أن وجود الملكية الإدارية والملكية المؤسسية وتركز الملكية يؤدي إلي زيادة نسبة التوزيعات لإرسال إشارة للسوق علي الأداء الجيد للشركة ، ووجود نظام رقابي فعال مما يزيد من ثقة المستثمرين الحاليين وجذب المزيد من المستثمرين المحتملين. وكذلك في حالة وجود ملكية حكومية تزداد نسبة التوزيعات ، ويرجع ذلك إلي أن المؤسسات الحكومية تضغط علي الإدارة لكي توزع أرباح لحاجة تلك المؤسسات لأموال لتمويل مشاريعها وكسب ثقة المستثمرين والملاك.

كما أشارت نتائج دراستي (Handayani, et al., 2018; Iswara and Setyabudi, 2020) والتي استهدفت اختبار الأثر الوسيط لتوزيعات الأرباح في علاقة هيكل الملكية بقيمة الشركة إلي عدم وجود أثر وسيط لتوزيعات الأرباح في هذه العلاقة. ونظراً لندرة الدراسات التي تناولت اختبار الأثر الوسيط لتوزيعات الأرباح في علاقة هيكل الملكية بقيمة الشركة في البيئة العربية ومن بينها مصر في حدود علم الباحثة ، كان المبرر لإجراء هذه الدراسة في مصر لمحاولة استكشاف هذا الأثر الوسيط .

وفي ضوء العرض السابق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في الأسئلة البحثية التالية:

- السؤال البحثي الأول: هل توجد علاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة؟

وينبثق عن هذا السؤال ثلاثة أسئلة فرعية وهي:

- هل توجد علاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة؟
- هل توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة؟
- هل توجد علاقة بين تركيز الملكية وقيمة الشركة؟

● السؤال البحثي الثاني: هل توجد علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة؟

● السؤال البحثي الثالث: هل توجد علاقة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح؟

وينبثق عن هذا السؤال ثلاث أسئلة فرعية وهي:

- هل توجد علاقة بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح؟
- هل توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وتوزيعات الأرباح؟
- هل توجد علاقة بين تركيز الملكية وتوزيعات الأرباح؟

● السؤال البحثي الرابع: هل هناك أثر وسيط لتوزيعات الأرباح في علاقة هيكل الملكية وقيمة

الشركة؟

ثانياً: هدف البحث:

في ضوء مشكلة البحث ، يتمثل الهدف الرئيسي في دراسة واختبار التأثير المباشر وغير

المباشر لهيكل الملكية علي قيمة الشركة ، وينبثق عن ذلك هدفين فرعيين وهما:

1- دراسة التأثيرات المباشرة لهيكل الملكية علي قيمة الشركة واختبارها في الشركات المساهمة المصرية.

2- دراسة التأثيرات غير المباشرة لهيكل الملكية علي قيمة الشركة واختبارها في الشركات

المساهمة المصرية ، وذلك من خلال دراسة واختبار التأثير الوسيط لتوزيعات الأرباح في تلك

العلاقة ، ويتطلب ذلك :

أ- دراسة واختبار التأثير المباشر لهيكل الملكية علي توزيعات الأرباح.

ب- دراسة واختبار التأثير المباشر لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة.

ثالثاً: أهمية البحث:

ترجع أهمية البحث إلى عدة اعتبارات من أهمها ما يلي:

- ندرة الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت التأثير الذي يمكن أن تمارسه توزيعات الأرباح في العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة خاصة في البيئة المصرية - في حدود علم الباحثة - ولعل هذا الأمر هو ما يميز الدراسة الحالية عن باقي الدراسات السابقة.
- نتائج هذه الدراسة من المتوقع أن يستفيد منها الباحثون في مجال المحاسبة وذلك عن طريق توضيح العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة ومعرفة الأثر الوسيط لتوزيعات الأرباح في هذه العلاقة، وكذلك مساعدة المستثمرين الحاليين بالشركة لتقييم أدائها بشكل سليم مما يساعدهم في اتخاذ قرارات رشيدة، كما تساعد المستثمرين المرتقبين في اتخاذ القرار بشأن قرار الاستثمار في الشركة من عدمه.

رابعاً: حدود البحث:

يقصر هذا البحث علي دراسة التأثيرات المباشرة والوسيلة بين هيكل الملكية ، وتوزيعات الأرباح، وقيمة الشركة للشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية والتي تنتمي لقطاعات اقتصادية مختلفة ، وذلك بعد إستبعاد الشركات التي تنتمي إلي قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية نظراً لاختلاف طبيعة عملها وتقاريرها المالية عن الشركات غير المالية، وذلك خلال الفترة من عام 2016م إلي عام 2020م.

خامساً: خطة البحث:

في ضوء مقدمة و مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه، تم تقسيم البحث علي النحو الاتي:

- القسم الأول: المسار المباشر وغير المباشر لهيكل الملكية على قيمة الشركة.
- القسم الثاني: الدراسات السابقة وتطوير فرضيات الدراسة.
- القسم الثالث: تصميم البحث.
- القسم الرابع: تحليل النتائج.
- القسم الخامس: خلاصة البحث والنتائج والدراسات المستقبلية.

القسم الأول

المسار المباشر وغير المباشر لهيكل الملكية على قيمة الشركة:

هناك ثلاثة مسارات للبحث وهي: العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة، العلاقة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح، العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، وذلك علي التوالي في القسمين الأول والثاني.

أولاً: المسار المباشر لهيكل الملكية على قيمة الشركة

يعتبر هيكل الملكية أحد آليات الرقابة الفعالة علي سلوكيات الإدارة عند تخطيط مستقبل الشركة، وبالتالي يمكن استخدامه كأداة رقابية لمواجهة قوة ونفوذ الإدارة مما يخفض من السلوكيات الانتهازية لها التي تقلل من قيمة الشركة وتضر بمصالح الملاك (حسن، 2016). حيث أدي الفصل بين الملكية والإدارة في شركات المساهمة إلي سعي المديرين لتحقيق مصالحهم الذاتية علي حساب مصالح المساهمين، ومع اتجاه هؤلاء المديرين لتحقيق مصالحهم الذاتية علي حساب حملة الأسهم بدأت التقارير المالية تفقد جودتها وبدأت تزداد مشاكل الوكالة، ويتوقف حجم هذه المشاكل علي نمط الملكية السائد فهو المحدد الرئيسي لتكاليف الوكالة، فالمشاكل التي تنشأ عندما تكون الملكية مشتتة تختلف عن المشاكل التي تنشأ عندما يكون هناك تركيز في الملكية (عيفي، 2011). إلا أنه يمكن تحقيق التوازن بين المصالح عن طريق منح المديرين جزء من ملكية الشركة والذي يؤدي إلي تحسين أدائهم وبالتالي زيادة قيمة الشركة (رمضان، 2019).

وتناولت الدراسة هيكل الملكية في الفكر المحاسبي حيث يُعبر هيكل الملكية عن هوية المساهمين وحصصهم في رأس مال الشركة، ويعتبر هيكل الملكية المتغير التنظيمي الرئيسي الذي يؤثر علي نتيجة أعمال الشركة فملاك الشركات تختلف أهدافهم ومتطلباتهم فالملاك الإداريين لهم أهداف تختلف عن أهداف الملاك المؤسسين وتختلف عن كبار الملاك وهذا الاختلاف يؤثر علي قيمة الشركة (عبد، 2020).

ووفقاً لنظرية الوكالة لـ (Jensen and Meckling, 1976) فإن المديرين (الوكلاء عن الملاك) يرغبون في تحقيق مصالحهم الخاصة علي حساب باقي الملاك، كما يعتبر هيكل الملكية عنصر هام

لحوكمة الشركة، فتركيبية ملكية الشركة قد تكون أحد الدعائم التي يمكن أن يتم الاعتماد عليها في تشديد الرقابة علي سلوكيات الإدارة مما يخفف من مشاكل الوكالة (عفيفي، 2011 ؛ العايددي،2018).

ثانياً: المسار غيرالمباشر لهيكل الملكية على قيمة الشركة من خلال توزيعات الأرباح.

يهدف هذا القسم الي التأسيس النظري للعلاقة غير المباشرة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة، وذلك من خلال توزيعات الأرباح كمتغير وسيط بينهما علي النحو الآتي:

أ- مسار العلاقة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح:

تناولت الدراسة أهم النظريات المفسرة لتوزيعات الأرباح، فقد تناولت خمس نظريات وهما: نظرية الإشارة ، نظرية الوكالة، نظرية عصفور في اليد، نظرية تأثير الزبائن، نظرية عدم ملائمة التوزيعات.

ب- مسار العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة:

يتمثل الهدف الأساسي للشركات في بيئة الأعمال في تعظيم قيمة الشركة، مما يؤدي إلي تعظيم ثروة المستثمرين من حملة الأسهم من خلال تعظيم قيمة السهم السوقية، وبالتالي فإن ارتفاع أسعار الأسهم يؤدي إلي ارتفاع قيمة الشركة مما يؤثر علي ثقة المستثمرين في أداء الشركة الحالي والمستقبلي (Ardillah, 2018).

وتعتبر توزيعات الأرباح من أحد القضايا الهامة في أدبيات المحاسبة والتمويل، ومن أهم القرارات التي تتخذها الإدارة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وإنعكاسها علي قيمة الشركة السوقية، كما تؤثر توزيعات الأرباح بطريقة مباشرة علي استثمارات الشركة بسبب تأثيرها علي مقدار الأرباح المحتجزة التي يتم استخدامها لتمويل فرص النمو المتاحة للشركة. وينظر المستثمرون للتوزيعات علي أنها مصدر دخل يتم الاعتماد عليه لسد احتياجاتهم، ومؤشر لمعرفة توقعات الإدارة بمستقبل الشركة وأرباحها، ومؤشر لمدي كفاءة إدارة الشركة، حيث لا يتوفر الوقت والفرص الكافية التي تمكن المساهمين من متابعة نشاط الشركة، وبالتالي يمكن القول أن نسبة توزيعات الأرباح تعتبر مؤشر علي نجاح الشركة وارتفاع قيمتها(زلوم، 2015).

وبشأن مفهوم قيمة الشركة فقد أشارت بعض الدراسات (رميلي، 2016 ؛ نويجي، 2017) إلي أن قيمة الشركة هي "إدراك وتصور للمستثمرين وأصحاب المصالح لمدي نجاح الشركة والذي ينعكس

في أسعار أسهمها، فالشركة ذات أسعار أسهم مرتفعة تكون قيمتها مرتفعة" وأشارت دراسة (Charisma, et al., 2021) "أنها قيمة بيع الشركة التي تعكس الفرص المستقبلية المتاحة لها، فمستقبل الشركة متوقف علي اتجاه هذه القيمة للارتفاع أو الانخفاض فكل قرار يتم اتخاذه يراعي فيه أولاً قيمة الشركة".

القسم الثاني

الدراسات السابقة

يهدف هذا القسم من البحث إلى دعم الإطار النظري الذي تم تناوله في القسم السابق بدراسات اختبارية عن التأثيرات المباشرة والوسيلة بين هيكل الملكية، توزيعات الأرباح، قيمة الشركة. حيث يتضمن استعراض الدراسات السابقة ذات الصلة بمشكلة البحث وذلك للتعرف على منهجياتها والمتغيرات التي اخضعها للدراسة، وأهم النتائج التي توصلت إليها، وقد تم تقسيمه على النحو التالي:

الدراسات السابقة

يعرض هذا الجزء ملخصاً لأهم الدراسات السابقة التي تصدت لاختبار التأثيرات المباشرة والوسيلة بين هيكل الملكية، توزيعات الأرباح، وقيمة الشركة، كما يلي:

1. مسار العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة:

دراسة (1) Suriawinata & Nurmalita (2023)	
The impact of Ownership Structure on The Firm Value. أثر هيكل الملكية علي قيمة الشركة	عنوان الدراسة
استهدفت هذه الدراسة معرفة أثر هيكل الملكية علي قيمة الشركة.	هدف الدراسة
تم الاعتماد علي عينة مكونة من الشركات المالية المدرجة في بورصة عمان باستثناء قطاع البنوك في الفترة من 2020 إلى 2022.	منهجية الدراسة
<ul style="list-style-type: none"> الملكية المؤسسية وهي نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات إلي إجمالي الأسهم. الملكية العائلية وهي نسبة الأسهم التي يمتلكها أفراد العائلة إلي إجمالي الأسهم. 	المتغير المستقل
قيمة الشركة وتم قياسها من خلال قسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها القيمة الدفترية لحقوق الملكية علي القيمة الدفترية للأصول.	المتغير التابع
<ul style="list-style-type: none"> السيولة وتم قياسها من خلال قسمة الأصول المتداولة علي الخصوم المتداولة. الرافعة المالية وتم قياسها من خلال قسمة إجمالي الديون علي إجمالي حقوق الملكية. الربحية وتم قياسها من خلال قسمة الربح بعد الضريبة علي إجمالي الأصول. حجم الشركة قياسها من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول. 	المتغيرات الضابطة

نتائج الدراسة

أشارت نتائج هذه الدراسة إلي أن الملكية المؤسسية والملكية العائلية لهما تأثير موجب علي قيمة الشركة ، وكذلك المتغيرات الضابة (السيولة والربحية وحجم الشركة والرافعة المالية) لهم تأثير موجب علي قيمة الشركة.

2. الدور الوسيط لتوزيعات الأرباح في العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة:

1,2 مسار العلاقة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح:

(1) دراسة Bappah, et al., (2024)	
Ownership Structure and Dividend Policy of Listed Industrial Goods Firms in Nigeria: The Moderating Effect of Profitability.	عنوان الدراسة
الأثر الوسيط للربحية علي العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح في شركات السلع الصناعية المقيدة ببورصة نيجيريا.	هدف الدراسة
استهدفت هذه الدراسة معرفة الأثر الوسيط للربحية علي العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيعات الأرباح في شركات السلع الصناعية المقيدة ببورصة نيجيريا.	منهجية الدراسة
تم الاعتماد علي عينة مكونة من 9 شركات من شركات السلع الصناعية المقيدة ببورصة نيجيريا في الفترة من 2011-2020 ، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة.	المتغير المستقل
<ul style="list-style-type: none"> الملكية الإدارية وهي نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إلي إجمالي الأسهم. الملكية المؤسسية وهي نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات إلي إجمالي الأسهم. الملكية الأجنبية وهي نسبة الأسهم التي يمتلكها الأجانب إلي إجمالي الأسهم. 	المتغير التابع
توزيعات الأرباح وتم قياسها بقسمة توزيعات الأرباح علي ربحية السهم.	المتغير الوسيط
الربحية وتم قياسها من خلال قسمة صافي توزيعات الأرباح علي إجمالي الأصول.	نتائج الدراسة
أشارت نتائج هذه الدراسة إلي أن كلا من الملكية الإدارية والملكية المؤسسية لهما تأثير موجب علي سياسة توزيع الأرباح ، في حين أن الملكية الأجنبية لها تأثير سالب علي سياسة توزيع الأرباح. وفيما يتعلق بنتائج الأثر الوسيط نجد أن الربحية لها تأثير سالب علي علاقة الملكية الإدارية والملكية المؤسسية بسياسة توزيعات الأرباح ، في حين أن لها تأثير موجب علي علاقة الملكية الأجنبية بسياسة توزيعات الأرباح.	

2,2 مسار العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة:

(1) دراسة Alfian &Ghozali (2024)	
Influence Capital Structure, Policy Dividends, Profitability and Tax Avoidance on Intrinsic Firm Value.	عنوان الدراسة
أثر هيكل رأس المال وسياسة توزيعات الأرباح والربحية والتجنب الضريبي علي قيمة الشركة	هدف الدراسة
استهدفت هذه الدراسة معرفة أثر هيكل رأس المال وسياسة توزيعات الأرباح	

والربحية والتجنب الضريبي علي قيمة الشركة.	
تم الاعتماد علي عينة مكونة من 30 شركة من شركات التصنيع المقيدة ببورصة إندونيسيا في الفترة من 2018-2022 ، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة.	منهجية الدراسة
هيكل رأس المال وتم قياسه من خلال قسمة إجمالي الديون علي إجمالي حقوق الملكية. سياسة توزيعات الأرباح وتم قياسها بقسمة توزيعات الأرباح علي ربحية السهم. الربحية وتم قياسها بمعدل العائد علي حقوق الملكية بقسمة صافي الربح علي إجمالي حقوق الملكية. التجنب الضريبي من خلال قسمة إجمالي الضرائب علي الدخل قبل الضريبة.	المتغير المستقل
قيمة الشركة وتم قياسها من خلال قسمة القيمة السوقية علي القيمة الدفترية.	المتغير التابع
أشارت نتائج هذه الدراسة إلي أن هيكل الملكية له تأثير سالب علي قيمة الشركة ، وأن للربحية تأثير موجب علي قيمة الشركة ، في حين أن سياسة توزيعات الأرباح والتجنب الضريبي ليس لهما تأثير علي قيمة الشركة.	نتائج الدراسة

القسم الثالث: تصميم البحث

1. مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية في الشركات المساهمة غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2016م إلي عام 2020م، وقد قامت الباحثة باختيار عينة ميسرة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية ، والمتاح الاستعانة لها في إتمام الدراسة الحالية . يبلغ حجم شركات العينة 97 شركة (462 مشاهدة) موزعة علي أربع عشر قطاعاً اقتصادياً، وقد استبعدت الباحثة بعض الشركات من المجتمع وفقاً لعدة معايير، حيث تم استبعاد:

- 1- قطاع البنوك والمؤسسات المالية.
 - 2- الشركات غير المستمرة في القيد خلال فترة الدراسة.
 - 3- الشركات التي لا تتوفر تقارير مجلس إدارتها.
- ويوضح الجدول رقم (4) العينة النهائية للدراسة مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي.

جدول رقم (4): التصنيف القطاعي لشركات عينة الدراسة

القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	نسبة مشاهدة القطاع لإجمالي القطاعات
قطاع الاتصالات	1	5	1,08%
قطاع الإعلام	1	5	1,08%
قطاع التكنولوجيا	1	5	1,08%
قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ	19	92	19,9%
قطاع التشييد والبناء	10	47	10,17%
قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	12	55	11,9%
قطاع الرعاية الصحية والأدوية	9	40	8,65%
قطاع السياحة والترفيه	3	15	3,24%
قطاع العقارات	19	90	19,4%
قطاع الغاز والبتروول	1	5	1,08%
قطاع الكيماويات	7	34	7,35%
قطاع المنتجات المنزلية والشخصية	5	25	5,41%
قطاع المواد الأساسية	6	30	6,49%
قطاع الموزعون وتجار التجزئة	3	14	3,03%
إجمالي عدد الشركات/المشاهدات	97	462	100%

2. النموذج الإحصائي المستخدم:

سوف تعتمد الباحثة بشأن اختبار فرضيات الدراسة علي أسلوب تحليل المسار (Path Analysis)⁽¹⁾، وينتمي أسلوب تحليل المسار إلي مدخل النمذجة بالمعادلة البنائية . ويستخدم هذا الأسلوب لتحليل العلاقة بين متغير السبب (هيكل الملكية) ومتغير النتيجة (قيمة الشركة) إلي مسارات مباشرة وغير مباشرة. ويقصد بالمسار: الخط الواصل بين متغير ومتغير آخر ويتحدد المسار باتجاه معين وقيمة محددة تسمى معامل المسار (Path Coefficient).

وسوف تعتمد الباحثة بشأن اختبار الدراسة الحالية علي نموذج سببي أحادي الاتجاه (Recursive Causal Model) بين مجموعة المتغيرات التي تتضمنها الدراسة (متغيرات هيكل الملكية، قيمة الشركة، توزيعات الأرباح) حيث سترتب تلك المتغيرات وفقاً لأولويتها السببية داخل هذا

¹ تحليل المسار أسلوب إحصائي ارتباطي يعتمد علي تحليل الانحدار والارتباط المتعدد، ويستخدم لوضع احتمال العلاقة السببية بين المتغيرات. ويتطلب تحليل المسار التفكير في نظام السببية واتصال المتغيرات

النموذج. والنموذج السببي أحادي الاتجاه هو أحد نماذج تحليل المسار، والذي يتضمن اتجاه واحد للمسارات من المتغيرات المستقلة (السبب) إلى المتغيرات التابعة (النتيجة). وفي ظل هذا النموذج تنعدم العلاقات السببية التبادلية بين المتغيرات. ولذلك فإن المسار أحادي الاتجاه (ذو الرأس الواحد) يعني اتجاه السهم النابع من متغير ، والمؤثر علي متغير آخر (مراد، 2000 ؛ حسن، 2008) .

وتتمثل النتائج الرئيسية التي سيتم الحصول عليها من اجراء تحليل المسار إلي معاملات المسار التي تربط بين كل زوج من متغيرات الدراسة الحالية ، حيث ينطوي المسار المباشر علي معامل واحد للمسار، في حين يتضمن المسار غير المباشر (الوسيط) معاملين للمسار يربط أحدهم متغير المصدر (هيكل الملكية) بالمتغير الوسيط (توزيعات الأرباح)، في حين يربط المعامل الآخر المتغير الوسيط بمتغير النتيجة (قيمة الشركة)، بمعنى أن معامل المسار غير المباشر (الوسيط) بين متغيرات هيكل الملكية وقيمة الشركة يمثل ناتج معامل المسار بين متغيرات هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح، ومعامل المسار بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. ويوضح الجدول رقم (5) النماذج المستخدمة في تفسير العلاقات السببية بشكل متكامل.

جدول (5) يوضح النماذج المستخدمة لاختبار فرضيات الدراسة

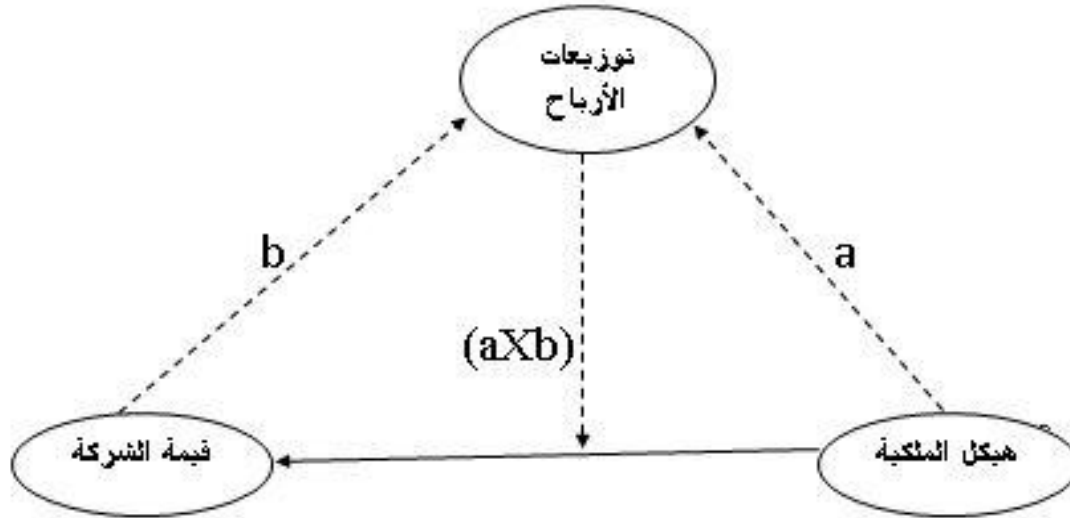
المعادلات الهيكلية	نماذج الدراسة
$Tobin's Q_{(it)} = \beta_0 + c \cdot OWN STR_{it} + \beta_k COV_{it} + \varepsilon_{it}$	نموذج (1)
$DPS_{(it)} = \alpha_0 + a \cdot OWN STR_{it} + \alpha_n COV_{it} + \varepsilon_{it}$	نموذج (2)
$Tobin's Q_{(it)} = \Upsilon_0 + b \cdot DPS_{(it)} + \Upsilon_m COV_{it} + \varepsilon_{it}$	نموذج (3)
$Tobin's Q_{(it)} = \square_0 + c \cdot OWN STR_{it} + (axb) DPS_{(it)} + \sum \beta_j COV_{it} + \varepsilon_{it}$	نموذج (4)

حيث أن:

قيمة الشركة للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	$Tobin's Q_{(it)}$
هيكل الملكية للشركة (i) في نهاية الفترة (t). ويتم قياسه بالأنماط الثلاثة التالية: MGROWN _{it} : الملكية الادارية للشركة (i) في نهاية الفترة (t). INSOWN _{it} : الملكية المؤسسية للشركة (i) في نهاية الفترة (t). CONOWN _{it} : تركيز الملكية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	$OWN STR_{(it)}$
توزيعات الأرباح للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	$DPS_{(it)}$
المتغيرات الضابطة للشركة (i) في نهاية الفترة (t) ، وتتضمن: حجم الشركة ، الرافعة المالية ، العائد علي الأصول.	$\sum Cov_{(it)}$

معاملات التأثيرات المباشر التي تعكس المسارات المباشرة بين متغيرات الدراسة.	a, b, c
معامل التأثير غير المباشر بين هيكل الملكية وقيمة الشركة بتوسيط توزيعات الأرباح.	aXb
الخطأ العشوائي	ϵ_{it}
ثوابت الانحدار	$\alpha_0, \gamma_0, \beta_0$
معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات الضابطة	$\alpha_k, \gamma_m, \beta_j$

ويمكن توضيح الإطار العام لفرضيات الدراسة والتي تتعلق بالعلاقة بين هيكل الملكية ، توزيعات الأرباح ، وقيمة الشركة وذلك علي النحو المعروض بالشكل التالي



شكل (٢) نموذج الدراسة

- العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة. ←
- العلاقة غير المباشرة بين هيكل الملكية (عن طريق توزيعات الأرباح) وقيمة الشركة. ← - -

3. التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث:

جدول رقم (6): التعريفات الاجرائية لمتغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغير
المتغير المستقل: هيكل الملكية		
الملكية الإدارية	MGROWN	نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة إلي أسهم الشركة.
الملكية المؤسسية	INSOWN	نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات إلي أسهم الشركة.
تركز الملكية	CONOWN	نسبة الأسهم المملوكة من قبل كبار المساهمين (حملة ال5% فأكثر) إلي أسهم الشركة.
المتغير الوسيط: توزيعات الأرباح		
نصيب السهم من التوزيعات	DPS	يتم احتسابها من خلال قسمة توزيعات الأرباح في نهاية الفترة علي عدد الأسهم.
المتغير التابع: قيمة الشركة		
مؤشر توبين كيو	Tobin's Q	يتم احتسابها من خلال قسمة القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية الفترة مضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية الفترة علي القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة.
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	FSIZE _{it}	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول بالقيمة الدفترية كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة i في نهاية الفترة t .
الرافعة المالية	LEV _{it}	يتم حسابها من خلال قسمة إجمالي الالتزامات (المتداولة وغير المتداولة) علي إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة i في نهاية الفترة t .
معدل العائد علي الأصول	ROA _{it}	يتم احتسابه من خلال قسمة صافي الربح علي إجمالي الأصول.

بعد صياغة نماذج البحث، وكذلك التعريف الإجرائي للمتغيرات، تقوم الباحثة في القسم التالي (الرابع) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية، ونتائج تحليل الانحدار.

القسم الرابع : تحليل النتائج

أولاً: إحصاءات وصفية:

يعرض الجدول رقم (7) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج الدراسة الحالية مصنفة إلي أربع مجموعات وهي: متغيرات هيكل الملكية ، ومتغير قيمة الشركة ، ومتغير توزيعات الأرباح ، والمتغيرات الضابطة ، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات علي مستوى شركات عينة الدراسة.

جدول رقم (7): إحصاءات وصفية لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
المتغير المستقل: هيكل الملكية					
18.886	10.057	89.119	0	462	(MGROWN) الملكية الادارية
31.715	50.203	100	0	462	(INSOWN) الملكية المؤسسية
22.899	66.025	100	0	462	(CONOWN) تركيز الملكية
المتغير التابع: قيمة الشركة					
1.271	1.458	11.652	0.192	462	(Tobins`Q) توبين كيو
المتغير الوسيط: توزيعات الأرباح					
7.122351	1.216	140	0	462	(DPS) نصيب السهم من التوزيعات
المتغيرات الضابطة:					
1.809	20.475	25.290	15.758	462	(Fsize) حجم الشركة
0.315	0.462	3.699	0	462	(LEV) الرافعة المالية
0.105	0.043	0.341	0,691-	462	(ROA) معدل العائد علي الأصول

وبإلقاء النظر علي الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات هيكل الملكية والمتضمنة بالجدول رقم (7) ، تلاحظ الباحثة أن نسبة الملكية الإدارية علي مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (0 ، 89.119) وذلك بمتوسط يبلغ 10.057 وانحراف معياري قدره 18.887 تقريباً. وهو ما يشير إلي إنخفاض الوزن النسبي للمساهمات المباشرة لأعضاء مجلس الإدارة في هيكل ملكية الشركات المساهمة المصرية. في حين أن نسبة الملكية المؤسسية علي مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (0،100) وذلك بمتوسط يبلغ 50,203 وانحراف معياري قدره 31.715 تقريباً. وهو ما يشير إلي أهمية الوزن النسبي لمساهمات المستثمرين المؤسسين في هيكل ملكية الشركات المساهمة المصرية. كما تراوحت نسبة تركيز الملكية علي مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (0،100) وذلك بمتوسط يبلغ 66.025 وانحراف معياري قدره 22.899 تقريباً. وفيما يتعلق بمتغير قيمة الشركة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (7) أن نسبة توبين كيو تتراوح بين (0.192 ، 11.652) بمتوسط يبلغ 1.457 وانحراف معياري قدره 1.271.

وفيما يتعلق بنسبة توزيعات الأرباح فنجد أنها تتراوح بين (0، 140) وذلك بمتوسط يبلغ 1.252 وانحراف معياري قدره 7.122.

وأخيراً، فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (7) أن حجم شركات العينة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين (15.758، 25.290) تقريباً ، بمتوسط يبلغ 20.475 تقريباً، وانحراف معياري قدره 1.809 تقريباً .

وبإلقاء النظر علي متغير الرافعة المالية (المديونية)، يتبين أن متوسط نسبة إجمالي الالتزامات إلي إجمالي هيكل التمويل (مجموع الالتزامات وحقوق الملكية) يبلغ 0.4624231 علي مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة، مما يعني أن متوسط حقوق الملكية إلي إجمالي هيكل التمويل يبلغ 99.538 وتعكس تلك النسبة ميل الشركات للاعتماد بشكل أكبر علي حقوق الملكية مقارنة بالديون عند تحديد التشكيلة التي تتكون منها مصادر التمويل. وبالنسبة لمعدل العائد علي الأصول علي مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة فانه تراوح بين (-0,691 ، 0.341) وذلك بمتوسط قدره 0.043 وانحراف معياري 0.105.

ثانياً: تحليل الارتباط:

تعد مصفوفة ارتباط بيرسون (person correlation matrix) الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية⁽²⁾. وتظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون علي مستوى شركات عينة الدراسة كما هو موضح بالجدول رقم (8)، أن الازدواج الخطي لا يمثل مشكلة في الدراسة الحالية، حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة الحالية (متغير هيكل الملكية ، وتوزيعات الأرباح ، قيمة الشركة ، والمتغيرات الضابطة) أقل من (0.80) حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (0.656) ، وذلك بين متغيري الملكية المؤسسية و تركز الملكية.

م	المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
---	-----------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

² يستخدم تعبير الازدواج الخطي (Multicollinearity) للإشارة الي وجود علاقة خطية أو قريبة من الخطية بين المتغيرات التفسيرية. ويشير (Gujarati,2003) الي أن درجة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية تعد مقبولة وغير خطيرة اذا بلغ معامل الارتباط بين أي منها (0.80) كحد أقصى.

							1	الملكية الادارية (MGROWN)	1
						1	***0.635-	الملكية المؤسسية (INSOWN)	2
					1	***0.656	0.064-	تركز الملكية (CONOWN)	3
				1	0.013	0.018	0.020	توبين كيو (Tobins`Q)	4
			1	0.012-	***0.139	*0.102	0.019	توزيعات الأرباح (DPS)	5
		1	***0.156	0.070-	***0.173	***0.288	***0.232-	حجم الشركة (Fsize)	6
	1	***0.258	0.069	0.001	***0.213	***0.191	0.066-	الرافعة المالية (LEV)	7
1	0.489	*0.113	0.087	0.019	0.035	0.007	0.084	معدل العائد علي الأصول (ROA)	8

جدول رقم (8): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة الدراسة كما هو موضح في الجدول رقم (8)

عدم معنوية الارتباط بين توزيعات الأرباح و قيمة الشركة، حيث بلغ معامل الارتباط بين توزيعات الأرباح و مؤشر توبين كيو (-0.012). وفيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين متغيري هيكل الملكية وقيمة الشركة تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (8) وجود ارتباط موجب وغير معنوي بين الملكية الادارية وقيمة الشركة، وجود ارتباط غير معنوي بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، وكذلك تشير النتائج إلي وجود ارتباط غير معنوي بين تركيز الملكية وقيمة الشركة.

أما فيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين متغيرات هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح ، يتضح من نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (8) وجود ارتباط غير معنوي بين الملكية الادارية وتوزيعات الأرباح ، في حين أن هناك ارتباط موجب بين توزيعات الأرباح والملكية المؤسسية عند مستوى معنوية 5% ، كذلك يوجد ارتباط موجب بين توزيعات الأرباح وتركيز الملكية عند مستوى معنوية 1%.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة ، تُظهر مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (8) بالنسبة لحجم الشركة وجود ارتباط غير معنوي بين حجم الشركة وقيمة الشركة، ووجود ارتباط معنوي بين حجم الشركة وكل من الملكية الادارية والملكية المؤسسية وتركز الملكية وتوزيعات الأرباح، أما متغير الرافعة المالية يتضح من المصفوفة عدم معنوية الارتباط بين الرافعة المالية والملكية الادارية، ووجود ارتباط موجب معنوي بين الرافعة المالية وكل من (الملكية المؤسسية، تركز الملكية، حجم الشركة) وارتباط موجب غير معنوي بين الرافعة المالية وكل من (قيمة الشركة وتوزيعات الأرباح)، وفيما يتعلق بمعدل العائد علي الأصول تظهر مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (8) عدم معنوية الارتباط بين معدل العائد علي الأصول وكل من (الملكية الادارية، الملكية المؤسسية، تركز الملكية، قيمة الشركة، كما يوجد ارتباط موجب معنوي بين معدل العائد علي الأصول وكل من (توزيعات الأرباح وحجم الشركة) ، ووجود ارتباط سالب معنوي بين معدل العائد علي الأصول و الرافعة المالية.

ثالثاً: نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

يتم في هذا القسم تناول نتائج التحليل الاحصائي لاختبار فرضيات الدراسة ، وبما يُمكن من الوصول الي نتائج يمكن من خلالها تحديد مدي قبول أو رفض تلك الفرضيات ، وقد استعانت الباحثة بالبرنامج الإحصائي (AMOS V.24)³ ، واستخدام نماذج المعادلات الهيكلية نظراً لأهميتها في بيان اتجاه العلاقات السببية وتحليل الوساطة بين متغيرات الدراسة. ولذلك سوف يتم عرض نتائج التحليلات الإحصائية ذات الصلة باختبار معنوية النموذج.

اختبار فرضيات الدراسة:

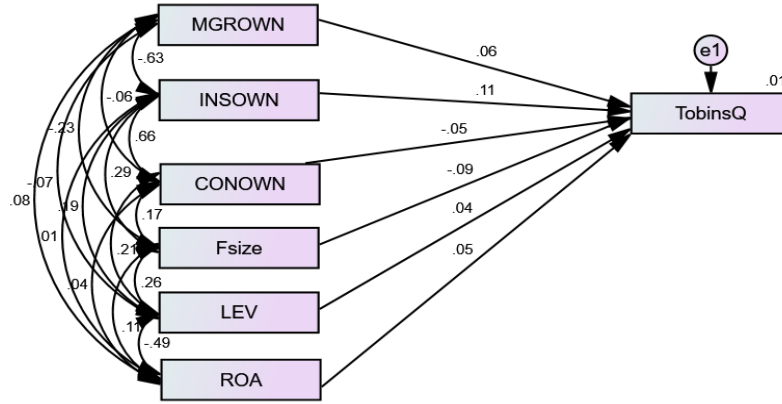
استخدمت الباحثة أسلوب تحليل المسار الموجود ببرنامج (AMOS V.24) في اختبار النموذج السببي علي مستوى عينة الشركات، ويتضمن التأثير المباشر وغير المباشر(عن طريق المتغير الوسيط توزيعات الأرباح) لهيكل الملكية علي قيمة الشركة.

3 هو برنامج إحصائي وأحد إضافات برنامج SPSS ، يستخدم في بناء المعادلات الهيكلية لتحليل المسار لاختبار العلاقة الخطية المباشرة وغير المباشرة بين مجموعة من المتغيرات

1. نتائج تحليل المسار للتأثيرات المباشرة لهيكل الملكية ، توزيعات الأرباح ، قيمة الشركة ، المتغيرات الضابطة ، وذلك علي النحو التالي:

1.1 نتائج تحليل المسار لهيكل الملكية والمتغيرات الضابطة علي قيمة الشركة:

شكل رقم (2): علاقات التأثير المباشرة بين المتغير المسقل والمتغيرات الضابطة والمتغير التابع



جدول رقم (10): نتائج تحليل المسار لهيكل الملكية والمتغيرات الضابطة علي قيمة الشركة

المتغير التابع: توبين كيو				المتغيرات المستقلة
مستوى المعنوية	قيمة t	الانحراف المعياري	معامل المسار	
0.423	0.801	0.007	0.061	الملكية الادارية
0.292	1.055	0.005	0.105	الملكية المؤسسية
0.547	-0.602	0.005	-0.046	تركز الملكية
0.070	-1.812	0.046	-0.094	حجم الشركة
0.484	0.701	0.292	0.041	الرافعة المالية
0.418	0.810	0.868	0.046	معدل العائد علي الأصول
0.010				معامل التحديد R ²
462				عدد المشاهدات

من الشكل رقم (2) والجدول رقم (10) يمكن عرض نتائج تحليل المسار التي تم التوصل اليها علي مستوى عينة الدراسة ككل، والمتعلقة بهيكل الملكية، المتغيرات الضابطة علي قيمة الشركة. وتظهر هذه النتائج معنوية نموذج تحليل المسار بين مجموعة المتغيرات المفسرة (هيكل الملكية، والمتغيرات الضابطة) علي قيمة الشركة، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (Chi²). كذلك تظهر نتائج تحليل المسار

أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة (بمؤشر هيكل الملكية، والمتغيرات الضابطة) علي قيمة الشركة تعادل (0.010)، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في تحليل المسار تفسر 1% من التباين في قيمة الشركة لشركات عينة الدراسة.

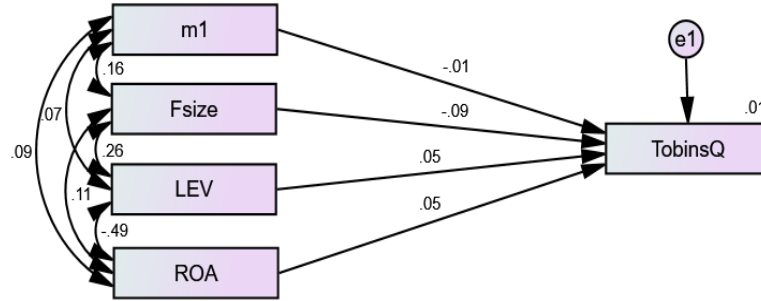
وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل المسار الموضحة في الجدول رقم (10) عدم وجود تأثير معنوي للملكية الادارية علي قيمة الشركة وتري الباحثة أن هذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة كلاً من (Putra & Yunita, 2019 ; Almari, et al., 2021; Prajandi, et al., 2021) ، وكذلك عدم وجود تأثير معنوي للملكية المؤسسية علي قيمة الشركة، وتري الباحثة أيضاً أن هذه النتيجة تؤيد نتائج دراسة كلاً من (Putra & Yunita, 2019; Kusimawati & Seriawan, 2019 ;) (Almari, et al., 2021) ، وعدم وجود تأثير معنوي لتركز الملكية علي قيمة الشركة وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (Sahrul & Novita, 2020).

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل المسار في الجدول رقم (10) عدم وجود تأثير معنوي بين حجم الشركة وقيمة الشركة. أيضاً، تظهر نتائج تحليل المسار عدم وجود تأثير معنوي للرافعة المالية علي قيمة الشركة. وكذلك عدم وجود تأثير معنوي لمعدل العائد علي الأصول علي قيمة الشركة.

ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرضية (الأولي والثانية والثالثة) للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين كلاً من (الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية ، تركيز الملكية) وقيمة الشركة. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كلاً من (Putra & Yunita, 2019 , Rohim, et al., 2019, Sahrul & Novita, 2020) ويلاحظ أن هذه النتيجة قد تختلف مع نتائج دراسات أخرى ويرجع سبب ذلك إلي اختلاف فترة الدراسة والعينة المستخدمة وكذلك بيئة التطبيق.

1.2. نتائج تحليل المسار لتوزيعات الأرباح والمتغيرات الضابطة علي قيمة الشركة:

شكل رقم (3): علاقات التأثير المباشرة بين المتغير الوسيط والمتغيرات الضابطة والمتغير التابع



جدول رقم (11): نتائج تحليل المسار لتوزيعات الأرباح والمتغيرات الضابطة علي قيمة الشركة

المتغير التابع: توبين كيو				المتغيرات المستقلة
مستوى المعنوية	قيمة t	الانحراف المعياري	معامل المسار	
0.914	-0.108	0.011	-0.005	توزيعات الأرباح
0.080	-1.753	0.045	-0.088	حجم الشركة
0.377	0.883	0.285	0.050	الرافعة المالية
0.328	0.979	0.854	0.054	معدل العائد علي الأصول
0.007				معامل التحديد R ²
462				عدد المشاهدات

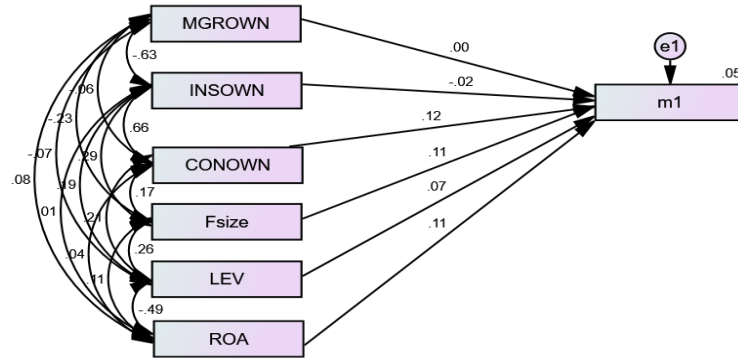
من الشكل رقم (3) والجدول رقم (11) يمكن عرض نتائج تحليل المسار التي تم التوصل اليها علي مستوى عينة الدراسة ككل، والمتعلقة بتوزيعات الأرباح، المتغيرات الضابطة علي قيمة الشركة. وتظهر هذه النتائج معنوية نموذج المسار بين مجموعة المتغيرات المفسرة (توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة) علي قيمة الشركة، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (Chi²). كذلك تظهر نتائج تحليل المسار أن قيمة معامل التحديد (R²) الخاصة (بمؤشر توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة) علي قيمة الشركة تعادل (0.007)، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في تحليل المسار تفسر 0.7% من التباين في قيمة الشركة لشركات عينة الدراسة.

وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل المسار الموضحة في الجدول رقم (11) عدم وجود تأثير معنوي لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة. وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل المسار في الجدول رقم (11) عدم وجود تأثير معنوي لحجم

الشركة علي قيمة الشركة. أيضاً، تظهر نتائج تحليل المسار عدم وجود تأثير معنوي للرافعة المالية علي قيمة الشركة. وكذلك عدم وجود تأثير معنوي لمعدل العائد علي الأصول علي قيمة الشركة. ويتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرضية الرابعة للدراسة الحالية بعدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة علي الرغم من أن معظم الدراسات السابقة أظهرت وجود تأثير سواء موجب أو سالب لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة ، وقد يرجع السبب في ذلك لاختلاف عينة الدراسة والفترة وكذلك بيئة التطبيق.

1.3. نتائج تحليل المسار لهيكل الملكية والمتغيرات الضابطة علي توزيعات الأرباح:

شكل رقم (4): نتائج تحليل المسار لهيكل الملكية والمتغيرات الضابطة علي توزيعات الأرباح



جدول رقم (12): نتائج تحليل المسار لهيكل الملكية والمتغيرات الضابطة علي توزيعات الأرباح

المتغير التابع: توزيعات الأرباح				المتغيرات المستقلة
مستوى المعنوية	قيمة t	الخطأ المعياري	معامل المسار	
0.954	-0.057	0.028	-0.004	الملكية الادارية
0.813	-0.236	0.022	-0.023	الملكية المؤسسية
0.125	1.534	0.023	0.116	تركز الملكية
0.027	2.207	0.199	0.112	حجم الشركة
0.218	1.231	1.259	0.071	الرافعة المالية
0.057	1.902	3.737	0.105	معدل العائد علي الأصول
0.045				معامل التحديد R ²
462				عدد المشاهدات

من الشكل رقم (4) والجدول رقم (12) يمكن عرض نتائج تحليل المسار التي تم التوصل إليها علي مستوى عينة الدراسة ككل، والمتعلقة بهيكل الملكية، المتغيرات الضابطة علي توزيعات الأرباح. وتظهر هذه النتائج معنوية نموذج تحليل المسار بين مجموعة المتغيرات المفسرة (هيكل الملكية، والمتغيرات الضابطة) علي توزيعات الأرباح، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (Chi^2). كذلك تظهر نتائج تحليل المسار أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة (بمؤشر هيكل الملكية، والمتغيرات الضابطة) علي توزيعات الأرباح تعادل (0.045)، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة في تحليل المسار تفسر 4.5% من التباين في توزيعات الأرباح لشركات عينة الدراسة.

وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل المسار الموضحة في الجدول رقم (12) عدم وجود تأثير معنوي للملكية الادارية علي توزيعات الأرباح، وكذلك عدم وجود تأثير معنوي للملكية المؤسسية علي توزيعات الأرباح، وأيضاً عدم وجود تأثير معنوي لتركز الملكية علي توزيعات الأرباح.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل المسار في الجدول رقم (12) وجود تأثير معنوي لحجم الشركة علي توزيعات الأرباح. أيضاً، تظهر نتائج تحليل المسار عدم وجود تأثير معنوي للرافعة المالية علي توزيعات الأرباح. ووجود تأثير معنوي لمعدل العائد علي الأصول علي توزيعات الأرباح.

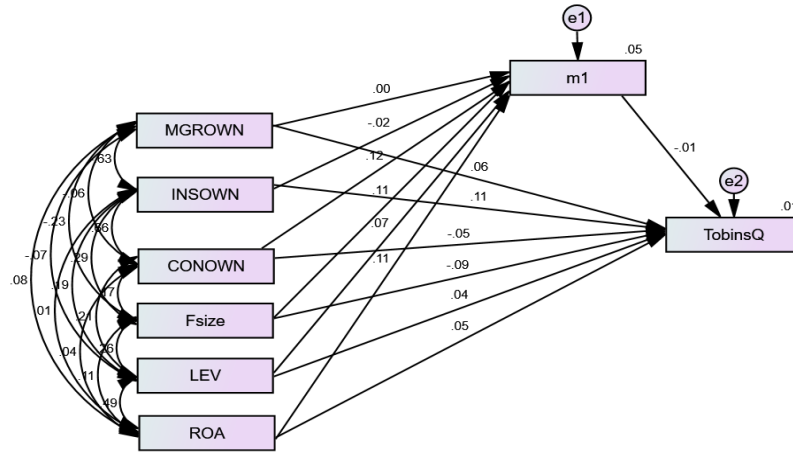
ويتضح أن تلك النتيجة تتفق مع الفرضية (الخامسة ، السادسة ، السابعة) للدراسة الحالية ، وقد اتفقت هذه النتيجة مع نتائج دراستي (Nugraha et al., 2021 , Rais & Santoso, 2017). إلا أنها اختلفت مع نتائج دراسات اخري كانت قد أظهرت وجود تأثير سواء موجب أو سالب لهيكل الملكية علي توزيعات الأرباح ولكن هذه الدراسات كانت في بيئات مختلفة عن البيئة المصرية باستثناء دراسة (إسماعيل واخرون ، 2018) التي أظهرت نتائجها وجود تأثير موجب للملكية الإدارية والملكية المؤسسية علي توزيعات الأرباح ووجود تأثير سلبي لتركز الملكية علي توزيعات الأرباح وقد يرجع السبب في ذلك الي اختلاف فترة هذه الدراسة والتي كانت من 2007 إلي 2016 عن الدراسة الحالية والتي تمت من 2016 إلي 2020.

2. نتائج تحليل المسار للتأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية لهيكل الملكية، توزيعات الأرباح ، قيمة الشركة وذلك علي النحو التالي:

استخدمت الباحثة أسلوب تحليل المسار الموجود ببرنامج (AMOS V.24) في اختبار النموذج السببي والذي يتضمن التأثير المباشر وغير المباشر(عن طريق المتغير الوسيط توزيعات الأرباح) لهيكل الملكية علي قيمة الشركة.والتأثير الكلي لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة.

وقد أسفرت نتائج تحليل المسار عن قبول النموذج الموضح بالشكل رقم (5)، حيث تشير مؤشرات جودة مطابقة النموذج للبيانات الي أنه نموذج مشبع. فقد حظي علي مطابقة تامة ، فجاءت قيمة χ^2 مساوية للصفر وغير دالة احصائياً ، كما جاءت قيمة مؤشر جذر متوسط مربع خطأ التقريب مساوية للصفر، وهي أفضل قيمة لهذا المؤشر.

شكل رقم (5):علاقات التأثير المباشرة وغير المباشرة والكلية لهيكل الملكية، توزيعات الأرباح، قيمة الشركة



جدول رقم (13): نتائج تحليل المسار للعلاقات المباشرة وغير المباشرة والكلية لهيكل الملكية، توزيعات الأرباح ، قيمة الشركة

المتغير المتأثر				نوع التأثير	المتغير المؤثر
توزيعات الأرباح		توبين كيو			
مستوى المعنوية	معاملات المسار	مستوى المعنوية	معاملات المسار		
.879	-.004	.266	.061	مباشر	الملكية الادارية
-	.000	-	.000	غير مباشر	
.879	-.004	.267	.061	كلي	
.612	-.022	.267	.105	مباشر	الملكية المؤسسية
-	.000	.814	.000	غير مباشر	
.612	-.022	.266	.105	كلي	
.000	.115	.528	-.046	مباشر	تركز الملكية
-	.000	.523	-.001	غير مباشر	
.000	.115	.520	-.046	كلي	
.005	.113	.093	-.093	مباشر	حجم الشركة
-	.000	.526	-.001	غير مباشر	
.005	.113	.086	-.094	كلي	
.001	.069	.553	.041	مباشر	الرافعة المالية
-	.000	.524	-.001	غير مباشر	
.001	.069	.561	.041	كلي	
.003	.106	.471	.046	مباشر	معدل العائد علي الأصول
-	.000	.525	.000	غير مباشر	
.003	.106	.481	.046	كلي	
-	-	.523	-.006	مباشر	توزيعات الأرباح
-	-	-	.000	غير مباشر	
-	-	.523	-.006	كلي	

و يتضح من الشكل رقم (5) والجدول رقم (13) :

عدم وجود تأثير مباشر وكلي للملكية الادارية علي قيمة الشركة وتوزيعات الأرباح وذلك لأن مستوى المعنوية أكبر من 5%، وكذلك عدم وجود تأثير مباشر وكلي للملكية المؤسسية علي قيمة الشركة وتوزيعات الأرباح وذلك لأن مستوى المعنوية أكبر من 5% ، أيضاً عدم وجود تأثير مباشر

وكلي لتركز الملكية علي توزيعات الأرباح و قيمة الشركة وذلك لأن مستوى المعنوية أكبر من 5% .
وفيما يتعلق بتأثير توزيعات الأرباح علي قيمة الشركة فيلاحظ عدم وجود تأثير مباشر وكلي لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة وذلك لأن مستوى المعنوية أكبر من 5%.

وفيما يتعلق بالتأثير غير المباشر لهيكل الملكية معبراً عنه ب(الملكية الادارية ، والملكية المؤسسية، وتركز الملكية) علي قيمة الشركة من خلال توزيعات الأرباح كمتغير وسيط ، تلاحظ الباحثة عدم وجود تأثير وسيط لتوزيعات الأرباح في العلاقة بين (الملكية الادارية والمؤسسية وتركز الملكية) و قيمة الشركة.

مما سبق يتضح أن تلك النتيجة تشير الي أن توزيعات الأرباح لا تنطوي علي تأثير وسيط وجوهري في العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة، وبالتالي فإن هذه النتيجة تدعم الفرضية الرئيسية للدراسة الحالية بعدم وجود تأثير وسيط لتوزيعات الأرباح في العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.

جدول رقم (14): ملخص نتائج اختبار فرضيات الدراسة

رقم الفرضية	الفرضية	نتيجة اختبار الفرضية
الفرضية الرئيسية الأولى: لا توجد علاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة:		
1	لا توجد علاقة بين الملكية الادارية وقيمة الشركة.	تم رفض الفرض البديل
2	لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة.	تم رفض الفرض البديل
3	لا توجد علاقة بين تركز الملكية وقيمة الشركة.	تم رفض الفرض البديل
الفرضية الرئيسية الثانية:		
4	لا توجد علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة.	تم رفض الفرض البديل
الفرضية الرئيسية الثالثة: لا توجد علاقة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح:		
5	لا توجد علاقة بين الملكية الادارية وتوزيعات الأرباح.	تم رفض الفرض البديل
6	لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وتوزيعات الأرباح.	تم رفض الفرض البديل
7	لا توجد علاقة بين تركز الملكية وتوزيعات الأرباح.	تم رفض الفرض البديل
الفرضية الرئيسية الرابعة:		
8	لا يوجد أثر وسيط لتوزيعات الأرباح علي العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.	تم رفض الفرض البديل

ويتضح من الجدول السابق أنه تم قبول جميع فرضيات الدراسة محل الاختبار، والتي صيغت جميعها في صورة فرض عدم ورفض الفرض البديل.

القسم السادس: خلاصة البحث والنتائج والدراسات المستقبلية

أولاً: خلاصة البحث:

نظراً لوجود أدلة امبريقية علي العلاقات بين هيكل الملكية وقيمة الشركة وتوزيعات الأرباح، فإن ذلك كان دافعاً لدراسة العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة واختبارها من ناحية ، ودراسة أثر توزيعات الأرباح علي تلك العلاقة واختبارها من ناحية أخرى. لذلك اعتمدت الباحثة علي أربعة توجهات للبحوث تأخذ في الاعتبار العلاقة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح وقيمة الشركة.

التوجه الأول: يستند إلي دراسات اختبرت العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح.

التوجه الثاني: يستند إلي دراسات اختبرت العلاقة المباشرة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة.

التوجه الثالث: يستند إلي دراسات اختبرت العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح.

التوجه الرابع: يبني علي التوجهات السابقة، حيث سعت الباحثة الي توفير دليل علي وجود العلاقة المباشرة والغير مباشرة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة للشركات المساهمة المصرية. لذلك قامت الباحثة باختبار العلاقة الغيرمباشرة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة للشركات المساهمة المصرية عن طريق توزيعات الأرباح.

ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة، اعتمدت الدراسة علي عينة مكونة من 97 شركة مساهمة مصرية (462 مشاهدة) ومقيدة بالبورصة وتنتمي الي أربعة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالية في الفترة من 2016م الي 2020م، كما تناولت الدراسة ثلاثة مقاييس من أهم مقاييس هيكل الملكية والتي حظيت باهتمام وافر علي مستوى الدراسات السابقة بشأن تأثيرها علي قيمة الشركة وتتضمن تلك المقاييس: الملكية الادارية – الملكية المؤسسية – تركز الملكية. وكذلك تم استخدام مقياس واحد فقط لتوزيعات الأرباح وهو: نصيب السهم من التوزيعات وذلك من خلال قسمة توزيعات الأرباح في نهاية الفترة علي عدد الأسهم. بالإضافة إلي ذلك ، اعتمدت الدراسة الحالية علي توبين كيو كمقياس لقيمة الشركة والتي تم تقديرها من خلال قسمة القيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية مضافاً اليها القيمة السوقية لحقوق الملكية علي القيمة لدفترية للأصول.

وباستخدام أسلوب تحليل المسار، تشير النتائج الي :

عدم وجود علاقة بين هيكل الملكية معبراً عنها ب (الملكية الادارية ، الملكية لمؤسسية، تركز الملكية) وقيمة الشركة، كذلك تشير النتائج الي عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. وتشير النتائج أيضاً إلي عدم وجود علاقة بين هيكل الملكية معبراً عنه ب (الملكية الادارية ، الملكية لمؤسسية، تركز الملكية) وتوزيعات الأرباح. وتتمثل نتيجة الدراسة المهمة في عدم وجود تأثيرات وسيطة، حيث أن توزيعات الأرباح لا تنطوي علي تأثير ذي دلالة علي العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.

ثانياً: نتائج البحث:

استعانت الباحثة في قياسها قيمة الشركة (بمؤشر توبين كيو). بالإضافة إلي ذلك اعتمدت الباحثة في قياس توزيعات الأرباح علي (نصيب السهم من التوزيعات) ، وفي قياسها لهيكل الملكية اعتمدت علي ثلاثة مقاييس وهما: (الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية ، تركز الملكية). وقد اعتمدت الباحثة علي عينة مكونة من 97 شركة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المصرية وتنتمي إلي اثني عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة من عام 2016م حتي عام 2020م .

وباستخدام أسلوب تحليل المسار ، تشير النتائج إلي عدم وجود علاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة . كذلك تشير النتائج إلي عدم وجود علاقة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح. وتشير النتائج أيضاً إلي عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. وتتمثل نتيجة الدراسة في عدم وجود تأثير وسيط ، حيث أن توزيعات الأرباح لا تنطوي علي تأثير ذي دلالة علي العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.

أخيراً ، توفر الدراسة دليلاً علي أن توزيعات الأرباح لا يمكن أن تلعب دوراً في العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.

ثالثاً: الدراسات المستقبلية:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج، تري الباحثة أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- 1- دراسة تأثير اختلاف سياسة توزيعات الأرباح علي العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.
- 2- استخدام مقاييس أخرى لمتغيرات الدراسة، علي سبيل المثال:
 - استخدام مقاييس أخرى لهيكل الملكية مثل: الملكية الحكومية ، الملكية العائلية، الملكية الفردية.
- 3- استخدام متغيرات وسيطة أخرى لتفسير العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة مثل: الربحية.
- 4- إجراء دراسة مقارنة عن تأثير توزيعات الأرباح علي العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة في كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع العام والشركات المساهمة المملوكة في القطاع الخاص.
- 5- أحد حدود هذه الدراسة هو استبعاد الشركات المالية من عينة الدراسة الحالية، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلتها في الشركات غير المالية، لذلك يمكن دراسة التأثيرات المباشرة والوسيطة بين هيكل الملكية وتوزيعات الأرباح وقيمة الشركة داخل الشركات المالية المصرية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- أبو دحيلة، حنين خليل. 2019. "أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية علي قيمة الشركة: دراسة تطبيقية علي الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان". رسالة ماجستير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة اليرموك.
- إسماعيل، السيدة عبد الفتاح ، الحناوي، محمد صالح، & السيد، خيرى محمد. 2018. "تأثير هيكل الملكية علي سياسة التوزيعات للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية". مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية ، قسم إدارة الأعمال ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، 55(2)، 1-28.
- العايدي، ثروت مصطفى علي. 2018. "أثر طبيعة أنماط هيكل ملكية المؤسسات علي تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة: دراسة تحليلية". المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس، 9(4): 388-417.
- حسن، رضا صبحي محمد. 2016. " العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح في شركات المساهمة المصرية". رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- حسن، عزت عبد الحميد محمد. 2008. "الإحصاء المتقدم للعلوم التربوية والنفسية والاجتماعية: تطبيقات باستخدام برنامج ليزرل 8.8". الطبعة الأولى، دار المطفي للطباعة والترجمة، بنها.
- حمدالله، انتصار عبدالحكم أحمد. 2021. " محددات توزيعات الأرباح النقدية: دراسة إمبريقية علي الشركات المساهمة المصرية". رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- د. دادن عبدالوهاب & أ. بديدة حورية. 2011. "تأثير سياسة توزيع الأرباح علي قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 (تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009)". مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة محمد خيضر(10).
- رمضان، رضا محمد أحمد. 2019. " أثر ملكية الإدارة علي أداء الشركات المدرجة في البورصة المصرية". المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، (2)، 107-137.

- رميلي، سناء محمد رزق. 2016. " أثر مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية علي قيمة الشركة : دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية". *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، 20(4)، 374-330.*
- زلوم، نضال عمر. 2015. " أثر توزيعات الأرباح علي القرار الاستثماري في ضوء جودو التقارير المالية". *المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، الجامعة الأردنية ، 2(1)، 50-33.*
- عبده، إيمان محمد السعيد سلامة. 2020. "أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة علي قيمة الشركة والقيود المالية لها ودور كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكمل الملكية: دراسة تطبيقية". *مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، 24(1): 90-1.*
- عفيفي، هلال عبدالفتاح. 2011. "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح: دراسة اختبارية في البيئة المصرية". *مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة جامعة طنطا، 2(2): 243-157.*
- عفيفي، هلال عبدالفتاح. 2014. "التأثيرات المباشرة والوسيطه بين حوكمة الشركات : جودة الأرباح ، سياسة التوزيعات النقدية: دراسة اختبارية علي الشركات المصرية". *مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، 36(2)، 407-289.*
- علي، باسم رشيد. 2017. " إطار مقترح لمراجعة الأنشطة البيئية وأثره علي قيمة الشركة: دراسة تطبيقية". *رسالة ماجستير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنصورة.*
- علي، محمد السيد عبدالله بدري. 2013. "أثر حصص الملكية المؤسسية علي أداء الشركات المقيدة بالبورصة المصرية". *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، 2(2): 1090-1042.*
- غريب، مها محمد السيد. 2021. " أثر الرفع المالي علي أداء وقيمة الشركة: دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية". *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.*
- مراد، صلا أحمد. 2000. "الأساليب الإحصائية في العلوم النفسية والتربوية والاجتماعية". *مكتبة الأنجلو المصرية ، القاهرة.*
- نويجي، حازم محمود محمد. 2017. " أثر خصائص لجنة المراجعة علي قيمة الشركة: دراسة تطبيقية علي الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة". *مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، 4(4)، 172-134.*

المراجع باللغة الأجنبية:

- Almari, M. O. S., Weshah, S. R. S., Saleh, M. M. A., Aldboush, H. H. H., & Ali, B. J. 2021. Earnings Management, Ownership Structure And The Firm Value: An Empirical Analysis. *Journal Of Management Information And Decision Sciences*, 24(7), 1-14.
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. 2009. The Association Between Dividend Payout And Outside Directorships, *Journal Of Applied Accounting Research*, 10(1), 4-19.
- Ardillah, K. 2018. Effect Of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclousre, And Corporate Governance To The Value Of The Company: Empirical Study On Registered Soe In Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Llmua Manajemen & Ekonomika*, 10(2), 60-67.
- Budagaga, A. 2017. Dividend Payment And Its Impact On The Value Of Firms Listed On Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 7(2), 370.
- Charisma, D., Bramasto, A., & Ameswari, O. A. 2021. The Influence Of Return On Assets And Debt To Equity Ratio On Company Value, Almanac. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 5(2), 284-296.
- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. 2021. Impact Of Dividend Policy On Corporate Value: Experiment In Vietnam . *International Journal Of Finance & Economics*, 26(4), 5815-5825.
- Darmadi, S., & Sodikin, A. 2013. Information Disclosure By Family-Controlled Firms: The Role Of Board Independence And Institutional Ownership. *Asian Review Of Accounting*, 21(3), 223-240.

- Duhri, R., & Diantimala, Y. 2018. The Influence Of Institutional Ownership, Individual Ownership, And Managerial Ownership Toword Dividend Payout Ratio At Non-Financial Companies Registered In Indonesia Stock Exchange In 2012-2016. *International Journal Of Social Science And Economic*, 3(3), 786-801.
- Dwaikat, N., Queiri, A., & Qubbaj, I., S. 2021. The Effect Of Ownership Structure Of Intitial Public Offerings (Ipos) On Dividend Initiation: A Case Study In Malaysia. *The Journal Of Asian Finance, Economics, And Business*, 8(4), 317-328.
- Easton, P., & Pae, J. 2004. “ Accounting Conservatism And The Relation Between Returns And Accounting Data”. *Review Of Accounting Studies*, 9 , 495-521.
- Egbeonu Oliver, C., Edori Iniviei, S., & Edori Daniel, S. 2016. Effect Of Dividend Policy On The Value Of Firms (Emperical Study Of Quoted Firms In Nigeria Stock Exchange). *Research Journal Of Finance And Accounting*, 7(3), 17-24.
- Gao, X., And Jia, Y. 2016. “Internal Control Over Financial Reporting And The Safeguarding Of Corporate Resources: Evidence From The Value Of Cash Holdings”. *Contemporary Accounting Research*, 33 (2) , 783-814.
- Gujarati, D. N. 2003. “Basic Econometrics”, 4th Editation , Mcgraw Hill, New Yotk.
- Handayani, I. A. R. P., Ariyanto, D., Rasmini, N. K., & Widanaputra, A. A. G. P. 2018. The Effect Of Profitability, Institutional Ownership On The Value Of The Company With Dividend Policy As A Meditation. *International Of Science Basic And Applied Research (Ijsbar)*, 41(1), 234-242.

- Iswara, U. S. & Setyabudi, T. G. 2020. Influence Of Profitability And Structure Of Ownership On Company Value With Dividend Policy As An Intervening Variable. *Jurnal Akuntansi*, 7(1), 1-10.
- Jabeen, M., & Shah, A. 2011. A Review On Family Ownership And Information Asymmetry. *African Journal Of Business Management*, 3(35), 13550-13558.
- Jensen, M., C., & Meckling, W., H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs And Ownership Structure, *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kulathunga, K. M. K. N. S., & Azeez, A. A. 2016. The Impact Of Ownership Structure On Dividend Policy: Evidence From Listed Companies In Sri Lanka. In International Conference On Qualitative And Quantitative Economics Research (Qqe). Proceedings (P.80). *Global Science And Technology Forum*.
- Launtu, A. 2021. Impact Of Cash Flow And Dividend Policy On Manufacturing Firm Value. Atestasi. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 4(1), 105-111.
- Lumapow, L. S., & Tumiwa, R. A. F. 2017. The Effect Of Dividend Policy, Firm Size And Productivity To The Firm Value. *Research Journal Of Finance And Accounting*, 8(22), 20-24.
- Mukaria, H. K., Mwangi, M., Ochieng, D. E., & Okira, K. (2020). Ownership Structure and Firm Value. *African Development Finance Journal*, 4(2), 36-49.
- Nugraha, N. M., Johannes, S. R., & Hendiarto, R. S. (2021). The Effect Of Institutional Ownership, Managerial Ownership, And Company Size To

- Dividend Policy. *International Journal Of Trends In Accounting Research*, 2(1), 87-96.
- Prajnadi, A., Regina, C., Jordan, A., & Sitorus, J. S. 2021. The Effect Of Institutional Ownership, Managerial Ownership, Debt Policy, And Dividend Policy On Company Value. *Jurnal Ipteks Terapan (Research Of Applied Science And Education)*, 15(3), 277-290.
- Putra, A., P., T., & Yunita, I., 2019. The Effect Of Ownership Strucutre And Leverage On Firm Value (Case Study At Banking Compaines Listed In Indonesia Exchange (Idx) In 2014-2018). *Eproceedings Of Management*, 6(2).
- Rais, B. N., & Santoso, H. F. 2017. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Deviden. *Jurnal Akuntansi*, 71-84.
- Reyna, J. M. S. M. 2017. Ownership Strucutre And Its Effect On Dividend Policy In The Mexican Context. *Contaduria Y Asministracion*, 62(4), 1199-1213.
- Sahrul, M., & Novita, S. 2020. Ownership Structure, Firm Value And Mediating Effect Of Firm Performance. *Jurnal Akuntansi*, 24(2), 219-233.
- Sindhu, M. I., Hashmi, S. H., & Ui Haq, E. 2016. Impact Of Ownership Structure On Dividend Payout In Pakistani Non-Financial Sector. *Cogent Business & Management*, 3(1), 1272815.

Relationship between the ownership structure and firm value: The mediation effect of dividend payout

“Experimental study on Egyptian joint stock company

Abstract

The study aimed to investigate whether the ownership structure affects the firm's value in Egyptian joint stock companies, and whether the relationship between the ownership structure and the firm's value is affected by the dividends announced by those companies. Therefore, the current study aims to answer the following questions: What are the direct effects of ownership structure on firm value in Egyptian joint stock companies? What are the indirect effects of ownership structure (via dividends) on firm value in Egyptian joint stock companies? In order to test the study hypotheses, three measures of ownership structure were used: administrative ownership, institutional ownership, and concentration of ownership. In addition, we relied on dividends per share as a measure of dividends. Tobin's Q index was relied upon to estimate the firm's value. The researcher tested the study hypotheses on a sample of 97 Egyptian joint stock companies (462 views) listed on the Egyptian Stock Exchange and belonging to non-financial sectors in the period from 2016 to 2020. Using path analysis method, the researcher result: There is no relationship between ownership structure and the firm value. There is no relationship between dividends and the firm value. There is no relationship between ownership structure and dividends. The important result of the study is the absence of mediating effects, as dividends do not have a significant impact on the relationship between ownership structure and firm value.

Keywords: *Managerial ownership, institutional ownership, concentration of ownership, dividends, and firm value.*