



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة كربلاء

كلية الإدارة والاقتصاد

قسم المحاسبة

## تأثير هيكل الملكية في كفاءة القرارات الاستثمارية وانعكاسه على قيمة الشركة

أطروحة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة كربلاء

وهي جزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في المحاسبة

من الطالب

ماهر ناجي علي

بإشراف

الأستاذ المساعد الدكتور

أسعد محمد علي وهاب العواد

1443 هـ

2021 م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿نَرْفَعُ دَرَجَاتٍ مِّنْ نَّشَأٍ وَفَوْقَ كُلِّ

ذِي عِلْمٍ عَظِيمٍ﴾

صدق الله العلي العظيم - سورة يوسف الآية (76)

الإهداء...

إلى رسول الله النبي محمد (ﷺ)

وال بيته الطيبين الطاهرين عليهم أفضل الصلاة والسلام

إلى شهداء العراق ... رحمة وغفراناً

إلى أمي وأبي .... إجلالاً وإكباراً

إلى أخي وأخواتي .... تقديراً واحتراماً

إلى زوجتي واطفالي .... حباً واعتزازاً

إلى أصدقائي وأحبائي .... عرفانا وتقديراً

إلى أساتذتي الأفاضل .... تقديراً وامتناناً

إلى جميع من ساندني وأعانني .... إخلاصاً ووفاءً

أهدي هذا الجهد المتواضع

الباحث

## الشكر والامتنان

الحمد لله الذي لا يبلغ مدحته القائلون ولا يحصي نعماءه العادون ولا يؤدي حقه المجتهدون الذي لا يدركه بعد الهمم ولا يناله غوص الفطن الذي ليس لصفته حد محدود ولا نعت موجود ولا وقت معدود ولا أجل ممدود فطر الخلائق بقدرته ونشر الرياح برحمته ووتد بالصخور ميدان أرضه والحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله الطيبين الطاهرين.

يطيب لي ان أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ المساعد الدكتور اسعد محمد علي العواد لتفضله بالموافقة على قبول الإشراف على هذا البحث ولما قدمه من نصائح وإرشادات قيمة أسهمت في إنجاز البحث واخراجه بالشكل الذي هو عليه فضلاً عن دعمه المتواصل طوال مدة الدراسة، كما أتقدم بالشكر والامتنان إلى الأستاذ الدكتور حيدر المسعودي لما قدمه من إرشادات قيمة، وأتقدم بوافر الشكر والامتنان والاحترام إلى أساتذتي في مدة الدراسة لما بذلوه في اعطائنا فيض علومهم فجزاهم الله خير الجزاء واطال في عمرهم ويشرفني ان اذكر أسماءهم في بحثي وهم كل من الأستاذ الدكتور طلال الجاوي والأستاذ الدكتور صلاح الكواز والأستاذ الدكتور محمد حسين الجبوري والأستاذ المساعد الدكتور سرمد عبد الجبار والأستاذ المساعد الدكتور علي عبد الحسن والأستاذ المساعد الدكتور ريث عبد الأمير الجبوري.

وأسجل شكري وامتناني إلى السيد رئيس وأعضاء لجنة المناقشة المحترمين لتفضلهم بقبول المناقشة ولما تحملوه من عناء مراجعة البحث وتقويمه.

وانتقدم بالشكر الجزيل إلى زملائي أساتذة قسم العلوم المالية والمصرفية في جامعة الكوفة لتعاونهم ومساندتهم لي طوال مدة الدراسة.

ولا يفوتني ان أتقدم بالشكر والامتنان إلى كادر المكتبة في كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء وكادر الدراسات العليا في الكلية لما بذلوه من جهود مباركة.

وأواصل شكري وتقديري إلى كل من ساندني وأعانني وحثني على إكمال بحثي وزملائي وأصدقائي جميعاً.

ولا أنسى ان أتقدم بالشكر الجزيل إلى رفيق دربي وزميل الدراسة في مرحلة البكالوريوس والماجستير والدكتوراه الدكتور كرار حميدي لما قدمه من دعم ونصائح قيمة.

الباحث

## المستخلص:

يهدف البحث الى دراسة التأثير والعلاقة النظرية والعملية بين كل من هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة وذلك بالتطبيق في (15) مصرفاً من المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2010 ولغاية 2019 وبواقع (148) مشاهدة.

وقد تم قياس متغيرات البحث بشكل كمي بالاعتماد على التقارير المالية المنشورة للمصارف العراقية الخاصة فضلاً عن اجراء الاختبارات الإحصائية المعتمدة كأجراء التحليل الاحصائي ثنائي الحد (Binomial Test) وتحليل التباين الاحادي (one-way anova) والانحدار الخطي ومعامل الارتباط واختبار (T) واختبار (F) فضلاً عن تحليل المسار (Path Analysis) وذلك عن طريق استخدام كل من برنامج الحزمة الاحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) وبرنامج التحليل الاحصائي (Eviews) فضلاً عن البرنامج الاحصائي (AMOS).

ومن بين اهم ما توصل اليه البحث هو ان هيكل الملكية يعد من اليات الحوكمة المهمة ويؤثر في جودتها وبالنتيجة في القرارات التي يتم اتخاذها من قبل الشركة، وهناك اهتمام وتحليل للبيانات الخاصة باتخاذ القرارات الاستثمارية في المصارف العراقية الخاصة، وانخفاض القيمة السوقية بالمقارنة مع القيمة الدفترية لموجودات المصارف العراقية، وانطلاقاً مما توصل اليه في أعلاه يوصي البحث الجهات الرقابية والجهات المسؤولة عن الأسواق المالية بدعم اليات الحوكمة للحيلولة دون سيطرة اي جهة من الجهات المالكة للأسهم والتحكم في قراراتها وبالنتيجة عدم حماية صغار المساهمين، وكذلك دراسة وتحليل البيانات الخاصة باتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل تفصيلي واتباع طرائق تقييم المشاريع الاستثمارية للحيلولة دون اتخاذ قرارات استثمارية ينتج عنها خسائر فادحة لا يمكن الرجوع عنها.

## قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
	الآية القرآنية
أ	الإهداء
ب	الشكر والامتنان
ج	المستخلص
هـ - و	قائمة المحتويات
ز - ح	قائمة الجداول
ط	قائمة الأشكال
ي	قائمة الملاحق
1	المقدمة
17-2	<b>الفصل الأول: دراسات سابقة ومنهجية البحث</b>
11-2	المبحث الأول: دراسات سابقة واسهام البحث الحالي
17-12	المبحث الثاني: منهجية البحث
69-18	<b>الفصل الثاني: الخلفية النظرية لهيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية</b>
44-20	المبحث الأول: هيكل الملكية
70-45	المبحث الثاني: كفاءة القرارات الاستثمارية
108-71	<b>الفصل الثالث: مسؤولية الإدارة عن تعظيم قيمة الشركة في ظل هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية</b>
94-72	المبحث الأول: آليات تعظيم قيمة الشركة ومسؤولية الإدارة في تحقيقها
108-95	المبحث الثاني: هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة
143-109	<b>الفصل الرابع: قياس المتغيرات واختبار الفرضيات</b>
121-110	المبحث الأول: قياس هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة
143-122	المبحث الثاني: نتائج اختبار فرضيات البحث

149-144	<b>الفصل الخامس: الاستنتاجات والتوصيات</b>
147-145	<b>المبحث الأول: الاستنتاجات</b>
149-148	<b>المبحث الثاني: التوصيات</b>
175-150	المصادر
I-XVII	الملاحق

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
3	دراسات عربية حول العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية	1-1
4	دراسات اجنبية حول العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية	2-1
6	دراسات عربية حول العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة	3-1
7	دراسات اجنبية حول العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة	4-1
9	دراسات عربية حول العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة	5-1
10	دراسات اجنبية حول العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة	6-1
58	نقاط التركيز والقوة والضعف لطرائق تقييم المشاريع الاستثمارية	1-2
110	نبذة تعريفية عن المصارف عينة البحث	1-4
112	قياس الملكية الادارية للمصارف عينة البحث	2-4
113	قياس الملكية العائلية للمصارف عينة البحث	3-4
114	قياس الملكية المؤسسية للمصارف عينة البحث	4-4
115	قياس الملكية التبادلية للمصارف عينة البحث	5-4
116	قياس تركيز الملكية للمصارف عينة البحث	6-4
117	قياس الملكية الاجنبية للمصارف عينة البحث	7-4
118	قياس الملكية الحكومية للمصارف عينة البحث	8-4
119	قياس كفاءة القرارات الاستثمارية	9-4
120	قياس قيمة المصارف عينة البحث	10-4
122	ملخص ترميز متغيرات البحث وطريقة قياسها	11-4
123	الاحصاء الوصفي لمتغيرات البحث	12-4
123	اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات متغيرات البحث	13-4



124	نتائج اختبار الفرضية الأولى	14-4
125	نتائج اختبار الفرضية الثانية	15-4
126	نتائج اختبار الفرضية الثالثة	16-4
127	نتائج اختبار الفرضية الرابعة	17-4
128	نتائج اختبار الفرضية الخامسة	18-4
129	اختبار استقرارية السلاسل (جذر الوحدة) لمتغيرات البحث	19-4
130	ملخص نموذج اختبار الفرضية السادسة	20-4
130	تباين اختبار الفرضية السادسة	21-4
131	معاملات دالة الانحدار للفرضية السادسة	22-4
134	ملخص نموذج اختبار الفرضية السابعة	23-4
135	تباين اختبار الفرضية السابعة	24-4
135	معاملات دالة الانحدار للفرضية السابعة	25-4
138	ملخص نموذج اختبار الفرضية الثامنة	26-4
139	تباين اختبار الفرضية الثامنة	27-4
139	معاملات دالة الانحدار للفرضية الثامنة	28-4
142	نتائج تحليل المسار لاختبار الفرضية التاسعة	29-4

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
18	المخطط الفرضي للبحث	1-1
36	أنواع الملكية التبادلية	1-2
41	هيكل الملكية	2-2
50	أنماط اتخاذ القرارات	3-2
51	مثلث الاستثمار	4-2
60	خطوات اتخاذ القرارات الاستثمارية	5-2
85	المفاضلة بين المخاطر والعائد	1-3
87	مخطط القيمة	2-3
91	محددات استراتيجية العمل والهيكل التنظيمي وقيمة الشركة	3-3
99	العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية	4-3
104	العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة	5-3
106	العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة	6-3
108	العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة	7-3
132	العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة	1-4
133	المدرج التكراري لبواقي الفرضية السادسة	2-4
133	التوزيع الطبيعي لبواقي الفرضية السادسة	3-4
136	العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية	4-4
137	المدرج التكراري لبواقي الفرضية السابعة	5-4
137	التوزيع الطبيعي لبواقي الفرضية السابعة	6-4
140	العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة	7-4
141	المدرج التكراري لبواقي الفرضية الثامنة	8-4
141	التوزيع الطبيعي لبواقي الفرضية الثامنة	9-4
143	نموذج تحليل المسار لاختبار الفرضية التاسعة	10-4

## قائمة الملاحق

رقم الصفحة	اسم الشكل	رقم الملحق
I-VI	البيانات الخاصة بهيكل الملكية	1
VII-XII	البيانات الخاصة بكفاءة القرارات الاستثمارية	2
XIII-XVII	البيانات الخاصة بقيمة المصرف	3

## المقدمة

بعد توسع أعمال الشركات وتعدد أنشطتها انفصلت ملكيتها عن ادارتها وهو ما اوجد بدوره ما يعرف بمشاكل الوكالة، وللمحد من هذه المشاكل ظهرت الحوكمة التي كانت محط اهتمام المنظمات والهيئات والجهات الحكومية وبالخصوص بعد الازمات المالية التي عصفت بالعالم، ويتم تنفيذ الحوكمة عن طريق مجموعة من الاليات الداخلية والخارجية والتي يعد هيكل الملكية جزءاً من الاليات الداخلية، ويشير هيكل الملكية الى مقدار الأسهم المملوكة في الشركة وطبيعة الجهات المالكة لها، ويترتب عليها توزيع الصلاحيات داخل مجلس الإدارة وحق التصويت وانتخاب الإدارة التنفيذية واتخاذ القرارات الاستراتيجية الهامة والتي من بينها القرارات الاستثمارية، فالقرارات الاستثمارية من القرارات الهامة في الشركة والتي ينبغي ان يتم تحليلها ودراستها دراسة مستفيضة كونها من القرارات الطويلة الأمد والتي يمتد تأثيرها لسنوات عديدة، وعليه ينبغي ان يتم اتخاذ هذه القرارات بكفاءة لضمان عدم هدر أموال الشركة او تفويت فرص استثمارية ذات عائد ملائم، وتعمل إدارة الشركات على تعظيم قيمتها عن طريق سياسة الشركة واستراتيجيتها والتي يمكن تنفيذها عن طريق مجموعة من القرارات، وعليه فان توليفة ملكية الأسهم في الشركة وكفاءة القرارات الاستثمارية تعمل على تحقيق اهداف الشركة وتعظيم قيمتها.

وعليه هدف البحث الى بيان الإطار النظري لكل من هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة فضلا عن قياسها وبيان العلاقة النظرية والعملية بين كل منهم، وتحديد التأثير بين هذه المتغيرات.

ولتحقيق اهداف البحث فقد تم تقسيمه الى خمسة فصول تضمن الفصل الأول منه دراسات سابقة ومنهجية البحث وتم تقسيمه الى مبحثين خصص الأول لمنهجية البحث والثاني للدراسات السابقة المرتبطة بمتغيرات البحث، وتناول الفصل الثاني الخلفية النظرية لكل من هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وعليه تم تقسيمه الى مبحثين خصص الأول منه الى هيكل الملكية والثاني الى كفاءة القرارات الاستثمارية، وتناول الفصل الثالث مسؤولية الإدارة عن تعظيم قيمة الشركة في ظل هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وعليه تم تقسيمه الى مبحثين خصص الأول منه الى اليات تعظيم قيمة الشركة ومسؤولية الإدارة في تحقيقها، وتناول الثاني هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة، اما الفصل الرابع فقد خصص لقياس متغيرات البحث واختبار الفرضيات عن طريق تقسيمه على مبحثين خصص الأول منه الى قياس متغيرات البحث وخصص الثاني لاختبار فرضيات البحث، وأخيرا فقد تناول الفصل الرابع الاستنتاجات والتوصيات عن طريق مبحثين تطرق المبحث الأول منه الى الاستنتاجات التي توصل اليها البحث، اما المبحث الثاني فقد تطرق الى التوصيات التي خرج بها البحث.

# الفصل الأول

## دراسات سابقة ومنهجية البحث

## الفصل الأول

### دراسات سابقة ومنهجية البحث

#### تمهيد

يشتمل هذا الفصل ويناقش كل من دراسات سابقة ذات العلاقة بمتغيرات البحث وإسهام البحث الحالي في مجال المعرفة المحاسبية فضلا عن منهجية البحث، وقد حاول الباحث ان يعرض اهم ما جمع من دراسات ودوريات اجنبية وعربية وعراقية ترتبط بمتغيرات البحث المتمثلة في هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية فضلا عن قيمة الشركة، وعلية فان الفصل سيتضمن مبحثين وكالاتي:

المبحث الأول: دراسات سابقة وإسهام البحث الحالي.

المبحث الثاني: منهجية البحث.

## المبحث الأول

### دراسات سابقة وإسهام البحث الحالي

يتضمن هذا المبحث عرضاً موجزاً لاهم الدراسات الأجنبية والعربية التي تمكن الباحث من الحصول عليها والتي تناولت هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وهيكل الملكية وقيمة الشركة فضلاً عن كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة، والتي ساهمت بدوراً كبيراً في اغناء الجانب النظري والعملي للبحث، لذلك قسمت الى ثلاثة محاور الأول للدراسات التي تناولت هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية والثاني للدراسات المرتبطة بهيكل الملكية وقيمة الشركة، وخصص الثالث للدراسات التي تطرقت الى كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة.

#### 1-1-1 دراسات تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية

لغرض الإفادة لا بد من التطرق الى دراسات تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية لغرض الوقوف عليها والاستفادة منها فضلاً عن التعرف على النتائج التي تم التوصل لها، وسيتم تقسيمها الى دراسات عربية ودراسات اجنبية وكالاتي:

**1-1-1-1 دراسات عربية:** يمكن بيان بعض الدراسات العربية التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية في الجدول الاتي:

#### جدول (1-1)

دراسة عربية حول العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية

1- دراسة (الفضل، 2018)	
عنوان الدراسة	العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في ضوء الملكية الادارية
عينة الدراسة	تتكون عينة الدراسة من 87 شركة اردنية للمدة من 2013 ولغاية 2017
نوع الدراسة	دراسة منشورة في مجلة البحوث الاقتصادية والمالية
هدف الدراسة	هدفت الدراسة الى فحص العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في ظل تباين الملكية الادارية
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة	توصلت الدراسة الى وجود علاقات مختلفة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية تبعا لاختلاف الملكية الادارية فكلما زاد مستوى التحفظ زادت نسبة الملكية الادارية وكلما ارتفعت نسبة الملكية الادارية قلت كفاءة القرارات الاستثمارية عن طريق ظهور نقص الاستثمار، ويعزو الباحث سبب ذلك انه بارتفاع الملكية الادارية يميل المديرين الى تجنب المخاطر

**2-1-1-1 دراسات اجنبية:** يمكن توضيح بعض الدراسات الاجنبية التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية في الجدول الاتي:

جدول (2-1)

دراسات اجنبية حول العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية

1. دراسة (Chen,et al,2017)	
عنوان الدراسة Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations هل تؤثر الملكية الحكومية والأجنبية على كفاءة الاستثمار؟ أدلة من الخصخصة	
عينة الدراسة تتكون عينة الدراسة من 506 شركة غير مالية منتشرة في 64 دولة للمدة من 1981 ولغاية 2008	
نوع الدراسة دراسة منشورة في مجلة Journal of Corporate Finance	
هدف الدراسة هدفت الدراسة الى بيان تأثير الملكية الحكومية والملكية الأجنبية في كفاءة الاستثمار	
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة توصلت الدراسة الى ان الملكية الحكومية ترتبط بعلاقة سلبية مع كفاءة الاستثمار، اما الملكية الأجنبية فأنها ترتبط بعلاقة ايجابية مع كفاءة الاستثمار، وان الاختلاف في ذلك يعكس الاختلاف في مستوى مشكلة الوكالة المرتبطة بالملكية الحكومية والملكية الأجنبية	
2. دراسة (Azhar,et al,2019)	
عنوان الدراسة The Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency: An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange (PSX) تأثير هيكل الملكية وحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار: دراسة تجريبية من بورصة باكستان (PSX)	
عينة الدراسة تتكون عينة الدراسة من 50 شركة غير مالية مدرجة في البورصة الباكستانية للمدة من 2010 ولغاية 2015	
نوع الدراسة دراسة منشورة في مجلة Pakistan Administrative Review	
هدف الدراسة هدفت الدراسة الى بيان تأثير اليات الحوكمة الداخلية والخارجية في كفاءة القرارات الاستثمارية	



مع زيادة الملكية الإدارية تزداد كفاءة القرارات الاستثمارية اذ يكون للمدير مصلحة كبيرة في الشركة بوصفه مساهم يعمل على تعظيم ثروته الخاصة، كما وان للملكية المؤسسية وحجم مجلس الإدارة تأثير ضئيل في كفاءة القرارات الاستثمارية، ولزيادة كفاءة القرارات الاستثمارية ينبغي تحسين اليات الحوكمة	اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة
3. دراسة (Tran,2020)	
Foreign ownership and investment efficiency: new evidence from an emerging market الملكية الأجنبية وكفاءة الاستثمار: دليل جديد من السوق الناشئة	عنوان الدراسة
تتكون عينة الدراسة من 621 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية الفيتنامي للمدة من 2007 ولغاية 2017 وبواقع 5502 مشاهدة	عينة الدراسة
International Journal of Emerging Markets دراسة منشورة في مجلة	نوع الدراسة
هدفت الدراسة الى معرفة تأثير الملكية الاجنبية في كفاءة القرارات الاستثمارية في الأسواق الناشئة	هدف الدراسة
توصلت الدراسة الى ان الملكية الأجنبية تؤثر بشكل سلبي في كفاءة القرارات الاستثمارية، كما وان العلاقة كانت اكثر سلبية في الشركات غير المقيدة مالياً	اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة

### 1-1-2 دراسات تناول العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة

لغرض الإفادة لابد من التطرق الى بعض الدراسات التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة لغرض الوقوف عليها والاستفادة منها فضلاً عن التعرف على النتائج التي تم التوصل لها، وسيتم تقسيمها الى دراسات عربية ودراسات اجنبية وكالاتي:

#### 1-1-2-1 دراسات عربية: يبين الجدول الاتي بعض الدراسات العربية التي تناولت العلاقة بين

هيكل الملكية وقيمة الشركة وكما يلي:

#### جدول (3-1)

دراسة عربية حول العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة

1. دراسة (بدوى،2017)	
عنوان الدراسة	اثر هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

عينة الدراسة	تتكون عينة الدراسة من 31 شركة من الشركات المدرجة في البورصة المصرية لعام 2015
نوع الدراسة	دراسة منشور في بوابة الابحاث Research gate
هدف الدراسة	هدفت الدراسة الى تحليل العلاقة بين هيكل الملكية وبالأخص الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وبين قيمة الشركة
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة	توصلت الدراسة الى عدم معنوية العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وبين قيمة الشركة وعدم وجود اهتمام لدى المستثمرين بمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية

1-1-2-2 دراسات اجنبية: يمكن استعراض بعض الدراسات الاجنبية التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة في الجدول الاتي:

#### جدول (4-1)

دراسات اجنبية حول العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة

1. دراسة (Ruan,et al,2011)	
عنوان الدراسة	Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms الملكية الإدارية وهيكل رأس المال وقيمة الشركة: دليل من الشركات غير الحكومية في الصين
عينة الدراسة	197 شركة من الشركات الصينية وللمدة 2002-2007 وبواقع 723 مشاهدة
نوع الدراسة	دراسة منشور في مجلة Australasian Accounting, Business and Finance Journal
هدف الدراسة	تهدف الى معرفة تأثير الملكية الادارية في قيمة الشركة
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة	هنالك علاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة ولغاية نسبة 18% من اسهم الشركة، وتراجع قيمة الشركة عندما تتراوح نسبة الملكية الإدارية بين 18-64% ، ثم تزداد قيمة الشركة مع زيادة نسبة الملكية الإدارية عن 64%
2. دراسة (Meca & Ballesta,2014)	
عنوان الدراسة	Firm value and ownership structure in the Spanish capital market

قيمة الشركة وهيكل الملكية في سوق رأس المال الإسباني	
عينة الدراسة	عينة من الشركات الإسبانية المدرجة في بورصة مدريد للأوراق المالية للفترة من 1999 ولغاية 2002 وبواقع 254 شركة
نوع الدراسة	دراسة منشور في مجلة Corporate Governance: The international journal of business in society
هدف الدراسة	تهدف الى بيان تأثير هيكل الملكية والمتمثلة في تركيز الملكية والملكية الإدارية وملكية البنك في قيمة الشركة
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة	ان الية هيكل الملكية الرئيسية وهي تركيز الملكية تؤثر في قيمة الشركة بشكل إيجابي، الا انه عند المستويات المرتفعة من تركيز الملكية سيكون التأثير سلبيا
3. دراسة (Zahedi,et al,2015)	
عنوان الدراسة	Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value تركيز الملكية والحياسة النقدية وقيمة الشركة
عينة الدراسة	عينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران لمدة عشر سنوات من 2005 ولغاية 2014
نوع الدراسة	دراسة منشورة في مجلة International Journal of Management, Accounting and Economics
هدف الدراسة	تهدف الى معرفة تأثير تركيز الملكية في قيمة الشركة
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة	توصلت الدراسة الى ان قيمة الشركة تنخفض عند زيادة تركيز الملكية ومستوى الحياسة النقدية
4. دراسة (Abdullah, et al,2017)	
عنوان الدراسة	Ownership Structure, Firm Value and Growth Opportunities: Malaysian Evidence هيكل الملكية وقيمة الشركة وفرص النمو: دليل ماليزي
عينة الدراسة	عينة من الشركات الماليزية المدرجة في البورصة وبواقع 240 شرة للعام 2013
نوع الدراسة	دراسة منشور في مجلة Advanced Science Letters

هدف الدراسة	هدفت الدراسة الى اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية والملكية المؤسسية وبين قيمة الشركة
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة	توصلت الدراسة الى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية والملكية المؤسسية وبين قيمة الشركة، ويعزى سبب ذلك وحسب رأي الباحث ناتج عن هياكل الملكية للشركات عينة الدراسة تختلف من حيث شدة التنظيم والتركيز فضلاً عن طريقة الرقابة المفروضة علي الشركات

### 1-1-3 دراسات حول العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة.

سيتم تخصيص هذا الجانب للدراسات التي تناولت العلاقة كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة لغرض استعراضها والاستفادة منها والتعرف على النتائج التي تم التوصل لها، وسيتم تقسيمها الى دراسات عربية ودراسات اجنبية وكالاتي:

**1-1-3-1 دراسات عربية:** يبين الجدول ادناه بعض الدراسات العربية التي تناولت العلاقة كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة وكما يلي:

#### جدول (5-1)

دراسة عربية حول العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

1. دراسة (الطائي والجبوري، 2017)	
عنوان الدراسة	ترشيد القرارات المالية الاستراتيجية ودورها في تعظيم قيمة الشركة
عينة الدراسة	تتكون عينة الدراسة من 10 من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتابعة للقطاع الصناعي
نوع الدراسة	دراسة منشور في مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية
هدف الدراسة	هدفت الدراسة الى معرفة دور ترشيد القرارات الاستثمارية في أداء الشركة وقيمتها
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة	توصلت الدراسة الى وجود علاقة ارتباط بين القرارات الاستثمارية والتمويلية وبين قيمة الشركة، فضلاً عن كون القرارات الاستثمارية تتأثر بالظروف البيئية والأوضاع الاجتماعية والسياسية والاقتصادية

**1-1-3-2 دراسات اجنبية:** يمكن التطرق بعض الدراسات الاجنبية التي تناولت العلاقة كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة في الجدول الاتي:

جدول (1-6)

دراسات اجنبية حول العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

1. دراسة (Kaur & Kaur,2019)	
عنوان الدراسة	Effects of Strategic Investment Decisions on Value of Firm: Evidence from India أثر قرارات الاستثمار الاستراتيجي على قيمة الشركة: دليل من الهند
عينة الدراسة	عينة من الشركات الهندية البالغة 581 شركة للمدة من عام 2008 ولغاية 2010
نوع الدراسة	دراسة منشور في مجلة Paradigm
هدف الدراسة	هدفت الدراسة الى تحديد العلاقة بين الإعلان عن القرارات الاستثمارية والقيمة السوقية للشركة
اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة	ان الإعلان عن القرارات الاستثمارية للشركات في الهند ينقل صورة إيجابية عنها للمستثمرين وبالنتيجة تعزز من قيمتها
2. دراسة (Nurlela, et al,2019)	
عنوان الدراسة	The Influence Of Investment Decisions And Financing Decisions On Firm Value With Profitability As Intervening Variables تأثير قرارات الاستثمار وقرارات التمويل على قيمة الشركة والربحية كمتغيرات متداخلة
عينة الدراسة	تتكون العينة من 85 شركة مدرجة في مؤشر الأسهم الإسلامية الإندونيسي للمدة 2016-2012
نوع الدراسة	دراسة منشور في مجلة International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding
هدف الدراسة	هدفت الدراسة الى تحليل تأثير القرارات الاستثمارية والقرارات التمويلية في قيمة الشركة مع اخذ الربحية كمتغير متداخل

أظهرت نتائج الدراسة الى ان القرارات الاستثمارية والقرارات التمويلية ليس لها التي توصلت اليها الدراسة	اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة
3. دراسة (Murniati, et al,2019)	
Effect of Investment Decisions, Financing Decisions and Dividend Policy on Profitability and Value of The Firm	عنوان الدراسة
تأثير قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وسياسة توزيع الأرباح على ربحية وقيمة الشركة	
تتكون العينة من 62 شركة صناعية مدرجة في بورصة اندونيسيا لمدة 5 سنوات من 2012 ولغاية 2016	عينة الدراسة
International Journal of Accounting & Finance in Asia Pasific (IJAFAP)	نوع الدراسة
دراسة منشور في مجلة	
الغرض من الدراسة هو تحليل تأثير قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وسياسات الأرباح بشكل مباشر وغير مباشر في قيمة الشركة عن طريق الربحية	هدف الدراسة
أن القرارات الاستثمارية وقرارات التمويل لها تأثير إيجابي وهام على الربحية وقيمة الشركة، ويتمثل ذلك عن طريق كون الهدف الرئيس للشركة هو زيادة رفاهية مالكي الشركة عن طريق زيادة قيمة الشركة وعن طريق زيادة الربحية، في حين أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير سلبي وليس كبير على الربحية وقيمة الشركة بشكل مباشر وغير مباشر	اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة

#### 1-1-4 مناقشة الدراسات السابقة وإسهام البحث الحالي.

من خلال استعراض الدراسات السابقة يتبين الآتي:

- 1- تم الاستفادة منها في تغطية بعض الجوانب النظرية للبحث.
- 2- لم تتبنى الدراسات السابقة بالوقوف على مكونات هيكل الملكية جميعها والمتمثلة في (الملكية الإدارية، الملكية العائلية، الملكية المؤسساتية، الملكية التبادلية، تركيز الملكية، الملكية الأجنبية، الملكية الحكومية)، فقد تناولت واحداً أو اثنين منها.
- 3- لا توجد نتائج ثابتة لعلاقة الارتباط والتأثير بكونه إيجابي او سلبي بين المتغيرات فبعض الدراسات توصل الى ان العلاقة إيجابية فيما توصلت دراسات أخرى الى ان العلاقة سلبية، ويرى الباحث ان سبب ذلك يعزو الى اختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية

والسياسية للعينة التي تم اجراء الاختبارات عليها فضلاً عن المقياس المستخدم وحجم العينة وطبيعة الصناعة وغيرها

- 4- تعددت طرائق قياس بعض المتغيرات كقيمة الشركة او كفاءة القرارات الاستثمارية.
- 5- من خلال نتائج الدراسات السابقة وما توصلت اليه من توصيات فإنها شكلت تراكما معرفيا لتأطير متغيرات البحث والانطلاق لبناء الجانب النظري له.
- 6- لم تتطرق أي من الدراسات السابقة للمتغيرات الخاصة بالبحث الحالي مجتمعة. وبمقارنة البحث الحالي مع الدراسات السابقة يمكن ملاحظة انه اختلف عنها بما يلي:
  - 1- انه البحث الوحيد على مستوى الدراسات العربية او الأجنبية (وعلى حد علم الباحث) الذي حاول بيان علاقة الارتباط والتأثير بين كل من هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة.
  - 2- فيما يتعلق بهيكل الملكية فان البحث الحالي تطرق الى جميع مكونات هيكل الملكية والمتمثلة في (الملكية الإدارية، الملكية العائلية، الملكية المؤسسية، الملكية التبادلية، مركز الملكية، الملكية الأجنبية، الملكية الحكومية) على عكس الدراسات السابقة (وعلى حد علم الباحث) والتي تطرقت الى البعض منها وعليه فان البحث الحالي قد تناول جميع هذه المكونات وبالنتيجة قياسها واختبارها احصائيا مع بقية المتغيرات.
  - 3- عن طريق الربط بين متغيرات البحث الثلاث فانه يمكن ان يساعد المستثمرين المحتملين لتوجيه استثماراتهم في الشركات التي تتمتع بأفضل توليفة لهيكل الملكية الذي يضمن اتخاذ القرارات الاستثمارية بكفاءة ويعمل على تعظيم قيمة الشركة وبالنتيجة تعظيم منافعهم الشخصية.
  - 4- يمكن ان يعد إضافة علمية للمكتبات بسبب قلة المصادر حول المتغيرات التي تناولها البحث.

## المبحث الثاني

### منهجية البحث

## Research Methodology

يعرض هذا المبحث ويناقش منهجية البحث التي تعد الخطوة الثانية المهمة في الابحاث العلمية، وبعد الاطلاع على بعض الدراسات السابقة، فهي المنهج العلمي السليم لتحديد أهمية واهداف ومشكلة البحث وبالنتيجة سبل معالجتها بالأسلوب العلمي، وبالشكل الذي يضمن اختبار فرضياتها ومن ثم تحقيق أهدافها، وتضمن هذا المبحث تحديد أهمية البحث وأهدافه ومشكلاته ومن ثم فرضياته فضلاً عن تحديد مجتمع وعينة البحث ومحددات البحث وانموذجه.

### 1-2-1 أهمية البحث Research Importance

تتبع أهمية البحث من أهمية متغيراته والتي تتضمن هيكل الملكية والذي يعد من آليات الحوكمة الداخلية الذي جذب اهتمام العديد من الباحثين لذلك جاء البحث ليكمل ما بدأه الباحثون بتركيزها على الآليات الداخلية لحوكمة الشركات والمتمثلة في (الملكية الإدارية، الملكية العائلية، الملكية المؤسسية، الملكية التبادلية، مركز الملكية، الملكية الأجنبية، الملكية الحكومية)، فضلاً عن كفاءة القرارات الاستثمارية والتي تعد من القرارات المهمة والاستراتيجية طويلة الاجل في الشركة، وبالنتيجة معرفة ما هو تأثير هذه الآليات في كفاءة القرارات الاستثمارية فضلاً عن قيمة الشركة، وبالنتيجة فان البحث الحالي يساعد في تقديم صورة واضحة للمستثمرين حول تركيبة هيكل الملكية الذي يضمن تحقيق اقصى استفادة من الموارد المتاحة في الشركة واستغلالها في استثمارات تتصف بالكفاءة فضلاً عن تعظيم قيمة الشركة.

### 2-2-1 أهداف البحث Research Aims

يسعى البحث الى تحقيق الأهداف الآتية:

1. التطرق الى الجوانب النظرية لهيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة.
2. قياس كل من هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة لعينة البحث.
3. تحديد العلاقة النظرية والعملية بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية.
4. تحديد العلاقة النظرية والعملية بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.
5. تحديد العلاقة النظرية والعملية بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة.



### 1-2-3 مشكلة البحث Research problem

ان توسع أعمال الشركات بشكل كبير ومتسارع ونمو أعمالها وانتشارها في العديد من البلدان أدى الى فصل ملكية الشركة عن إدارتها وأوجد بدوره العديد من المشاكل والمتمثلة بتضارب المصالح بين اطراف الوكالة، ولتلافي تلك المشاكل ظهرت آليات حوكمة الشركات ومن بينها هيكل الملكية والتي تعمل على تحديد طبيعة العلاقة بين اطراف الوكالة، فضلا عن كونها تعد من أهم العوامل التي تؤثر في أداء الشركات كون قرارات الإدارة العليا تنعكس سلباً أو إيجاباً على أدائها، وبالنتيجة يفترض أن ينتج عنها ادارة سليمة للشركة وتعزيز قيمتها، فضلا عن أن تحقيق كفاءة القرارات الاستثمارية يعتمد على الاستغلال الأمثل لموارد الشركة المتاحة كونها من القرارات الاستراتيجية التي تعمل على تحقيق أهداف الشركة طويلة الاجل ومن ثم اتخاذ القرارات السليمة والتي تنعكس في تعزيز قيمة الشركة، وتتمحور مشكلة البحث في الاجابة عن التساؤلات الآتية:

- 1- ما مدى قوة وفاعلية هيكل الملكية في المصارف العراقية؟
- 2- هل هناك كفاءة في القرارات الاستثمارية المتخذة في المصارف العراقية؟
- 3- هل يوجد تفاوت معنوي من الناحية الإحصائية في كفاءة القرارات الاستثمارية بين المصارف العراقية؟
- 4- ما هو مستوى التذبذب في مستوى الاستثمار الفعلي عن الحجم الامثل المطلوب في المصارف العراقية الخاصة؟
- 5- هل هناك انخفاض في القيمة السوقية للمصارف العراقية مقارنة بالقيمة الدفترية لموجوداتها؟
- 6- هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية في كفاءة القرارات الاستثمارية؟
- 7- هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية في قيمة الشركة؟
- 8- هل يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لكفاءة القرارات الاستثمارية في قيمة الشركة؟
- 9- هل تتوسط كفاءة القرارات الاستثمارية تأثير هيكل الملكية في قيمة الشركة؟

### 1-2-4 فرضيات البحث Hypotheses

عن طريق التساؤلات التي تم التطرق لها في مشكلات البحث فان البحث الحالي يستند الى مجموعة من الفرضيات وهي:

- 1- ان هيكل الملكية في المصارف العراقية لا يمتاز بالقوة والفاعلية.
- 2- ليست هناك كفاءة في القرارات الاستثمارية المتخذة في المصارف العراقية.

- 3- ليس هناك تفاوت معنوي من الناحية الإحصائية في كفاءة القرارات الاستثمارية بين المصارف العراقية.
- 4- هنالك انخفاض في مستوى الاستثمار الفعلي عن الحجم الامثل المطلوب في المصارف العراقية الخاصة.
- 5- هنالك انخفاض في القيمة السوقية للمصارف العراقية مقارنة بالقيمة الدفترية لموجوداتها.
- 6- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية في قيمة الشركة.
- 7- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية في كفاءة القرارات الاستثمارية.
- 8- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لكفاءة القرارات الاستثمارية في قيمة الشركة.
- 9- ان كفاءة القرارات الاستثمارية لا تتوسط تأثير هيكل الملكية في قيمة الشركة.

### 5-2-1 مجتمع وعينة البحث Community and Sample Research

يتكون مجتمع البحث من جميع المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وعلى هذا الأساس فقد تم اختيار (15) مصرفاً من المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كعينة للبحث ولمدة عشرة سنوات وبواقع (148) مشاهدة

### 6-2-1 متغيرات البحث وطرائق قياسها Research variables and measure

يمكن تحديد متغيرات البحث (المستقلة والتابعة والوسيط) وطرائق قياسها كالآتي:

#### 1. المتغير المستقل هيكل الملكية ويشتمل على:

- أ. الملكية الإدارية: وتقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من المدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة الى اجمالي عدد أسهم الشركة.
- ب. الملكية العائلية: وتقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل أفراد العائلة الواحدة الى اجمالي عدد أسهم الشركة.
- ج. الملكية المؤسسية: وتقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من المؤسسات الأخرى الى اجمالي عدد أسهم الشركة.
- د. الملكية التبادلية: وتعني ما إذا كان ضمن مجلس الإدارة عضو من شركة أخرى ويمتلك أسهماً فيها وبالمقابل فان للشركة أيضاً عضواً في مجلس إدارة الشركة الأخرى وتمتلك أسهماً فيها، وتقاس من خلال منح الرقم (1) في حالة وجود ملكية تبادلية وبخلافه يمنح الرقم (0) وذلك لأغراض التحليل الاحصائي.

هـ. تركيز الملكية: وتعني وجود اشخاص يمتلكون أكثر من (5%) من اجمالي الأسهم وتقاس بمنح الرقم (1) في حالة وجود تركيز ملكية وبخلاف ذلك يمنح الرقم (0) وذلك لأغراض التحليل الاحصائي.

و. الملكية الأجنبية: وتقاس من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل الأجانب (غير العراقيين) الى اجمالي عدد أسهم الشركة.

ز. الملكية الحكومية: وتقاس من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل الحكومة الى اجمالي عدد أسهم الشركة.

## 2. المتغير الوسيط كفاءة القرارات الاستثمارية: ويتم قياسها من خلال المعادلة الآتية:

$$Investment_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Neg_{it-1} + \alpha_2 \%RevGrowth_{it-1} + \alpha_3 Neg * \%RevGrowth_{it-1} + \epsilon_{it}$$

إذ ان:

$Investment_{it-1}$  يمثل الاستثمارات الفعلية التي تمثل مجموع الاستثمارات الجديدة في الموجودات الثابتة والاستثمارات طويلة الاجل ونفقات البحث والتطوير مخصوما منها مبيعات الموجودات الثابتة والاستثمارات طويلة الاجل

$RevGrowth_{it-1}$  = يمثل معدل نمو الإيرادات السنوية في العام السابق والذي يحسب بالمعادلة الآتية:

معدل نمو الإيرادات = (إيرادات العام الحالي - إيرادات العام السابق) ÷ إيرادات العام السابق

$Neg_{it-1}$  = متغير وهمي يأخذ الرقم (1) اذا كان نمو الأرباح سالبا والرقم (0) اذا كان غير ذلك

## 3. المتغير التابع قيمة الشركة:

وتقاس باستخدام نموذج Tobin's Q على وفق المعادلة الآتية:

$$Tobin's Q = \frac{total\ market\ value + total\ book\ value\ liabilities}{total\ book\ value\ of\ assets}$$

وتم اختيار نموذج (Tobin's Q) في الجانب العملي لقياس قيمة الشركة وذلك للمزايا التي يتمتع بها النموذج والتي من بينها الآتي:

1. قابلية المقارنة بين الشركات للصناعات المختلفة

2. مفيد في اتخاذ قرارات الاستثمار ويخلص المعلومات المستقبلية ذات الصلة بقرارات استثمار الشركة

3. يعد مؤشراً ممتازاً للقيمة السوقية للشركة

4. يعطي مؤشر سنوي لقياس قيمة الشركة ولا يحتاج سلسلة زمنية طويلة كي يعطي مقياس لقيمة الشركة

5. قابل للتطبيق في البيئة العراقية

### 7-2-1 الحدود المكانية والزمانية Spatial and Temporal Boundaries

تتمثل حدود البحث بالمصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمكتملة بياناتها ضمن المدة الزمنية للبحث والممتدة من سنة 2010 ولغاية 2019.

### 8-2-1 محددات البحث Determinants of Research

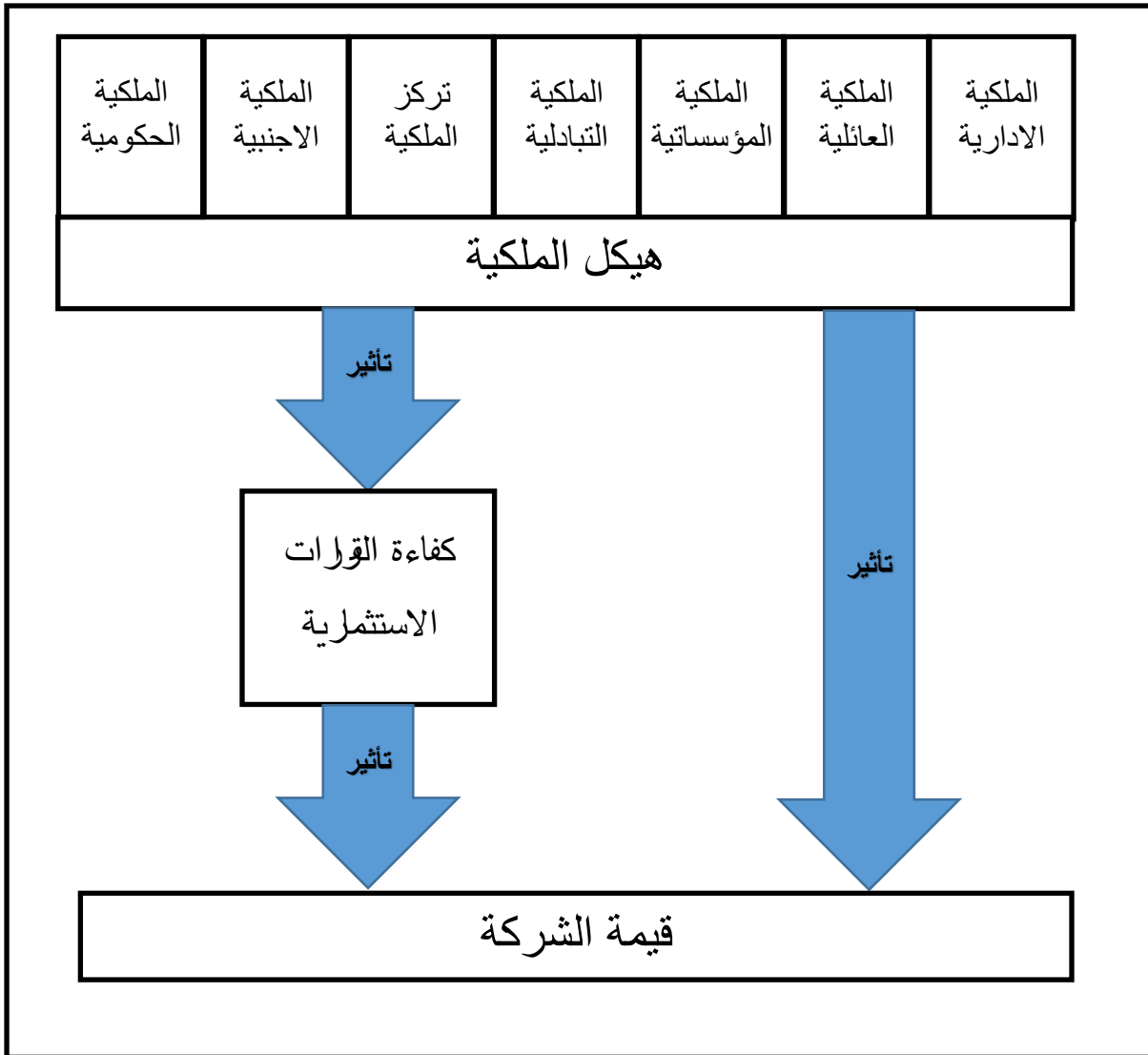
واجه البحث مجموعة من المحددات منها عدم توافر البيانات الخاصة بجميع المصارف وضمن الفترة الزمنية المختارة والممتدة بين 2010-2019، فضلاً عن عدم تقديم القوائم المالية لغالبية المصارف لعام 2020 وعدم تقديم القوائم المالية لمصرفين لعام 2019 وعليه أصبح عدد المشاهدات (148) مشاهدة، ومن جانب آخر عدم اعتماد نمط واحد للسنوات كافة للإفصاح من قبل المصارف فيما يرتبط بطبيعة ونسبة ملكية أسهمها.

### 9-2-1 الأساليب والبرامج الإحصائية Statistical Methods and Programs

لتحقيق اهداف البحث والوصول الى النتائج الخاصة بعينة البحث فقد تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية منها التحليل الاحصائي ثنائي الحد Binomial Test وتحليل التباين الاحادي one-way anova والانحدار الخطي ومعامل الارتباط واختبار (T) واختبار (F) فضلاً عن تحليل المسار Path Analysis وذلك باستخدام كل من برنامج الحزمة الاحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS وبرنامج التحليل الاحصائي Eviews فضلاً عن البرنامج الاحصائي AMOS.

### 10-2-1 المخطط الفرضي للبحث Hypothesis Research

يبين الشكل (1-1) المخطط الفرضي للبحث والذي يوضح معالمه الأساسية عن طريق بيان علاقة الارتباط والتأثير بين متغيرات البحث، كما مبين في الشكل الآتي.



الشكل (1-1)  
المخطط الفرضي للبحث

المصدر: اعداد الباحث

## **الفصل الثاني**

**اللفية النظرية لهكل الملكية وكفاءة**

**القرارات الاستثمارية**

## الفصل الثاني

### الخلفية النظرية لهيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية

#### تمهيد

بعد توسع اعمال الشركات بشكل مضطرد انفصلت ملكية الشركات عن ادارتها وهو ما أوجد ما يعرف بمشاكل الوكالة، إذ يسعى المدراء الى تعظيم مصالحهم الخاصة على حساب مصالح المالكين والذين يسعون بدورهم الى تعظيم ثروتهم من خلال تعظيم قيمة الشركة لكون تعظيم قيمة الشركة يرتبط بتعظيم ثروتهم، لذلك ظهرت آليات الحوكمة التي تعمل على ضبط السلوك الإداري والحد من العمل بما يخالف مصالح المالكين وبالنسبة لاتخاذ القرارات الإدارية بما يحقق تعظيم قيمة الشركة، وكما هو معروف فان القرارات الهامة في الشركة هي القرارات الطويلة الأمد والتي تعد القرارات الاستثمارية من أهمها.

وبناءً على ما تقدم فقد تضمن هذا الفصل توضيح المفاهيم الأساسية لمتغيرات البحث والمتمثلة في هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وما يتعلق بها من الجوانب الفكرية، لذلك فان الفصل يتضمن المباحث الآتية:

المبحث الأول: هيكل الملكية.

المبحث الثاني: كفاءة القرارات الاستثمارية.

## المبحث الأول

### هيكل الملكية

#### Ownership Structure Determinants

تزايد الاهتمام بشكل كبير بمفهوم حوكمة الشركات وخصوصاً بعد انهيار عدد من الشركات الكبيرة والأزمات المالية التي عصفت بالعالم، ولما كان تطبيق الحوكمة يستند إلى مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية لكي تؤدي دورها بشكل جيد فقد برزت الحاجة إلى أهمية اظهار دور هذه الآليات، وعليه ومما تقدم فإن هيكل الملكية يعد كاحد اليات الحوكمة الداخلية، كما وانه من المتغيرات الرئيسية والهامة في حوكمة الشركات، لذلك سيتم استعراض حوكمة الشركات أولاً ومن ثم هيكل الملكية وكما يلي:

#### 1-1-2 مفهوم حوكمة الشركات Corporate Governance Concept

يشير لفظ الحوكمة إلى الترجمة العربية للكلمة الانكليزية (Governance) الذي توصل إليه مجمع اللغة العربية بعد محاولات عدة لتعريب الكلمة، إذ تم سابقاً إطلاق مصطلحات أخرى مثل، الإدارة الجيدة، الإدارة الرشيدة، الحاكمية المؤسسية، الضبط المؤسسي، التحكم المؤسسي، حوكمة الشركات ومصطلحات أخرى، إلا أن المصطلح الأكثر شيوعاً وتداولاً من الكتاب والباحثين هو مصطلح حوكمة الشركات أو الحوكمة المؤسسية. (الاعرجي، 2014: 17) كما وان مجمع اللغة العربية في بيانه المؤرخ في 20/5/2005 قد اعتمد لفظ الحوكمة للمصطلح الانكليزي Corporate Governance (الصلاح، 2005: 154)، وللوقوف اكثر على مفهوم الحوكمة لابد من بيان بعض التعاريف التي تناولت هذا المصطلح، فقد تم تعريف الحوكمة على انها هي العملية والهيكل المستخدم لتوجيه وإدارة الأعمال والشؤون الخاصة بالشركات بهدف تعزيز قيمة المساهمين ، التي تشمل ضمان الجدوى المالية للأعمال (Hayes, et al,2005:595)، يبين هذا التعريف ان الحوكمة عبارة عن هيكل يحكم الاعمال ويوجهها بالشكل السليم للوصول الى تعزيز قيمة المساهمين.

وفي سياق آخر تم تعريف الحوكمة على انها عبارة عن نظام يختص بتنظيم والإشراف على سلوك الشركة وتحقيق التوازن بين مصالح جميع أصحاب المصلحة الداخليين والأطراف الأخرى (أصحاب المصلحة الخارجيين والحكومات والمجتمعات المحلية) الذين يمكن أن يتأثروا بسلوك الشركة من أجل ضمان السلوك المسؤول من قبل الشركات ولتحقيق أقصى مستوى من الكفاءة والربحية للشركة. (Plessis, et al,2011:10)، ينطلق هذا التعريف من كون الحوكمة نظام ووظيفة هذا النظام هو تنظيم عمل الشركة والإشراف عليها لمراعاة مصالح جميع الاطراف ذات المصلحة للوصول بالنهاية الى تحقيق الكفاءة وبالنتيجة تحقيق الارباح.



وعرفت منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (OECD) الحوكمة على انه "العلاقة ما بين إدارة الشركة ومجلس ادارتها والمساهمين وأصحاب المصلحة الاخرين لغرض توفير الهيكل الذي يتم من خلاله تحديد أهداف الشركة ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومراقبة اداؤها ( Doupnik & Perera,2012:681)، يشير هذا التعريف الى تنظيم العلاقة بين الأطراف كافة في الشركة للحيلولة دون حدوث صراع المصالح.

وحوكمة الشركات هي العملية والهيكل المستخدم لتوجيه وإدارة أعمال الشركة وشؤونها نحو تعزيز ازدهار الأعمال ومساءلة الشركات بهدف نهائي هو تحقيق قيمة طويلة الأجل للمساهمين، مع مراعاة مصالح أصحاب المصلحة الآخرين (Khan,2013:25) يشير هذا التعريف الى ان الحوكمة تعنى بالجوانب الداخلية للشركة فضلا عن الجوانب الخارجية كأصحاب المصلحة وغيرهم.

تشير حوكمة الشركات إلى القواعد والعمليات والقوانين التي يتم بموجبها تشغيل الشركات ومراقبتها وتنظيمها وهي تحدد حقوق ومسؤوليات المشاركين من الشركات كالمساهمين ومجلس الإدارة والمسؤولين والمديرين وأصحاب المصلحة الآخرين فضلاً عن القواعد والإجراءات الخاصة باتخاذ قرارات الشركة (Gitman & Zutter,2015:18)، ينطلق هذا التعريف للحوكمة من كونها قواعد وقوانين وبالنتيجة تكون الشركات ملزمة باتباعها.

وفي سياق اخر تم تعريف حوكمة الشركات على انها النظام الذي يتم من خلاله توجيه الشركات ومراقبتها (Calder,2008:12)، (Dakhelalla,2014:15)، (Whittington & Pany,2016,262) يشير التعريف هذا الى ان الحوكمة نظام متكامل قائم على ارشاد الشركات نحو الاتجاه الصحيح ومراقبة اعمالها.

وقد عرفت لجنة (Cadbury) بانها عبارة عن النظام الذي يتم من خلاله توجيه الشركات ورقابتها بهدف تحقيق التوازن بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين (Gyamerah & Agyei,2016:83)، كما في التعريف السابق فقد أشار هذا التعريف الى ان الحوكمة نظام لكن الهدف من هذا النظام هو تحقيق كفاءة الشركات الاقتصادية مع الوصول الى تحقيق الرفاهية الاجتماعية، أي ان هذا التعريف انصرف الى ابعاد أخرى غير مقتصرة على أصحاب العلاقة داخل الشركة.

ويشير مصطلح حوكمة الشركات إلى مجموعة الآليات والعمليات التي تساعد في ضمان توجيه الشركات وإدارتها لتوليد قيمة لأصحابها مع الوفاء بالمسؤوليات تجاه أصحاب المصلحة الآخرين (كالعاملين والموردين والمجتمع ككل). (Merchant & Stede,2017:573) ينطلق هذا التعريف من كون الحوكمة مجموعة من الآليات والتي أوجدت قيمة للمساهمين.

وتعرف حوكمة الشركات على أنها مجموعة من المبادئ والسياسات والإجراءات والمعايير والقواعد التي تُستخدم لتوجيه ومراقبة الشركة من أي طبيعة أو حجم أو حالة بطريقة أخلاقية ومنصفة

ومسؤولة. (Briozzo, et al,2017:360)، يبين هذا التعريف الى ان الحوكمة عبارة عن مجموعة من القواعد والاجراءات المستخدمة في مراقبة الشركة بصورة أخلاقية وغير متحيزة.

كما ويعرفها (Aluchna & Idowu,2017:2) على أنها مجموعة من الآليات التي تهدف إلى توافر مراقبة ورقابة فاعلة على استراتيجية الشركة وتشغيلها، يتشابه هذا التعريف مع التعريف السابق بكون الحوكمة مجموعة من الآليات.

كما وتعرف من (Dess, et al,2019:16) بأنها تعني تحديد العلاقة بين جميع الأطراف المشاركين في تحديد أداء واتجاه الشركة، والمشاركين الأساسيين كل من المساهمين والإدارة ومجلس الإدارة.

والحوكمة الإجراءات المصممة لضمان إدارة الشركة بما يحقق مصلحة المساهمين. ( Libby, et al,2019:231)، يبين هذا التعريف ان الحوكمة مجموعة إجراءات تضمن إدارة الشركة لتحقيق مصلحة المساهمين.

عند ملاحظة التعاريف أعلاه نجد انه ليس هنالك تعريف موحد ومقبول للحوكمة على الصعيد العالمي ويمكن ان يكون ذلك ناتج عن الاختلاف في تفسير وتطبيق الحوكمة من بلد لآخر ورأي الكتاب في ذلك فضلاً عن مقدار التدخل الحكومي وغيرها.

## 2-1-2 أهمية حوكمة الشركات Importance of corporate governance

لقد ازداد الاهتمام بحوكمة الشركات وذلك في محاولة جادة لاستعادة ثقة مستخدمي المعلومات المالية في الأسواق المالية عن مدى دقة وسلامة المعلومات التي يفصح عنها من إدارة الشركة عن طريق القوائم والتقارير المالية المنشورة وبالنتيجة تحقيق جودة تلك التقارير المعتمدة من مراقبي الحسابات المعيّنين من الجمعية العمومية للشركة (ذياب،2010: 29) ، وعلى العكس من مفهوم حوكمة الشركات التقليدي الذي يهدف إلى حماية ثروة المساهمين وضمان عائد مناسب لاستثماراتهم ، فإن مفهوم الحوكمة للأعمال المعاصرة قد تطور كثيراً واتجه نحو دفع الإدارة إلى الاتجاه نحو الامور التي تهتم بشكل متزايد بالقضايا البيئية (Tan,2017:1)، أي ان الحوكمة لم تعد مقتصرة على تحديد العلاقة بين الإدارة والمالكين وبقية الأطراف الأخرى بل توجه نحو القضايا البيئية والمسؤولية الاجتماعية التي تخدم جميع افراد المجتمع

ولأهمية حوكمة الشركات أشار (Bhimani, et al,2015:711) الى ان العديد من الشركات التي تعرضت للفشل كان نتيجة التراخي في تطبيق حوكمة الشركات، فعندما تكون ممارسات حوكمة الشركات سيئة فان ذلك سينتج عنه لجوء كبار مسؤولي الشركة الى سلوكيات إدارة الأرباح في الشركة واللجوء الى المحاسبة الابداعية.

كما أن الدراسات الحديثة المهمة في مجال التنمية التي تتبنى الحوكمة كمدخل استراتيجي تؤكد على الترابط بين الفساد وضعف الحوكمة وبينت الى ان هنالك علاقة قوية بين تحسين أنماط الحوكمة والحد من الفساد وغالباً ما تصاغ معادلة العلاقة كالآتي:

انخفاض مستوى الحوكمة أو الحوكمة السيئة = الفساد الإداري والمالي

Poor/bad Governance = Corruption

و / أو ... الحوكمة الجيدة = انخفاض مستوى الفساد

Good Governance = Poor Corruption

إذ أن هنالك علاقة ارتباط عكسي بين مستوى الحوكمة وبين درجة انتشار الفساد في أي مجتمع من المجتمعات (شريف، 2008: 50)

فضلا عما تقدم يرى (Pani,2009:61-62) ان أهمية الحوكمة يمكن تلخيصها في النقاط

الآتية:

1. تؤدي الحوكمة الى ان تقوم الشركة بمعاملة جميع أصحاب المصلحة كالعاملين والزبائن والمستثمرين والبائعين وما إلى ذلك معاملة عادلة وشفافة في جميع تعاملاتها.
2. تغطي حوكمة الشركات السلوك الأخلاقي في الأعمال ومدونة القيم والمبادئ التي تساعد الفرد على الاختيار بين الصواب والخطأ أو الاختيار الصحيح من الخيارات أو البدائل المتاحة.
3. تؤدي ممارسات حوكمة الشركات الى تسهيل عملية التعاون بين جميع أصحاب المصلحة لتحقيق التنمية.
4. يمكن ان يتم تحسين كفاءة الشركة الاقتصادية عن طريق الحوكمة لكون الشركة ستأخذ بعين الاعتبار مصالح مجموعة واسعة من الجمهور وهو ما يساعد في ان تعمل الشركة لمصلحة المجتمع ككل وتهتم بالقضايا البيئية.
5. يؤدي فشل تنفيذ الحوكمة الى تكبد خسائر فادحة بخلاف بقية المشاكل التنظيمية، اذ ان الشركات التي لا تولي الحوكمة الاهتمام البالغ سينتهي بها الامر الى تحمل مخاطر عالية
6. للحوكمة أهمية كبيرة في المحافظة على ثقة المستثمرين الأجانب والمحليين لكونها تظفي الثقة عن الممارسات الجيدة التي تتضمنها الحوكمة.

## 3-1-2 اهداف ومبررات حوكمة الشركات Corporate Governance Objectives and Justifications

تهدف حوكمة الشركات إلى حماية حقوق المساهمين فيما يتعلق بالوصول إلى المعلومات حول الشركة وإمكانية تعيين ممثلين في مجلس الإدارة وتقليل مخاطر الاستثمار في أسهم الشركة وضمن معدل عائد مناسب (Aluchna & Idowu,2017:98)، كما وتهدف حوكمة الشركات إلى تزويد الشركات بمجموعة من القواعد والمبادئ بهدف ضمان توجيه إدارة الشركة نحو الممارسات الجيدة. (Elasrag,2014:78)، فضلا عن ذلك فان جزء كبير من نظام حوكمة الشركات يعمل على ضمان النزاهة في عملية الإبلاغ المالي، كما وتسهل حوكمة الشركات الجيدة وصول الشركة إلى رأس المال مما يقلل من تكاليف الاقتراض (أسعار الفائدة) والمخاطر المحيطة بالشركة (Libby, et al,2019:231)، كما وان الحوكمة تهدف إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق المساءلة لإدارة الشركة ومن ثم تحقيق حماية المساهمين ومراعاة مصالح العمل والعاملين والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة (أبو الريحة،2016: 20)

وتهدف الى حماية حقوق المساهمين والمحافظة عليها عن طريق فرض الرقابة اللازمة على الإدارة وتحديد مسؤوليات مجلس الإدارة تجاه المساهمين (يس،2009:347) وان الغرض الأساسي من حوكمة الشركات هو تلبية احتياجات المساهمين وستكون الشركات أكثر شفافية وستكون ثقة الجمهور بها أكبر، فضلا عن كونها تؤدي إلى تحسين أداء الشركات (Tunaya and Yüksel, 2017:1628)

ولقد تباينت أهداف حوكمة الشركات والسبب في ذلك نابعاً من الاختلاف في وجهات نظر الباحثين والكتاب في تعريفهم للحوكمة، ففي بعض الدول كالمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية ينصب هدف الحوكمة على تعظيم القيمة وحماية حقوق المساهمين في الاجل البعيد، أما في دول أخرى كألمانيا واليابان فهي تهدف الى حماية حقوق أصحاب المصالح الآخرين الى جانب حقوق المساهمين (الغانمي،2009: 24)

وان الشركات والدول التي تقل فيها إجراءات الحوكمة تكون معرضة بشكل كبير الى حدوث فضائح وازمات مالية، وبخلافه فان تطبيق قواعد الحوكمة بشكل جيد يؤدي الى دعم الأداء الاقتصادي وجذب الاستثمارات وزيادة الميزة التنافسية (نسمان،2009: 18)

فضلا عن كون العديد من الدراسات في السنوات الأخيرة قد بينت أن هنالك علاقة قوية بين الحوكمة الجيدة وبين مقاييس الأداء الاستثماري ومقاييس الربحية، فالشركات ذات المستوى الجيد

والعالي من الحوكمة يكون لديها عائد أعلى على الاستثمارات إذا ما قورنت مع الشركات ذات مستوى الحوكمة الضعيف (المشهداني، 2007: 49)

فضلا عما تقدم في أعلاه فإن أهم الأسباب التي تؤكد ضرورة تبني مفهوم الحوكمة هي الآتي:  
(الخراعي، 2008: 22)

1. الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على أداء الشركة.
2. تحسين الكفاءة الاقتصادية والحد من امكانية تعرض الشركات للاحتيال والفسل المالي.
3. الوصول الى الهيكل الذي يتم من خلاله تحديد أهداف الشركة ومن ثم الوسائل اللازمة لتحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأداء.
4. تعديل القوانين الحاكمة لأداء الشركات بحيث تتحول مسؤولية الرقابة إلى كلا الطرفين والمتمثلين في مجلس الإدارة والمساهمين المتمثلين في الجمعية العمومية في الشركة.
5. الفصل بين المهام وعدم الخلط بين المهام والمسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين ومهام مجلس الإدارة ومسؤوليات الأعضاء.
6. تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة.
7. حصول الشركة على التمويل من جانب أكبر عدد من المستثمرين المحليين والأجانب.
8. أمكانية مشاركة المساهمين والعاملين والدائنين والمقرضين واطلاعهم بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.
9. الحاجة إلى الإفصاح المحاسبي العادل وإرساء قواعد الشفافية المالية.

## 4-1-2 خصائص حوكمة الشركات Corporate Governance Characteristics

تمثل الخصائص الآتية السمات التي ينبغي أن تتوفر في حوكمة الشركات بوصفها تساعد على تكامل الجوانب الفكرية الخاصة بها، وتساعد على تحقيق أهدافها ومزاياها المتعددة والمتمثلة في النقاط الآتية:

<https://www.swview.org/blog/seven-characteristics-corporate->

(governance)

1. الانضباط: هو التزام من قبل الإدارة العليا للشركة بالالتزام بالسلوك المعترف به عالمياً والمقبول على أنه صحيح ومناسب، يشمل ذلك وعي الشركة والتزامها بالمبادئ الأساسية للحوكمة الرشيدة لا سيما على مستوى الإدارة العليا.
2. الشفافية: هي السهولة التي يستطيع بها الشخص الخارجي إجراء تحليل هادف لإجراءات الشركة وأساسياتها الاقتصادية والجوانب غير المالية ذات الصلة بهذا العمل، وهي

- مقياس لمدى جودة الإدارة في إتاحة المعلومات الضرورية بطريقة صريحة ودقيقة وفي الوقت المناسب.
3. الاستقلال: هو مدى وضع الآليات لتقليل أو تجنب تضارب المصالح المحتمل الذي قد يكون موجوداً كهيمنة رئيس تنفيذي قوي أو مالك أسهم كبير، وتتراوح هذه الآليات من تشكيل مجلس الإدارة إلى التعيينات في لجان المجلس والأطراف الخارجية كالمدققين. يجب أن تكون القرارات المتخذة والعمليات الداخلية الموضوعية موضوعية ولا تسمح بتأثيرات لا داعي لها
4. المسائلة: الأفراد أو المجموعات في الشركة الذين يتخذون القرارات ويتخذون إجراءات بشأن قضايا محددة يجب أن يكونوا مسؤولين عن قراراتهم وأفعالهم، وينبغي أن تكون الآليات موجودة وأن تكون فاعلة للسماح بالمساءلة.
5. المسؤولية: فيما يخص بالإدارة تتعلق المسؤولية بالسلوك الذي يسمح باتخاذ إجراءات تصحيحية ومعاقبة سوء إدارة الشركة، في حين أن مجلس الإدارة مسؤول أمام الشركة ويجب أن يتصرف بشكل مستجيب ومسؤول تجاه جميع أصحاب المصلحة في الشركة.
6. الإنصاف: ينبغي أن تكون الأنظمة الموجودة داخل الشركة متوازنة مع مراعاة كل من لهم مصلحة في الشركة ومستقبلها، ويجب الاعتراف بحقوق المجموعات المختلفة واحترامها.
7. المسؤولية الاجتماعية: سيدرك المدراء الجيدين القضايا الاجتماعية ويستجيبون لها مع إعطاء أولوية عالية للمعايير الأخلاقية إذ من المحتمل أن تواجه الشركة فوائد اقتصادية غير مباشرة كتحسين الإنتاجية وسمعة الشركة عن طريق أخذ هذه العوامل البيئية والاجتماعية بالاعتبار.

## 2-1-5 آليات حوكمة الشركات: Corporate Governance Mechanisms

إن أهم ما يميز الشركات الحديثة هو فصل الملكية والرقابة عليها، وعليه ولغرض تقليل احتمالية عمل المديرين لصالحهم فإن المالكين قد يستخدمون بعض آليات الحوكمة والتي تعرف على أنها أسلوب يضعه أصحاب المصالح ( حملة الأسهم وكبار المديرين ) لرقابة أداء الوكلاء وتحقيق التوازن بين الحوافز الخاصة بهم، وبين الوكلاء الذين يتخذون القرارات نيابة عنهم، والتأكد من أن هؤلاء الوكلاء يعملون لتحقيق وتعظيم العائد لأصحاب المصالح في الشركة (الموسوي، 2010: 91) أو هي مجموعه الممارسات التي تسهم بصورة مباشرة أو غير مباشرة في التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات التي تحدد طبيعة العلاقة بين حملة الأسهم وأصحاب المصالح كافة، والتي تضمن للشركة إدارة سليمة ومستقرة وبقاءها في بيئة الأعمال. (خضير، 2009: 110)

وتعني آليات الحوكمة انها مجموعة من الممارسات – مهمات وخصائص – التي تضمن للشركة السيطرة على متغيرات بيئتها الداخلية والتكيف مع متغيرات بيئتها الخارجية بإفصاح كافي وبمستوى شفافية مقبول لتحقيق مطالب أصحاب المصالح كافة (المنصوري، 2010: 27)

ان جوهر حوكمة الشركات يكون عن طريق آليات الحوكمة وتوزيع الملكية الذي يعد في الشركات الحديثة بمثابة ضمان لكي تعمل الشركة بشكل جيد وبالنتيجة اتخاذ القرارات الصحيحة، كما وان الهدف من هذه الاليات هو لتحسين نظام لتقييد الحوافز والمكافآت ويضمن ان تكون الشركة متعافية بشكل كبير. (Lie,2009:29-30)

وتأتي آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي من الممكن أن تضر بالشركة وبالصناعة كلها، اذ نشأت الحاجة إلى آليات حوكمة الشركات وذلك بسبب الفشل في المعالجات التي وضعتها نظرية الوكالة للحد من مشاكل الوكالة وتخفيض التكاليف المرتبطة بها (التميمي،2008: 104).

وان آليات الحوكمة تهدف إلى تقليل تضارب المصالح بين المالكين والمديرين من أجل حماية مصالح المالكين وهو ما يشير الى الافتراض الذي ينص على أن الوظيفة الرئيسية لمجلس الادارة هي مراقبة فرق الإدارة العليا والقضايا المالية للحيلولة دون تلف ثروة المساهمين. (Feng,2017:2) وتقلل آليات حوكمة الشركات من تكاليف الوكالة والقضايا المتعلقة بالتعاقد عن طريق مواءمة المصالح الإدارية مع مصالح المساهمين، كما وانه بدون وجود آليات حوكمة فإن موردي التمويل والمساهمين سيتم استغلالهم والمخاطرة بهم من قبل المديرين. (Holmes,2017:13)

ولغرض تطبيق قواعد الحوكمة لابد من آليات يعتمد عليها من إدارة الشركة للتأكد من كون موجوداتها تستعمل بكفاءة وتعود على المساهمين بعوائد مناسبة، وتعرف اليات الحوكمة على انها مجموعة من الممارسات التي تضمن للشركة السيطرة على متغيرات بيئتها الداخلية والتكيف مع متغيرات بيئتها الخارجية عن طريق افصاح وشفافية عالية لتحقيق حقوق أصحاب المصالح (عبد الرحمن،2015: 28)

فضلا عن ذلك فان آليات حوكمة الشركات تهدف الى الحد من تضارب المصالح بين الادارة وأصحاب المصالح في الشركة، كما أنها تهدف الى زيادة الدقة والشفافية في المعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها وتعمل على تحقيق العدالة والتي تعكس المعاملة المتوازنة من مجالس الإدارة لجميع أصحاب المصالح، فضلا عن كونها تساعد في وضع قواعد لأفضل التطبيقات بما ينسجم مع ظروف كل شركة (التميمي،2009: 29).

مما تقدم يمكن تقسيم آليات حوكمة الشركات الى الآليات الخارجية والآليات الداخلية وكالاتي:

1. الآليات الخارجية: تشير الآليات الخارجية الى المناخ داخل البلد، كالقوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي كقوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والافلاس ، وكفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للشركات ، ودرجة تنافسية اسواق السلع وعناصر الانتاج ، وكفاءة الاجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في إحكام الرقابة على الشركات، فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الاسواق بكفاءة كالجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في الاسواق ومنهم المدققين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، فضلا عن المؤسسات الخاصة للمهن الحرة كمكاتب المحاماة والتدقيق والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية، وتعود أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن ادارة الشركة، والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص (مولود، 2011: 31) (المشهداني، 2009: 36-37).

ويرى (النعمي، 2011: 48) انها تشمل أسواق الاكتساب اذ تقوم الأسواق بضبط الرقابة على الشركات وعلى سلوك المتعاملين الداخليين الذين يجب عليهم أن يحسنوا من أداء الشركة أو سيتعرضون لمخاطر فقدان السيطرة ومنافسة سوق المنتج، ويعد السوق لأغراض السيطرة على الشركة آلية تحكم خارجية تنشط عندما تفشل الآليات الداخلية للشركة لشراء مراكز ملكية الشركات الخاسرة أو الاستيلاء على الشركات ذات الأداء المنخفض بالمقارنة مع منافسيها، ومحاولة تطوير ميزتها التنافسية

وللتوضيح بشكل أكبر فان هذه الآليات هي كالآتي:

أ- **رقابة السوق على الشركات** التي تعرف على أنها آلية من الليات الحوكمة الخارجية يبدأ عملها عندما تعجز أو تصاب الآليات الداخلية للشركة بالفشل لغرض شراء مراكز ملكية الشركات الخاسرة او الاستيلاء على هذه الشركات ذات الأداء المنخفض وبالنتيجة محاولة تطوير ميزتها التنافسية، أي أن رقابة السوق على الشركات هي آلية تعطي على الأقل حلول جزئية للمشاكل الموضوعية سابقا، فإذا فشلت آليات الرقابة الداخلية وأصبحت إدارة الشركة تتصرف بشكل أناني فمن المحتمل أن يقوم المساهمين ببيع أسهمهم بدلا من استخدام الفاعلية في مجلس الإدارة والتي تعد من آليات الرقابة الداخلية ، ومع استمرار ذلك فان اسهم الشركة سوف تقل قيمتها حتى تصبح أقل من قيمتها الدفترية وهذا قد يجعل المضاربون يستولون على الشركة (الحلاوي، 2010: 67).

ب- **المدققون الخارجيون:** على الرغم من وجود متطلبات افصاح عالية فإنه لا يوجد ضمان كافٍ بأن المعلومات المفصح عنها هي معلومات دقيقة لذلك فكل الكشوفات المحاسبية



بحاجة الى التدقيق والمصادقة عليها من المدققين الخارجيين والذين يمثلون منظمات مستقلة تتكون من كادر محترف يتحقق من السجلات المحاسبية للشركة، وذلك لأن المديرين قد يعتمدون إلى الإفصاح عن معلومات زائفة أو إخفاء السلبية منها أو استخدام وسائل محاسبية تغير من حقيقة الحسابات الختامية (الموسوي، 2010: 93).

ج- **التشريعات والقوانين** : تعد الأنظمة والقوانين التشريعية من الآليات الخارجية والتي تؤثر تأثير هام في تنفيذ الحوكمة، وتختلف هذه الأنظمة والقوانين من بلد لآخر في ايجابياتها وسلبياتها المؤثرة في تطبيق الحوكمة، إذ إن هناك بعض الأنظمة في بعض الدول تنص على حماية صغار المساهمين عن طريق تحديد حقوقهم بشكل واضح وذلك يمكن ملاحظته من تطبيقات القانون الانكليزي، وعلى عكسه القانون الألماني والقانون الفرنسي الذي يقوم على حماية كبار المساهمين المؤسسين، ولذلك نرى التباين في تطبيقات القوانين والأنظمة على اختلاف البلدان التي تنصها ، ومن بين أهم القوانين الصادرة خصيصاً لتدعيم تطبيق حوكمة الشركات هو قانون الإصلاح المحاسبي للشركات و حماية المستثمرين و المعروف اختصاراً باسم قانون (ساربينز – أوكسلي) الذي صدر عام 2002 (عاشور، 2015: 75) ويشير (التميمي، 2008: 116) ان هناك آليات خارجية أخرى للحوكمة تؤثر على فاعلية الحوكمة بشكل كبير ومكمله للآليات الأخرى في حماية مصالح أصحاب المصالح في الشركة، وتتضمن المنظمين والمحللين الماليين وبعض المنظمات الدولية، إذ تمارس منظمة الشفافية العالمية ضغوطا كبيرة على الحكومات والدول من أجل محاربة الفساد المالي والإداري، وتضغط منظمة التجارة العالمية (WOT) من اجل تحسين النظم المالية والمحاسبية، وفي قطاع البنوك تمارس لجنة بازل ضغطا من اجل ممارسة الحوكمة فيها

2. **الاليات الداخلية**: وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، إذ يؤدي توافرها وتطبيقها إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة (الاعرجي، 2010: 28)، وتمثل الآليات الداخلية التدابير التي تطبقها الشركة داخليا لتحديد العلاقات بين المساهمين ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وأصحاب المصالح الأخرى، اي انها مجموعة المتغيرات الموجودة في الشركة التي تؤثر سلباً أو إيجاباً على أداء الشركة (الغانمي، 2009: 30)، وتتضمن الاليات الداخلية للحوكمة الآتي:

أ- **مجلس الإدارة**: يعد مجلس الإدارة أحد اليات الحوكمة المهمة للمدراء في الشركة من وجهة نظر المساهمين والذي يتم انتخابه من قبلهم بشكل مباشر، ويتولى هذا المجلس مهمة مراقبة

الإدارة للعمل على الحد من سلوك غير مرغوب فضلا عن وضع استراتيجيات الشركة والمتمثلة في تعظيم الأرباح. (الفضل وآخرون، 2016: 169)

وكلما تفوق أعضاء مجلس الإدارة المستقلين على عدد الأعضاء من المجلس غير المستقلين كلما يعكس ذلك مدى استقلالية المجلس في رقابة سلوك الإدارة في الشركة والإشراف عليه والتأكيد على جودة التقارير المالية التي تعدها الإدارة (التميمي والساعدي، 2015: 138)، وبخصوص مهام مجلس الإدارة يرى (Dess, et al, 2019: 281) بأنها كالآتي:

(أولاً) اتخاذ القرارات بشأن اختيار وتعويض وتقييم الرئيس التنفيذي المؤهل والأخلاقي، يقوم المجلس أيضاً بتعيين أو اعتماد أعضاء آخرين من فريق الإدارة العليا. (ثانياً) يراقب أعضاء مجلس الإدارة نيابة عن مساهمي الشركة وممارسة رقابة صارمة ودؤوبة على شؤون الشركة وذلك يشمل الأنشطة الآتية:

1. خطة تطوير الإدارة العليا والتعاقب.
2. مراجعة وفهم ومراقبة تنفيذ الخطط الاستراتيجية للمؤسسة.
3. مراجعة وفهم تقييم مخاطر الشركة والإشراف على عمليات إدارة المخاطر في الشركة.
4. مراجعة وفهم والإشراف على خطط التشغيل والميزانيات السنوية.
5. ضمان سلامة ووضوح البيانات المالية للشركة والتقارير المالية.
6. تقديم المشورة للإدارة بشأن القضايا الهامة التي تواجه الشركة.
7. مراجعة واعتماد إجراءات الشركات الهامة.
8. ترشيح أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء اللجان والإشراف على الحوكمة الفاعلة للشركات.
9. الإشراف على الامتثال القانوني والأخلاقي.

(ثالثاً) تمثيل مصالح جميع المساهمين

ب- **التدقيق الداخلي:** وهو أحد وسائل الرقابة الداخلية الذي توكله الإدارة للقيام بخدماتها والتي تختلف مهامه وتنوع تبعاً لحجم الشركة، ويعد التدقيق الداخلي نشاط مستقل وموضوعي وتوكيدي واستشاري صمم من أجل إضافة قيمة للشركة وتحسين عملياتها ويساعد على تحقيق أهدافها عن طريق الالتزام بمنهج نظامي منضبط لتقييم وتحسين فاعلية كل من نظام الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر وعمليات التحكم، وينبغي أن يقدم التوصيات المناسبة ويساعد على انجاز الاهداف الآتية (الغانمي، 2009: 30-31)

(أولاً) تشجيع انتشار الاخلاقيات والقيم المناسبة بالشركة.  
 (ثانياً) ضمان فاعلية ادارة الاداء التنظيمي والمساءلة.  
 (ثالثاً) فاعلية توصيل المعلومات المتصلة بالمخاطر والرقابة الى الجهات المختصة في الشركة.  
 (رابعاً) فاعلية التنسيق في أنشطة مجلس الإدارة والمدققين والإدارة وتوصيل المعلومات بينه وبينهم.

ج- الإفصاح والشفافية: وتتطلب هذه الألية الإفصاح عن المعلومات كافة المالية وغير المالية والخاصة بالشركة، كما تتطلب الإفصاح عن المعاملات المادية مع جميع الأطراف ذوي العلاقة التي تكون ذات صلة بالظروف الاقتصادية للشركة (طلب، 2015: 391)  
 د- هيكل الملكية: وتتحدد بعدد الأسهم التي يمتلكها المساهمون وتعد من بين الآليات الهامة في السيطرة على القرارات الإدارية (الفتلاوي، 2011: 112)، وسيتم تناول هذه في الفقرة اللاحقة.

## 6-1-2 هيكل الملكية Ownership Structure

ترتبط الحوكمة ارتباطاً مباشراً بهيكل الملكية لكون هيكل الملكية المختلفة تؤدي الى طرائق مختلفة لتوزيع الحقوق وممارسة الرقابة وبالنتيجة فان هيكل الملكية عن طريق آلياته يعزز من الحوكمة والرقابة وبالنتيجة يعزز من اتخاذ القرارات الاستراتيجية (Lie,2009:28)  
 ويعد هيكل الملكية كأحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات ويؤثر في جودة الحوكمة وتقليل تكاليف الوكالة، وتشتمل على بعدين وهما:

1. تركيز الملكية: يشير تركيز الملكية الى معلومات كمية عن الملكية تمثل تركيز حق راس المال لأكبر مساهم.

2. هوية المالك: وتشير هوية المالك الى طبيعة المساهمين.

ويعرف هيكل الملكية على انه مجموع حصص راس المال التي يمتلكها الافراد والمجموعات التي تشكل راس مال الشركة، ولكون هذه المجموعات مختلفة سيؤدي الى ان تكون مصالح واهتمامات هذه المجموعات وتأثيرها في القرارات المالية والإدارية مختلفة، وتعد من اهم العناصر الرئيسية للحوكمة وذلك عن طريق تأثيرها الكبير في أداء الشركة (الاتروشي والانصاري، 2019: 171)  
 كما ويلعب هيكل الملكية دوراً رئيسياً في التأثير على القرارات التجارية للشركات (Rajverma, et al 2019:3)

ويعد هيكل الملكية من المكونات الرئيسية لحوكمة الشركات ويعكس طبيعة المالكين ومقدار حصصهم في رأس المال، وقد تم التركيز عليها من العديد من الادبيات وذلك لأهميتها في أداء الشركات وتأثيرها

الإيجابي أو السلبي، كما ان المالكين غير متجانسين في أهدافهم ومتطلباتهم فالمالكون الكبار يختلف تأثيرهم عن المالكون الأجانب أو المؤسسات وغيرها (الشاهد والعناتي،2017: 18)

ويشير (Lawal & Sakariyahu,2018:3-4) إلى أن هناك ثلاثة أنواع من هيكل الملكية هي:

1. التركيز المطلق للملكية، إذ يوجد مساهم واحد فقط لديه السلطة المطلقة للتحكم في الشركة.
2. الملكية المشتتة تمامًا، وفي هذه الحالة يكون هناك العديد من المساهمين وهناك فصل كامل بين الملكية والرقابة إذ يحتفظ مساهم واحد بملكية الأسهم بنسبة أقل من 10٪.
3. التركيز النسبي للملكية، في هذه الحالة يوجد تركيز نسبي للملكية وبعض كبار المساهمين في الشركة، وفي كل الحالات الثلاث يمكن أن يكون هنالك المالكون أي فرد أو مجموعة من الأفراد أو الشركات

وعليه فان هيكل الملكية يتضمن الآتي:

## 2-1-6-1 الملكية الادارية **Managerial ownership** : تشير الملكية الإدارية الى امتلاك

المدرء وأعضاء مجلس الإدارة لجزء من أسهم الشركة التي يعملون فيها، وللملكية الادارية تأثير كبير في تخفيض مشكلة الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة، اذ بامتلاك المدرء لجزء من أسهم الشركة سوف يقلص من الفجوة الناتجة عن صراع المصالح ويؤدي إلى دمج منافع المدرء مع منافع حملة الأسهم وقد اثبتت بعض الدراسات ان انخفاض نسبة الأسهم التي تملكها الإدارة يزيد من اتجاهها نحو تحقيق منافعها الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم وذلك عن طريق استغلال أنظمة الحوافز والمكافآت او العمل على تكوين شهرة إدارية بالاستفادة من المرونة المتاحة لها في اختيار الإجراءات المحاسبية وتعدد البدائل الممكنة لمعالجة نفس العملية. (حميدي،2011: 46)، ويرى (Hoang,2017:9) أن الشركات الحديثة يمتلك فيها المديرون عادةً سلطة التحكم والتشغيل لكنهم لا يمتلكون أسهمًا كبيرة وبالنتيجة فإنهم يميلون بطبيعة الحال إلى استغلال مناصبهم لاستغلال المالكين بمعنى يقومون باستخدام موارد الشركات لتعظيم مصلحتهم الذاتية التي تتعارض مع مصالح المساهمين، ومع ثبات العوامل الأخرى فكلما قل جزء الأسهم التي يحتفظ بها المديرون زاد الدافع لديهم للقيام بذلك مع زيادة نسبة الفائدة / التكلفة الخاصة بهم. ومن ثم تشير نظرية الوكالة بأنه في حالة كون المديرين لا يمتلكون أي أسهم في الشركة، يصبح تباين الاهتمام بين المديرين والمساهمين أكثر حدة وعلى العكس من ذلك فإن ارتفاع أسهم المديرين يزيد من حوافزهم الداخلية في خدمة مصالح المساهمين من غير المديرين في هذا الطرف، ويعد المديرين أيضًا مساهمين مهمين وبالنتيجة فإن استفادتهم من الزيادة في قيمة الشركة تتقارب أكثر مع استفادة المالكين الآخرين نتيجة لذلك تتوقع فرضية تقارب المصالح أن الملكية الإدارية تؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركة.

وفي علاقة الملكية الإدارية مع تكاليف الوكالة بين (حسن ومحسن، 2016: 489-490) الى ان الملكية الإدارية يمكن ان تؤثر في تكاليف الوكالة من خلال الآتي:

أ. تأثير تقارب المصالح: ان وجود ملكية إدارية مرتفعة يؤدي الى تقارب للمصالح مع المساهمين وبالنتيجة فان الإدارة سوف لا تتخذ قرارات تنعكس بالنتيجة في مصالحهم الخاصة فقط وانما تعكس قراراتهم مصالح جميع المساهمين الذين يعدون في هذه الحالة جزءاً منهم، وبالمقابل إذا ما كانت الملكية الإدارية قليلة سوف تنفذ الإدارة القرارات التي تخدم مصالحهم الخاصة على حساب مصالح حملة الأسهم وبالنتيجة يؤدي الى توليد تكاليف وكالة أكبر.

ب. تأثير تحكم الادارة: إذا كانت الملكية الإدارية مرتفعة فانه يؤدي الى ان يكون للإدارة مجال أكبر للعمل على تحقيق منافعهم الخاصة من خلال اتخاذ القرارات التي تحقق المنفعة الخاصة لهم.

أما (O'Callaghan,2015:34) أشار الى وجود علاقة سلبية بين الملكية الإدارية ومستوى الأجور التي يتقاضاها أعضاء الإدارة التنفيذية بسبب انخفاض الدافع لتحويل موارد الشركة الى المنافع الشخصية للإدارة فضلاً عن وجود علاقة سلبية بين حساسية الأجور ومستوى الملكية الإدارية، كما وانه مع زيادة الملكية الإدارية في الشركة فإنها تقلل من تكلفة حقوق الملكية للشركة حيث تعمل الملكية الإدارية على تناسق المساهمين ومصالح الإدارة (Abbas, et al ,2018:311)

*وعليه يتفق الباحث مع أن زيادة الملكية الإدارية يؤدي الى تحقيق كفاءة اعلى وان تعمل الإدارة بشكل أفضل لتحقيق اهداف الشركة لكون ذلك يترك شعور لدى الإدارة بأنهم مالكين للشركة وبالنتيجة يزول الدافع لديهم لاستغلال الملاك.*

**2-6-1-1 الملكية العائلية Family ownership** وتعني مجموع الأسهم التي يمتلكها افراد العائلة الواحدة بالنسبة الى اجمالي أسهم الشركة، وتشير الملكية العائلية الى اتجاه ورغبة أفراد العائلة الى توجيه أموالهم في شركة واحدة وعدم توزيعها في شركات عدة وذلك بسبب الرغبة في السيطرة على استثماراتهم وتقليل المخاطر (الفضل والجبوري، 2018: 157).

وتهدف الشركات ذات الملكية العائلية الى تسليم السلطة والإدارة من جيل لآخر والحفاظ على الثروة والاهتمام بسمعة العائلة أكثر من اهتمامها بالخسائر، وتمتلك هذه الشركات دوافع قوية لمراقبة الإدارة وبالنتيجة تخفيض تكاليف الوكالة او حتى الغاؤها لكون اغلب افراد العائلة يشاركون في مجلس الإدارة (Keynonen,2018:13) ، كما ان الملكية العائلية تدفع الرؤساء التنفيذيين الى العمل بجدية أكبر وانهم قد اكتسبوا المعرفة الثابتة المتناقلة بين الأجيال فضلاً عن الولاء والثقة طويلة الأمد مع مختلف أصحاب المصلحة (Kholmurodova,2009:32)، ومن وجهة نظر (du,2009:7-8) يرى بان الملكية العائلية تتفوق على هياكل الملكية الأخرى ويمتلك المساهمون من العائلة الواحدة دوافع قوية لقضاء الوقت والمال في مراقبة المدراء لتقليل تكاليف الوكالة وتحسين أداء الشركة، كما وان حوافز المساهمين من العائلة

اقوى من حوافز المساهمين الكبار الاخرين وذلك لكونهم يستثمرون ثرواتهم الخاصة في الشركة وغير متنوعين في استثماراتهم، لذلك فان حملة الأسهم من العائلة الواحدة اكثر اهتمام بأداء الشركة ويمتلكون حافظ اقوى لمراقبة المديرين، هذا من جانب اما من جانب اخر فان العائلات تعرف السوق والشركة بشكل افضل وذلك لوجودهم طويل الأمد في الشركة وان المعرفة تنتقل من جيل الى جيل والتي تؤدي الى بناء علاقات جيدة مع العاملين والزبائن والموردين والدائنين والمساهمين الخارجيين، وفي علاقة الملكية العائلية مع نسبة المديونية في الشركة فقد بين (Aluchna & Idowu,2017:280) إلى أن الشركات ذات الملكية العائلية تكون فيها نسبة المديونية اقل من الشركات الأخرى، كما وتتنخفض فيها كلفة راس المال، وعلى الرغم من المنافع التي تحققها الملكية العائلية للشركة الا انها لا تخلو من العيوب اذ يتم التحكم في الشركة كما يتحكم اكبر مساهم بالشركة، فقد ينطوي على الجمع بين الملكية والإدارة الى قرارات دون المستوى المقبول بسبب كون مصالح العائلة لا تتماشى مع مصالح المساهمين الاخرين في الكثير من الأحيان والذين يمثلون عدد قليل من المساهمين، فضلا عن كون الملكية العائلية قد تؤدي الى تبادل منافع العائلة خارج الشركة بدلا من تعظيم الربح وفي أحيان أخرى يختارون الاستراتيجيات منخفضة المخاطر وهذا يكون على حساب الأقلية من المساهمين (Huberts,2014:11-12)، فضلا عن ذلك فقد يتفق عدد من الاشقاء او أبناء العمومة في الاتحاد معاً ويصبحوا اغلبيية وبالنتيجة يتمكنون من السيطرة والتحكم في القرارات الرئيسية للشركة على حساب حقوق الأقلية (Aronoff et al,2011:8).

**3-6-1-2 الملكية المؤسسية Institutional ownership:** وتعني امتلاك جزءاً من أسهم الشركة من قبل شركات ومؤسسات أخرى والدخول ضمن مجلس ادارتها، فتزايد الملكية المؤسسية من شركات كبيرة ومصارف يؤدي الى الرقابة على أداء الشركات وبالنتيجة الحد من السلوك غير المرغوب فيه والحد من مشاكل الوكالة بسبب خبرة الشركات وكفاءتها بالمقارنة مع الأشخاص إذ يمكنها مقارنة وتحليل المعلومات بمهنية عالية (عبد الزهرة،2016: 154) (الشاهد والعناتي،2017: 19)

أن الرقابة التي يمارسها المستثمرين المؤسسيين يمكن أن تقلل من عدم تناسق المعلومات بين المساهمين والمديرين والذي يمكن ان يؤدي إلى تعزيز دوافع الإدارة للتركيز على الاستثمارات طويلة الأجل، كما وإن المؤسسات تتمتع بوصول أفضل إلى المعلومات من المستثمرين الأفراد فضلا عن أن وجودهم في الشركات يؤدي إلى تمويل كبير للاستثمارات ذات الربحية طويلة الأجل وذات الأداء الجيد، من جهة أخرى فإن الملكية المؤسسية تقلل تقلبات الأسهم التي لا تدفع أرباحاً، والتي يصاحبها عدم تناسق معلومات مرتفع ويعود السبب في ذلك الى المهارات العالية للمستثمرين المؤسسيين في جمع المعلومات وتحليلها، وعليه فإن المستثمرين المؤسسيين المستقرين يقللون من تكلفة عدم تناسق المعلومات بسبب مراقبتهم الجيدة. (Elghouti,2014: 39).

وفيما يتعلق بالأسباب التي تجعل المستثمرين المؤسسيين يطبقون دورهم الرقابي بسهولة أكبر على إدارة الشركة بين (Alves,2011:103-104) الى أنهم محترفون وبالنتيجة فإن تكلفة المراقبة لديهم عند مقارنتها بصغار المساهمين تقل بشكل كبير فضلا عن الأسباب الآتية:

أ. لديهم حافز أكبر وقدرة أكبر على الحصول على المعلومات الإفصاح المسبق بشكل أكثر من صغار المساهمين.

ب. أكثر قدرة على تقييم القرارات المالية للإدارة.

ج. يتمتعون بقوة تصويتية أكبر مما يسهل اتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يكون ذلك ضرورياً. وفي ذات السياق يرى (Tong,2010:26) ان هنالك علاقة إيجابية بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة وان السبب في ذلك يعزى إلى أن المستثمرين المؤسسيين لديهم المزيد من الفرص والموارد والقدرات لمراقبة الإدارة مقارنة بصغار المستثمرين، وأنهم قادرين على تحقيق منافع كافية ليكون لديهم الحافز لمراقبة الإدارة، كما إن المستثمرين المؤسسيين يتصفون بكونهم مديري أموال محترفين يتمتعون بالسيطرة التقديرية على الموجودات (كالصناديق المشتركة وصناديق التقاعد وصناديق الائتمان وشركات التأمين)، كما وقد يختلف تأثير الملكية المؤسسية بين أنواع مختلفة من المؤسسات فقد يكون للبنوك وشركات التأمين روابط تجارية حالية أو محتملة مع الشركات عن طريق إدارة الثقة الخاصة بهم لذلك فهم أقل رغبة في تحدي قرارات الإدارة، ويُطلق على هؤلاء المستثمرين اسم المؤسسات الحساسة للضغط أو المؤسسات السلبية أو المؤسسات الرمادية، أما الأنواع الأخرى من المستثمرين المؤسسيين كشركات الاستثمار ومستشاري الاستثمار المستقلين ومستشاري صناديق التقاعد والصناديق المشتركة والمؤسسات الأقل عرضة لتأثير الإدارة، لذلك فهم أكثر حماساً لمراقبة الإدارة وغالباً ما يُطلق على هؤلاء المستثمرين اسم مؤسسات غير حساسة للضغط أو مؤسسات نشطة، وعليه يمكن أن يكون لملكية المؤسسة غير الحساسة للضغط تأثير إيجابي أقوى على أداء الشركة من ملكية المؤسسة الحساسة للضغط.

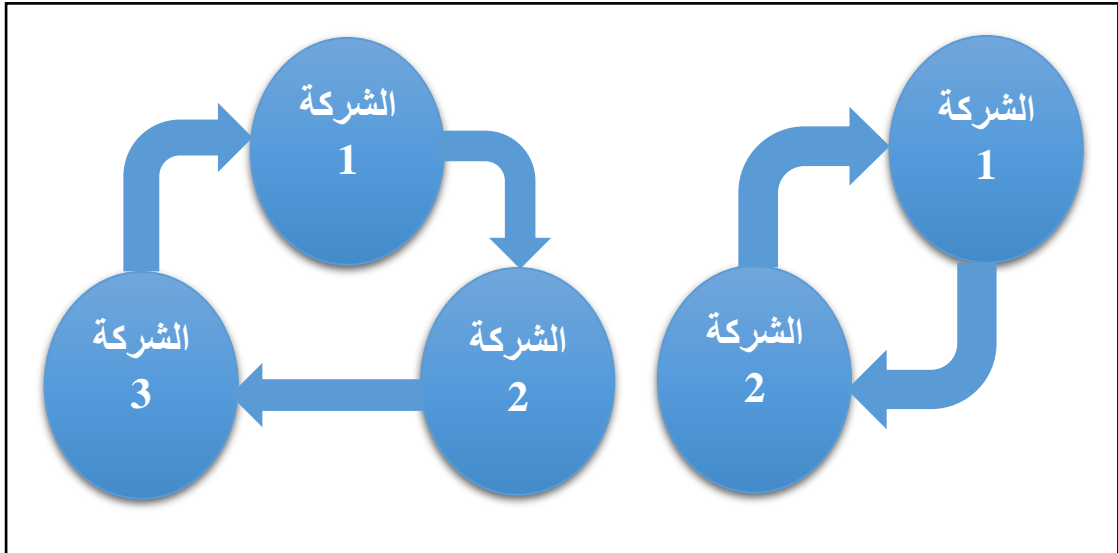
ويشير (دخان،2018: 35) الى أن الملكية المؤسسية يمكن أن تؤدي دوراً سلبياً في أداء الشركة عندما تكون اهداف المساهمون المؤسسيين هي للمضاربة وأهداف قصيرة الاجل وبالنتيجة ستستجيب الإدارة لتوجهاتهم لتحقيق الأهداف قصيرة الأجل، وفي حالة العكس عندما تكون أهداف المساهمين المؤسسيين طويلة الاجل فان ذلك يدفعهم الى ممارسة دوراً رقابياً إيجابياً على إدارة الشركة وبالنتيجة ينعكس بشكل إيجابي على أداء الشركة.

يبين (Chen,2012:20) أن اصحاب الملكية من المستثمرين المؤسسيين يفضلون العوائد قصيرة الاجل وبالنتيجة يضغطون على الإدارة لتحقيق المكاسب قصيرة الاجل، كما ويميلون الى دعم المديرين بدلا عن مراقبتهم بسبب العلاقات الشخصية مع الشركات التي يستثمرون فيها ولكون الفائدة

التي يحصلون عليها من دعم المديرين اعلى من المكاسب المتحققة من مراقبتهم، وهذا كله يدفعهم للتعاون مع المديرين.

فيما يرى (He & Huang,2014:8) ان الملكية المؤسسية تؤثر في سلوك سوق المنتجات لاسيما عندما يكون بين الشركات المنافسة او للعلاقة بين الشركات التي تأخذ شكل مورد-زبون وبالنتيجة يؤثر ذلك في السوق ويؤدي الى ارتفاع الاسعار

**4-6-1-2 الملكية التبادلية Cross ownership:** تشير الملكية التبادلية إلى أن الشركة ما تمتلك أسهمًا في شركة أخرى بينما تمتلك الشركة الأخرى أسهمًا في الشركة الأولى أيضًا بمعنى آخر الملكية المشتركة هي ظاهرة تمتلك فيها الشركات أسهمًا في بعضها البعض، وأبسط أشكال الكيانات في الملكية المشتركة هي وجود شركتان فقط الا إنه هنالك أشكال أكثر تعقيدًا والتي تكون عندما تمتلك شركة ما أسهمًا في شركة ثانية وتمتلك الشركة الثانية أسهمًا في الشركة الثالثة وبالنتيجة تمتلك الشركة



الثالثة حصة في الشركة الاولى، ويوضح الشكل (1-2) أنواع الملكية التبادلية (Tuanh,2013:30)

### شكل (1-2)

#### أنواع الملكية التبادلية

**Source:** Tuanh, Vu Thanh, et al. (2013), "Cross ownership of financial institutions and corporations in Vietnam-An assessment and recommendations." p:30

يوضح الشكل أعلاه أنواع الملكية التبادلية بنوعها البسيط الذي يتضمن شركتين تمتلك كل منهما أسهما في الشركة الأخرى، والنوع الأخرى الملكية التبادلية المعقدة التي تتضمن ثلاث شركات تمتلك



الشركة الأولى أسهما في الشركة الثانية وتمتلك الشركة الثانية أسهما في الشركة الثالثة وتمتلك الشركة الثالثة أسهما في الشركة الأولى.

ويرى (Muramiya & Takada,2015:2-3) بان الملكية التبادلية تعمل على تحسين معلومات الشركة عن طريق تقليل عدم تناسق المعلومات بين المستثمرين، فقد وجد هذا النوع من الملكية لغرض الحماية من عمليات الاستحواذ الخارجية، لكون المديرين يميلون إلى التفكير قصير الأمد عند تعرضهم الى تهديدات بالاستحواذ على شركاتهم، في حين تعمل الملكية التبادلية كتدابير وقائية تجاه الاستحواذ وبالنتيجة تحفيز الإدارة نحو التفكير بعيد الأمد عن طريق تدابيرها الوقائية للحد من عمليات الاستحواذ، وتصبح التدابير الإدارية أكثر انسجاما مع مصالح المساهمين مما يؤدي إلى إعداد تقارير مالية بجودة عالية.

ويرى (Scher,2003:2) بان الملكية التبادلية توفر المزايا الآتية:

أ. توفر مصدراً ثابتاً للتمويل بضمان وجود شركاء يتصفون بكونهم مستثمرين مستقرين على استعداد شراء اي أسهم مصدرة جديدة.

ب. تعمل الملكية التبادلية على تعزيز استقرار إدارة الشركة عن طريق العمل كسد منيع ضد تهديد الاستحواذ، وعليه فإنها ستعفي الإدارة من ضرورة الاستجابة الى الضغوط الكبيرة من أسواق رأس المال.

ج. تؤدي الملكية التبادلية الى استقرار وتقوية العلاقات بين الشركات مما ينتج عنه علاقة قوية في توريد السلع والخدمات ويعزز المعاملات طويلة الاجل بين الشركات.

**5-6-1-2 تركيز الملكية Ownership Concentration:** تشير تركيز الملكية الى وجود عدد من المساهمين يمتلكون نسبة مئوية من أسهم الشركة تكون في الأقل نسبة 5% من الأسهم التي تصدرها، ويمكن أن يكون تركيز الملكية ليس بيد الأفراد، بل قد تكون مؤسسات أو شركات مالية تتبع سياسة تنويع المحفظة الاستثمارية الخاصة بها ويطلق على هذه الشركات في هذه الحالة بالملاك المؤسسيين (الجبوري،2007: 41).

إن تركيز الملكية وتشتتها يعد كأحد المظاهر التي تؤخذ بعين الاعتبار عند اختيار السياسات المحاسبية، فضلا عن ضمان حماية حقوق الأقلية ويبرر تقييد السلوك الانتهازي للإدارة وبالنتيجة تقليل تعارض المصالح وتخفيض مشاكل الوكالة بين الأطراف المختلفة (يوسف،2012: 252)

ففي حالة كون تشتت الملكية مرتفعاً فإن المساهمين سيعانون من فقدان السيطرة وعدم التمكن من ممارسة سلطة حقيقية للأشراف على أداء الشركة (Rajverma, et al 2019:3)، كما وان تركيز الملكية يختلف بين الدول الناشئة والمتقدمة، ففي شركات دول شرق آسيا تتركز الملكية بشكل كبير

وتميل الى السيطرة المهيمنة لكونها غالبيتها من الشركات العائلية لذلك فان فصل الملكية عن الإدارة هو شيء غير شائع (Pratyaksa,etal2015:48).

إن تركيز الملكية يؤدي الى مراقبة اعمال الشركة بشكل أكثر فاعلية ويعمل على تخفيض مشاكل الوكالة بين الإدارة والمالكين ويؤثر في هيكل راس المال، إلا إن تركيز الملكية قد يؤدي الى نوع آخر من مشاكل الوكالة والتمثل في تضارب المصالح بين اغلبية المساهمين والأقلية من حملة الاسهم (Detthamrong, et al,2017:693).

ويرى (Phillips, 2018:4) أن الولايات المتحدة وألمانيا تعافت من الازمة المالية بسبب الأنظمة المالية الأكثر تنوعا، إذ أن النظام المصرفي لديها يتصف بهيكل ملكية مشتت نسبيا ويعتمد كثيرا على العديد من المقرضين الاقليميين والبنوك المجتمعية.

من أهم مزايا تركيز الملكية هي إن كبار حملة الأسهم سيكون لديهم السلطة والحافز لمراقبة الإدارة عن كثب مما يقود إلى تحقيق أعلى مستويات رقابة حملة الأسهم على أداء الإدارة، الأمر الذي يشجع المديرين التنفيذيين على اتخاذ القرارات الاستراتيجية التي تعمل على تعظيم قيمة حملة الأسهم ويؤثر بشكل مباشر في التوجه الاستراتيجي للوحدة الاقتصادية. (الجنابي،2008: 58)

وتتلخص مهام تركيز الملكية في الآتي: (الشمري،2010: 43)

- أ. التأكد من سلامة إجراءات تسجيل الملكية ونقلها
- ب. الحصول على المعلومات ذات الصلة بالشركة بشكل دوري ومنع العاملين من استغلالها وإجراء تداول الأسهم على أساسها.
- ج. المشاركة بالتصويت في الجمعيات العمومية.
- د. انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- هـ. المشاركة في القرارات التي تتعلق بالتغيرات الجوهرية في الشركة.
- و. الإفصاح عن أية مصالح مادية لأعضاء مجلس الإدارة في الصفقات الخاصة بالشركة.
- ز. الإفصاح عن وجود أي شروط خاصة بمنح قسم من المساهمين حقوقا في الإدارة لا تتناسب مع مساهمتهم في رأس المال.

أما أبرز عيوب تركيز الملكية فإنها تتمثل في إن تركيز الملكية بأيدي كبار حملة الأسهم وأصحاب حقوق التصويت الضخمة يعرض الوحدة الاقتصادية للفشل عن طريق اتباعهم أساليب تستند الى حقوقهم القانونية منها: (الجنابي،2008: 58)

- أ- يمكن أن يرغبوا أو يتواطؤوا مع إدارة الشركة للاستحواذ على موجوداتها على حساب صغار حملة الأسهم الذين لا يتمتعون بحقوق قانونية قوية.

ب- يمكن أن يتفق كل من المديرين التنفيذيين مع كبار حملة الأسهم أو أصحاب القوة التصويتية في استخدام سلطتهم للتأثير في قرارات مجلس الإدارة التي قد يستفيدون منها بشكل مباشر على حساب الوحدة الاقتصادية.

ج- تشجيع مجلس الإدارة للتصديق على شراء إحدى الوحدات الاقتصادية المنافسة بغض النظر عن مدى استفادة الوحدة الاقتصادية منها، وذلك بسبب زيادة الحصة السوقية والقضاء على المنافسة.

د- إقناع مجلس الإدارة لرفض عقود الاستحواذ خشية فقدان السيطرة على الوحدة الاقتصادية حتى إذا كانت عملية الاستحواذ هذه تؤدي إلى تحسين أداء الوحدة الاقتصادية.

**6-6-1-2 الملكية الأجنبية Foreign Ownership:** تعني نسبة الأسهم المملوكة من الأجانب الى اجمالي أسهم الشركة، ويشير (Yeh,2017:4) الى ان المستثمرين الأجانب يمكنهم مراقبة فريق الإدارة عن كثب، وعليه فإن الزيادة الكبيرة في الملكية الأجنبية يؤدي الى زيادة جودة حوكمة الشركات.

ويرى (شروقي،2008: 161) أن هنالك علاقة طردية بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح اذ ان المستثمرين الأجانب يميلون الى تخفيض حجم الأموال المستثمرة خارج بلدانهم لذلك سيضغطون نحو توزيع أرباح كبيرة للحيلولة دون سحب استثماراتهم

فيما يرى (Rajverma, et al 2019:3) أن المستثمرون الأجانب يخضعون الى درجة عالية من عدم تناسق المعلومات ولذلك فانهم يفضلون الشركات التي تقوم بتوزيعات أرباح بشكل أكبر بكثير من الشركات التي تحتفظ بأرباحها

ويهتم المستثمرون الأجانب بالنجاح المالي للشركات التي يستثمرون فيها، فاذا كانت مخاطر الاستثمار كبيرة فانهم يفضلون التأثير على القرارات الاستراتيجية لإدارة الشركة ومجلس ادارتها، فضلا عن ذلك فان الملكية الأجنبية تهتم بشكل كبير بالإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية للشركة وبالنتيجة يحسن من جودة التقارير المالية ويحسن من أدائها (Keynonen,2018:15-16)

ويمكن للمؤسسات الأجنبية المستثمرة عن طريق ملكيتها للأسهم توفير رأس المال والخبرة الإدارية وكذلك ممارسة أنشطة الرقابة على المديرين، وعليه يمكن للملكية الأجنبية في البلدان النامية من تحسين إدارة الشركات وتعزيز الكفاءة. (Sulong & Nor,2008:61)

فضلا عن ذلك فإن المستثمرين الاجانب هم وسيلة تنتقل من خلالها ممارسات حوكمة الشركات، اذ أن المستثمرين الأجانب ينقلون آليات الحوكمة الفاتكة إلى الشركات المحلية ذات آليات الحوكمة الرديئة (Weeder,2018:8)

وتشير العديد من الدراسات الى ان الملكية الأجنبية تسهم في تحسين أداء الشركات وبالنتيجة تحسين الحوكمة وترتبط ارتباطاً إيجابياً بمخاطر الشركات، كما وتؤثر الملكية الأجنبية بشكل كبير في أداء أسهم الشركات (Kabir, et al,2020:9) ويرى (Al Manaseer, et al,2012:253) أن للملكية الأجنبية تأثير كبير في أداء الشركات وذلك للأسباب الآتية:

- أ. ان الملكية الأجنبية تقلل من التكاليف المالية لإعادة هيكلة الشركة عن طريق راس المال المستثمر في هذه الشركات
- ب. تؤدي الملكية الأجنبية الى جلب الخبرة للشركات في إدارة المخاطر وثقافة أفضل للحوكمة
- ج. ينتج عن الملكية الأجنبية زيادة المنافسة بين الشركات وبالنتيجة سوف يؤدي ذلك الى خفض التكاليف وتحسين الكفاءة من بقية الشركات
- د. يؤدي وجود الملكية الأجنبية الى الاستفادة من التدايعات التكنولوجية التي يجلبها المساهمون الأجانب.

**7-6-1-2 الملكية الحكومية Government Ownership:** تشير الملكية الحكومية الى نسبة الأسهم المملوكة من قبل الحكومة الى اجمالي عدد الأسهم، ويكون الهدف من الملكية الحكومية مرتبط بالتوزيع العادل للثروة لتحقيق التنمية فضلاً عن تحقيق المصلحة الوطنية والأمنية لذلك نجد الملكية الحكومية بشكل كبير في قطاعات الاتصالات والطاقة والنقل وغيرها، كما أن الدافع الآخر للملكية الحكومية هو تحقيق الأهداف الاجتماعية بصرف النظر عن تحقيق الأرباح (Sulong & Nor,2008:60)

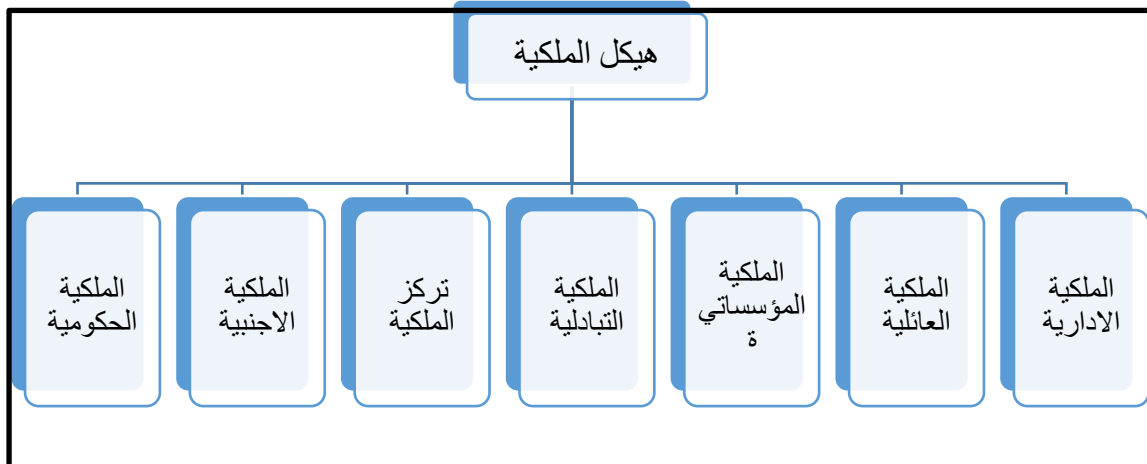
ويمكن أن تؤدي زيادة الملكية الحكومية الى انخفاض إنتاجية العمل بسبب عدم وجود الدافع لدى الافراد في تعظيم الكفاءة بخصوص خفض التكاليف والابداع (Zheka,2003:14) ويشير (Borisova, et al,2009:3) في دراسة اجراها على عينة من شركات دول الاتحاد الأوروبي لقياس تأثير الملكية الحكومية في جودة الحوكمة، توصلت الدراسة الى ان الشركات ذات الملكية الحكومية تتمتع بجودة حوكمة أعلى من غيرها من الشركات، كما وأن بعض الهيئات الحكومية تقوم بالاستثمار في الشركات ذات الأداء الضعيف لتحسين ادائها.

وبين (Iannotta, et al,2013:155) أن للملكية الحكومية لاسيما في قطاع البنوك دورين الأول يتعلق بالنظرة الاجتماعية لتسهيل تمويل المشروعات التي لا ترغب بعض البنوك في تمويلها لاسيما المشاريع التي تساعد في التنمية الاقتصادية ومن ثم تحسين الرفاهية الاجتماعية، والدور الثاني هو ما يتعلق بالأهداف السياسية وليس الاجتماعية كتوفير مصادر تمويل للأشخاص الداعمين للحكومة وغيرها.

وتشير وجهة النظر الإدارية الى ان الملكية الحكومية تؤدي الى ان تتحمل الشركات تكاليف وكالة عالية وذلك للصعوبة في مراقبة أداء المديرين، وتنشأ هذه الصعوبة في المراقبة أنه لا يوجد مالك فردي لديه حوافز قوية في مراقبة المديرين (Chen, et al,2015:3)

كما وأن الشركات ذات الملكية الحكومية العالية ترتبط بشكل إيجابي بنسبة الديون وذلك للأسباب الآتية (Le,2015:37):

- أ. تستطيع هذه الشركات الوصول الى أفضل أسواق الديون بسبب قلة فرص افلاسها وذلك لضمان الدولة لها.
  - ب. قد يفضل ممثلو الملكية الحكومية في الشركة ان يكون لديهم مستوى مرتفع من الديون لتجنب تخفيض الأسهم أو للحفاظ على مكانتهم.
  - ج. تتجه مشاكل الوكالة بين المالكين والإدارة الى أن تكون حادة بسبب وجود فصل بين حقوق التصويت والتدفقات النقدية، لكون المواطنين هم المالكين النهائيين وحقوق التصويت تعود الى الإدارات الحكومية او البيروقراطيين الذين لا ترتبط رواتبهم بشكل مباشر بأداء الشركات التي يراقبونها وبالنتيجة لا تحفزهم على تحسين كفاءة عمل الشركة.
- لذلك ولتقليل تكاليف الوكالة تميل الشركات ذات الملكية الحكومية العالية الى استخدام الديون المرتفعة كقناة للمراقبة، ويرى (بخيت واخرون،2019: 853) وجود علاقة طردية بين الملكية الحكومية وسياسة توزيع الأرباح، اذ ان الملكية الحكومية تساعد بشكل كبير على الزيادة في توزيع الأرباح، وذلك لحاجة الدولة والافراد لتوزيعات تعكس الحالة الاستثمارية للشركة، ومما تقدم يبين الشكل الآتي هيكل الملكية كألية من اليات حوكمة الشركات وكما يلي:



شكل (2-2)

هيكل الملكية

المصدر: اعداد الباحث

## 7-1-2 هيكل الملكية في القانون العراقي Ownership Structure In Iraqi Law

أدرج هيكل الملكية بشكل ضمني ضمن قانون الشركات العراقي المرقم 21 لسنة 1997 المعدل والذي عالج إجراءات وشروط تكوين الشركات وتنظيمها فضلاً عن حماية الدائنين من الاحتيال وحماية حملة الأسهم من المشاكل المتعلقة بتضارب المصالح وحمايتهم من سوء تصرف مالكي اغلبية الأسهم والمسيطرين عليها فضلاً عن تعزيز توفير المعلومات التفصيلية للملاك والمتعلقة بالقرارات التي تؤثر في الشركة واستثماراتهم، وقد تطرق القانون المشار اليه في أعلاه في بعض مواد هيكلي الملكية والتي سيجري استعراضها وكالاتي:

1. الملكية الحكومية: تم التطرق لها في المادة (7) - اولاً " تتكون الشركة المختلطة باتفاق شخص واحد او أكثر من قطاع الدولة مع شخص واحد او أكثر من غير القطاع المذكور، ويرأس مال مختلط لا تقل مساهمة قطاع الدولة فيه مبدئياً عن (25%) خمس وعشرين في المائة" يمكن ملاحظة أن المادة أشارت الى تحديد الحد الأدنى للملكية الحكومية في تأسيس الشركات المختلطة في الشركات العراقية والبالغ (25%) من رأسمال الشركة، أما إذا كانت النسبة تقل عن (25%) فان الشركة لا تسمى شركة مختلطة وإنما شركة خاصة.
2. الملكية الأجنبية: بينت في المادة (12) - ثانياً " للشخص الطبيعي او المعنوي الأجنبي اكتساب العضوية بصفة مؤسس او مساهم في الشركات المساهمة والمحدودة على ان لا تقل نسبة مساهمة العراقي عن (51%) واحد وخمسين من المائة من رأسمالها " الى الملكية الأجنبية في حالة تأسيس الشركة يجب ان تكون فيها ملكية الشخص العراقي بما لا يقل عن (51%).
3. الملكية المؤسسية: تطرقت المادة (32) لها - ثالثاً " لا يجوز لشركة الاستثمار ان تستثمر أكثر من (5%) خمس من المائة من رأس مالها في أسهم شركة واحدة، ولا يجوز لها ان تمتلك في شركة واحدة أكثر من (10%) عشر من المائة من رأس مال تلك الشركة مع مراعاة النسبة السابقة، وعلى ان لا تقل نسبة السيولة النقدية في أي وقت لديها عن (10%) عشر من المائة من رأس مالها المدفوع " تطرقت هذه المادة الى ان نسبة الملكية المؤسسية في شركات الاستثمار لا يجوز ان تتجاوز أكثر من (10%) في شركة واحدة.
4. تركيز الملكية: شرطت المادة (39) اولاً " يكتتب المؤسسون في الشركة المساهمة المختلطة بنسبة لا تقل عن (30%) ثلاثين في المائة ولا تزيد عن (55%) خمس وخمسين في المائة من رأس مالها الاسمي الذي ينبغي ان يشمل الحد الأدنى المقرر لقطاع الدولة البالغ (25%) خمس وعشرون من المائة " إلى أن نسبة ملكية المؤسسون في الشركات المساهمة

5. المختلطة يجب ان لا تقل عن (30%) ولا تزيد عن (55%)، اما في الشركات الخاصة فأشارت المادة أعلاه الفقرة ثانياً الى أن نسبة ملكية المساهمين يجب ألا تقل عن (20%)
5. الملكية الإدارية: وضحت في المادة (87) - ثانياً " توجه الدعوة الى اجتماع الهيئة العامة من احدى الهيئات والاشخاص الأتية رئيس مجلس ادارة الشركة المساهمة بقرار من المجلس والمدير المفوض للشركات الاخرى، او بناء على طلب اعضاء في الشركة يملكون ما لا يقل عن 10% عشر من المائة من راس ماله المدفوع " الى أن تركيز الملكية يكون عن طريق الدعوة الى اجتماع الهيئة العامة يمكن ان يكون عن طريق أحد الأعضاء والذين يملكون ما لا يقل عن (10%) من رأس المال المدفوع.
6. تركيز الملكية: بينتها المادة (89) بخصوص عدم تجاوز جدول أعمال الاجتماعات الا بعد موافقة عدد من الأشخاص بما لا تقل نسبة ملكيتهم عن (10%) ونصها " كل دعوة الى اجتماع الهيئة العامة يجب ان تتضمن جدولاً بأعمال الاجتماع، ولا يجوز تجاوزه اثناء الاجتماع الا بناء على اقتراح ممثلي ما لا يقل عن 10% عشر من المائة من راس مال الشركة، وموافقة اغلبية الاصوات الممثلة في الاجتماع وبأجماع الاعضاء كافة في الشركات التضامنية، وتستثنى من ذلك الامور المنصوص عليها في البند ثانياً من المادة 92 من هذه القانون. "
7. تركيز الملكية: في المادة (98)- أولاً أشارت الى تركيز الملكية عن طريق التصويت في المسائل الخاصة بانتخاب واقالة مجلس الإدارة واي عضو فيه او أي موضوع اخر ليكون التصويت سرى عن طريق طلب عدد من الأعضاء يملكون ما لا يقل عن (10%) من الأسهم، ونص المادة " كون التصويت علناً الا في المسائل الخاصة بانتخاب واقالة مجلس الادارة او اي عضو فيه في الشركة المساهمة، واعفاء المدير المفوض في الشركات الاخرى، وكذلك اذا طلب ذلك عدد من الاعضاء يحملون ما لا يقل عن 10% عشر من المائة من الاسهم او الحصص الممثلة في الاجتماع أياً كان الموضوع المطلوب التصويت بشأنه، فيكون التصويت سرىاً".
8. تركيز الملكية: اشارت المادة (100) الى أن تشتت الملكية وحقوق الأقلية عن طريق الحق للأفراد ممن يمتلكون (5%) من أسهم الشركة بالاعتراض على قرارات الهيئة العامة لدى مسجل الشركات خلال مدة مقدارها سبعة أيام وعلى المسجل ان يصدر قراره خلال مدة خمسة عشر يوماً من تاريخ الاعتراض، ونص المادة القانونية " حملة 5% خمس من المائة من اسهم الشركة الاعتراض على قرارات الهيئة العامة لدى المسجل خلال سبعة ايام من تاريخ اتخاذها وعلى المسجل اصدار قراره خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ الاعتراض،

ويكون قراره قابلاً للطعن لدى محكمة البداية المختصة خلال سبعة ايام من تاريخ التبليغ به وعلى المحكمة النظر في الاعتراض على وجه الاستعجال ويكون قرارها باتاً".

مما تقدم في أعلاه يمكن استخلاص أن الحوكمة ظهرت نتيجة لوجود تضارب المصالح بين مالكي الشركة وادارتها والذي حدث هذا التضارب نتيجة لانفصال ملكية الشركة عن ادارتها، وعليه أوجدت الحوكمة لكي تعمل على الحد من صراع المصالح وحماية المساهمين من التصرفات الانتهازية للإدارة، فضلاً عن العديد من الأهداف التي تصب كلها في النهاية لمصلحة الشركة ومن ثم مصالح جميع المتعاملين معها، ويكون تطبيق الحوكمة عن طريق مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية التي تسهل من تطبيقها بالشكل الجيد والسليم، ومن بين هذه الآليات هي هيكل الملكية الذي يعد كأحد آليات الحوكمة الداخلية، وعليه فإن الحد من صراع المصالح وتعظيم قيمة المساهمين والذي تعمل آليات الحوكمة على تطبيقه يلقي بعاقبه على الإدارة بأن تعمل بما يخدم مصالح المساهمين عن طريق اتخاذ القرارات التي تعمل على ذلك، ومن أهم القرارات التي تتخذها الإدارة هي القرارات الاستثمارية لما تتطلبها هذه القرارات من مبالغ كبيرة وتكون عوائدها مستقبلية وهو ما يشوبه عنصرين مهمين وهما المخاطر وعدم التأكد، وعليه تتطلب القرارات الاستثمارية دراسة مستفيضة لكي يكون القرار المتخذ يحقق الكفاءة وبالنتيجة تحقيق الهدف النهائي وهو تعظيم قيمة الشركة، وعليه سيتناول المبحث الآتي كفاءة القرارات الاستثمارية.



## المبحث الثاني

### كفاءة القرارات الاستثمارية

#### Efficient Investment Decisions

تعد القرارات الاستثمارية أحد أهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها الإدارة في الشركة والتي يمكن ان تنطوي على مخاطرة عالية بسبب حجم المبالغ التي تتطلبها هذه الاستثمارات فضلاً عن كون العائد المتوقع من هذه الاستثمارات متعلق بالمستقبل ويشوبه عدم التأكد، ولذلك فان هذه القرارات تحتاج الى دراسة مستفيضة للحيلولة دون اتخاذ قرارات قد تؤدي الى نتائج وخيمة على الشركة وبالنتيجة تنعكس على تقييم أداء الإدارة وما يرتبط بها من استمرار وبقاء المديرين في مراكزهم واستمرار حوافزهم وغيرها.

#### 2-2-1 القرارات الاستثمارية Investment Decisions

قبل التطرق الى مفهوم كفاءة القرارات الاستثمارية لابد من تجزئة المصطلح الى الكلمات التي يتكون منها، فبالنسبة للكفاءة فيشير المعنى اللغوي أنها (أهلية القيام بعمل وحسن تصرف فيه)، فهي قدرة وحسن تصرف (عمر، 2008: 1942) اما المعنى الاصطلاحي لها فإنها تعني الدرجة التي تقلل بها الشركة من الموارد المستخدمة من أجل تحقيق أهدافها (Horngren, et al, 2014: 319)، وتشير الكفاءة أيضاً إلى القيام بتنفيذ الإجراءات بكلفة منخفضة بالمقارنة مع المعايير المحددة مسبقاً، وتعرف أيضاً بأنها تنفيذ الأمور او القيام بها بالشكل الصحيح (Dess, et al, 2019: 53) وينظر الى الكفاءة على أنها العلاقة المثلى بين المدخلات والمخرجات وبالنتيجة فإنها تعني العلاقة بين كمية الموارد المستخدمة والنتائج المتحققة (علي، 2017: 9)، أما القرار فهو الخيار المتخذ في وقت معين وفي سياق معين للوصول الى نتيجة، فهو يمثل مساراً للسلوك أو الإجراء حول ما ينبغي فعله أو ما لا ينبغي فعله، فالقرار هو ما يتوصل له الفرد في اختيار يتعلق بموقف ما، إذ يستنتج على وفقه الشخص موقف ما (Thuhoye, 2017: 11)، وعليه فان اي قرار يتضمن الاختيار بين بديلين على الأقل، لذلك فان الخطوة الأولى في اتخاذ القرارات هي تحديد البدائل الممكنة (Brewer et al, 2019: 508)، واما اتخاذ القرارات فيشير إلى دراسة وتحديد البدائل واختيار أفضلها على وفق قيم وتفضيلات صانع القرار، فهو نتيجة عملية وخطواتها لا تقل أهمية عن الاختيار النهائي (Thuhoye, 2017: 11)

كما يعرف اتخاذ القرارات بأنه الاختيار بين بديلين أو أكثر عن طريق اتباع عدة خطوات تتمثل بالتعرف على المشكلة وتعريفها، وتحديد البدائل الموجودة وتحليلها، واختيار البديل الأكثر فاعلية في تحقيق وتطبيق أهداف الشركة (Ibdah, 2018: 70)

ويشير (Weygandt, et al,2018:18) الى ان وظائف الإدارة تتكون من ثلاث وظائف رئيسية وهي التخطيط والتوجيه والرقابة، وعند أداء هذه الوظائف يتخذ المديرون قرارات لها تأثير كبير في الشركة، ومن ذلك فان اتخاذ القرار ليس وظيفة إدارية منفصلة بل هو نتيجة ممارسة الحكم الجيد في التخطيط والتوجيه والرقابة.

وبالعودة الى الاستثمار فان الاستثمار بالمفهوم البسيط يعني أي موجود يمكن وضع الأموال فيه مع توقع أنه سيولد دخلاً إيجابياً أو يزيد في القيمة (Smart, et al,2017:32)، ويعرف الاستثمار على أنه التعهد أو الالتزام الحالي بالمال أو الموارد الأخرى مع توقع الحصول على المكاسب في المستقبل (Bodie, et al,2018:1)، ويرى Yasir ان الاستثمار هو ذلك الاستثمار المحسوب على أساس متوسط الاستثمار الصناعي للشركة على مدار فترة زمنية عن جميع السلع بغض النظر عن الطبيعة الرأسمالية أو غير الرأسمالية للسلع ونفقات البحث والتطوير وجميع نفقات الشراء باستثناء المقبوضات النقدية من بيع أي موجودات ثابتة كالعقارات ومعدات المصنع. (Yasir,2018:33)، وعليه فان القرارات الاستثمارية تعد من القرارات طويلة الاجل وعند اختيار المشاريع التي تتطلب هذه القرارات فان المدراء يقوموا بمحاولة الموازنة بين الاعتبارات قصيرة الاجل للشركة كالربح المحاسبي فضلا عن الاعتبارات طويلة الاجل، كما ويجب ان يأخذ المدراء بنظر الاعتبار عند اتخاذ هكذا قرارات اهداف الشركة واستراتيجياتها وجميع التدفقات النقدية (Bhimani, et al,2015:387)، وتعد القرارات الاستثمارية من القرارات الرئيسية لمدراء الشركات، ونظراً لأهمية هذه القرارات فان المديرين لديهم حوافز لاتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة بالبحث عن المعلومات الموثوقة والكافية (Bae, et al,2017:19)، ويشير (Brealey, et al,2020:2) الى أن القرارات الاستثمارية تتضمن إدارة الموجودات الحالية التي تمتلكها الشركة وتحديد الوقت المناسب للتخلي عنها عندما لا تكون مربحة بشكل جيد، كذلك تتضمن القرارات الاستثمارية إدارة مخاطر الاستثمارات والتحكم بها، وقد أشار David & David ان القرارات الاستثمارية تعد أحد القرارات الثلاث الخاصة بالمدير المالي التي تشتمل على:

(David & David,2017:191-192)

1. قرار الاستثمار ويعني تخصيص وإعادة تخصيص راس المال والموارد للمشاريع والمنتجات والموجودات وأقسام الشركة.
2. قرار التمويل الذي يحدد أفضل هيكل رأسمالي للشركة ويتضمن فحص الأساليب التي يمكن للشركة عن طريقها زيادة راس المال بإصدار أسهم أو زيادة الديون أو بيع الموجودات أو مزيج من بين هذه الأساليب، ويجب ان يأخذ قرار التمويل بنظر الاعتبار الاحتياجات قصيرة الاجل وطويلة الاجل لراس المال العامل.

3. قرار توزيع الأرباح والتي تتعلق بمجموعة من الأمور منها نسبة الأرباح المدفوعة للمساهمين، واستقرار الأرباح المدفوعة بمرور الوقت، وإعادة شراء وإصدار الأسهم، ويتحدد قرار توزيع الأرباح بمقدار الأموال المحتفظ بها في الشركة بالمقارنة مع المبلغ المدفوع للمساهمين.

وهناك ست فئات رئيسية يتم الحكم عليها على أنها حاسمة في قرارات الاستثمار وهي:

(Möller & Öquist,2019:8)

1. خصائص صاحب الشركة أو الفريق

2. مهارة وخبرة الإدارة.

3. طبيعة المنتج أو الخدمة.

4. الاستراتيجيات التنافسية.

5. نمو السوق وحجمه.

6. الجوانب المالية كالعائد المتوقع.

ويمكن القول بأنه لا يوجد قرار في قطاع الأعمال أخطر من القرار الاستثماري (حسين وخميس،2019: 22) إذ تعد القرارات الاستثمارية من أهم القرارات التي يتخذها الفرد أو الإدارة لما يترتب عليها من التزامات مالية كبيرة وطويلة الاجل، فضلا عن عدم إمكانية التراجع عن هذه القرارات دون تكبد خسائر كبيرة، فنجاح الشركة في المستقبل يرتبط بنجاح القرارات الاستثمارية التي سبق اتخاذها (دلول،2010: 33)

## 2-2-2 أنماط اتخاذ القرارات Decision-making style

إن نمط اتخاذ القرار هو عملية معرفية تمثل الطريقة التي يتعامل بها الفرد مع مشكلة ويستخدم المعلومات لصياغة قرار، وتقسّم أنماط اتخاذ القرارات الى أربعة أنماط وهي ( Amzat & Idris,2012:621)، (Kinicki & Williams,2018:219-221)

1. النمط التوجيهي: في هذا النوع من العمليات يركز متخذو القرارات على الحقائق ويكون لديهم تسامح منخفض مع الأمور الغامضة ويوجهون باتجاه المهام والامور الفنية في اتخاذ القرارات، ويكون هذا النمط فاعل ومنطقي وعملي ومنهجي في حل المشاكل فالأشخاص الذين يتبعونه هم ذوي توجه عملي وحاسم ويحبون التركيز على الحقائق، لكن في سعيهم لتحقيق النتائج بسرعة فانهم يميلون إلى أن يكونوا استبداديين ويمارسون السلطة والسيطرة ويركزون على المدى القصير.

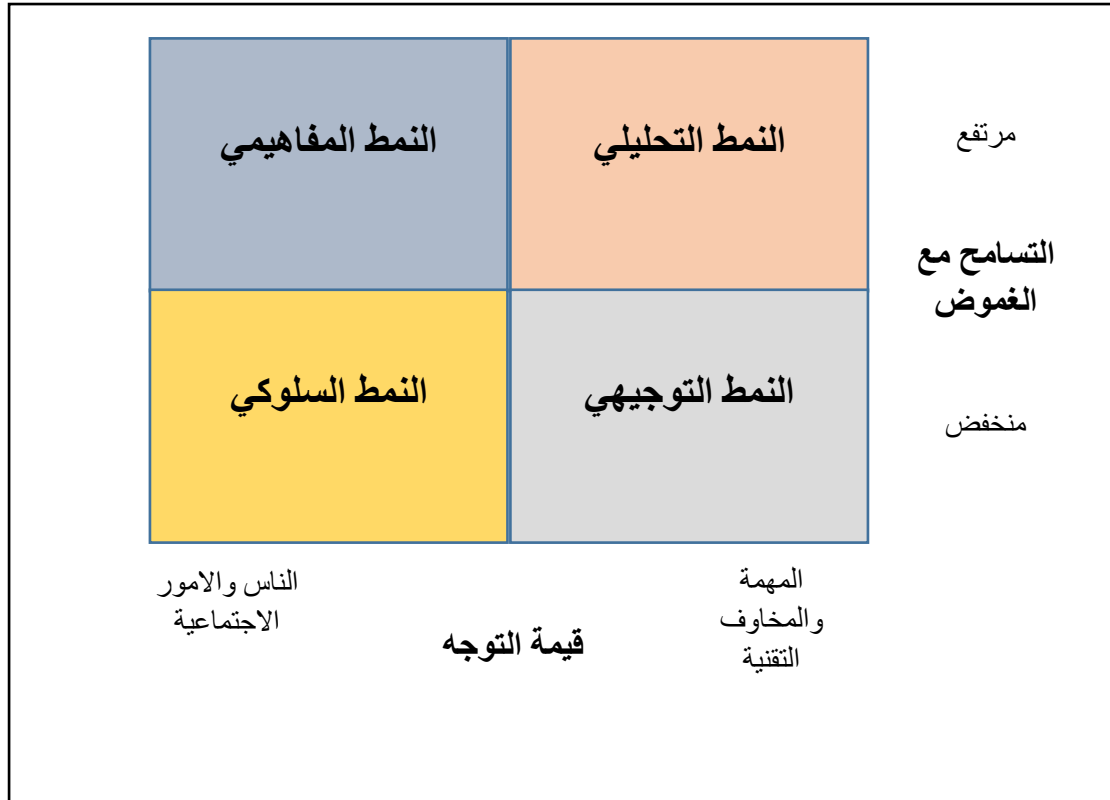
2. النمط التحليلي: يحرص متخذو القرار من هذا النمط ويحبون الكثير من المعلومات والخيارات البديلة ويتمتعون بقدرة أعلى على تحمل الأمور الغامضة ويتميزون بالميل إلى

الإفراط في تحليل الموقف، إذ يعتمدون على المعلومات والبدائل أكثر من أولئك الذين يتبعون النمط التوجيهي، الأفراد التحليليون هم متخذو قرار حريصون ويستغرقون وقتاً أطول لاتخاذ القرارات ولكنهم أيضاً يستجيبون جيداً للمواقف الجديدة أو غير المؤكدة.

3. النمط المفاهيمي: ويميل متخذو القرار من هذا النمط الى الاعتماد على الحدس ولديهم نظرة طويل الأمد، ويتمتعون بدرجة عالية من التسامح مع الأمور الغامضة، ويميلون إلى التركيز على الأشخاص أو الجوانب الاجتماعية في العمل، كذلك يأخذون منظوراً واسعاً لحل المشكلات ويحبون النظر في العديد من الخيارات والإمكانيات المستقبلية، وتتبنى الأنماط المفاهيمية لاتخاذ القرارات منظوراً طويل المدى وتعتمد على الحدس والمناقشة مع الآخرين للحصول على المعلومات، كما وأنهم على استعداد لتحمل المخاطر وهم جيّدون في إيجاد حلول مبتكرة للمشاكل، ومع ذلك يمكن للنمط المفاهيمي تعزيز نهج غير حاسم لاتخاذ القرارات.

4. النمط السلوكي: يتصف متخذي القرار من هذا النمط بكونهم أكثر الاشخاص توجهاً نحو الناس من بين بقية الأنماط الأخرى، كما وان الأشخاص الذين يتبنون هذا الأسلوب يجيدون التعامل مع الآخرين ويستمتعون بالتفاعلات الاجتماعية المعتمدة على تبادل الآراء بشكل علني، فالأنماط السلوكية داعمة وتقبل الاقتراحات وتبدي الدفيء وتفضل المعلومات اللفظية على المكتوبة، على الرغم من أنهم يحبون عقد الاجتماعات إلا أن الأشخاص الذين لديهم هذا الأسلوب يميلون إلى تجنب الصراع والاهتمام بالآخرين. وهو ما يمكن أن يؤدي إلى تبني نهج ضعيف في اتخاذ القرار وصعوبة في قول لا.

والشكل (2-3) يعرض الأنماط الأربعة السابقة ومميزاتها



الشكل (3-2)

أنماط اتخاذ القرارات

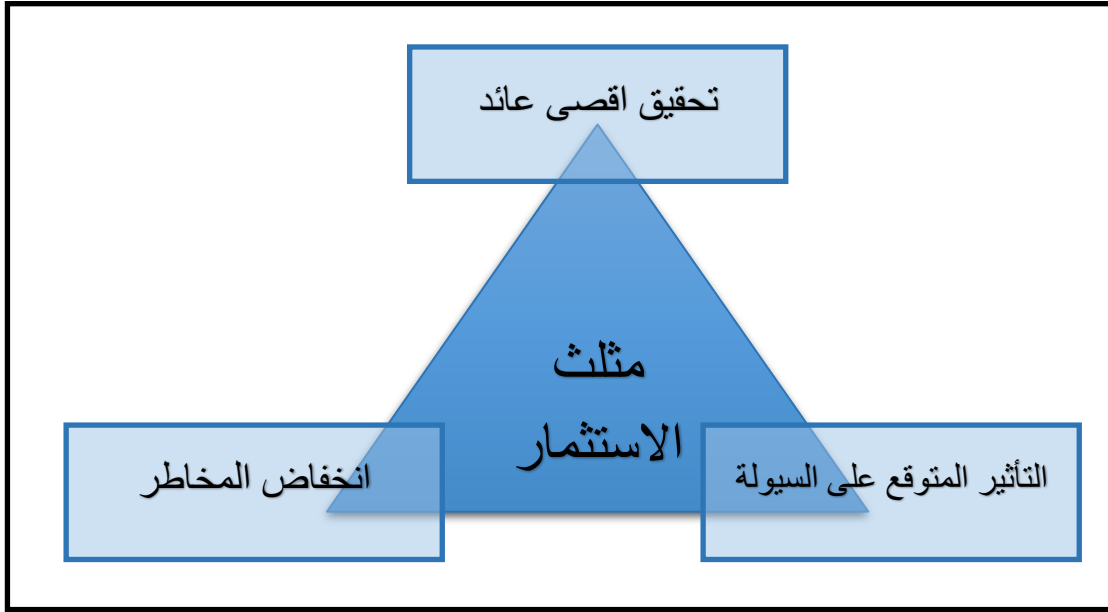
**Source:** Kinicki, Angelo, & Williams Brian K. (2012) "Management: A practical introduction", eight Edition, p:219.

عن طريق الشكل أعلاه يمكن ملاحظة أن الاهتمام بالناس والتركيز على الأمور الاجتماعية تكون مرتفعة في النمط المفاهيمي والسلوكي وتكون المخاوف التقنية منخفضة في كل من هذين النمطين، أما المخاوف التقنية فتكون عالية في كل من النمط التحليلي والنمط التوجيهي وتكون القضايا الاجتماعية منخفضة في هذين النمطين أما فيما يرتبط بالتسامح مع الغموض فيكون مرتفع في النمط التحليلي والمفاهيمي وينخفض في النمط التوجيهي والنمط السلوكي.

### 3-2-2 الاستراتيجيات الاستثمارية Investment Strategies

ان القرارات الاستثمارية قرارات إدارية وتتطلب دراسة مستفيضة توجب على الشركة تقدير أين يجب الاستثمار ومتى، بالنتيجة فهي جزء من عملية استراتيجية واسعة، وعليه ينبغي تقييمها مالياً وادارياً (Yläinen,2017:14)، وان الإدارة الفاعلة للموارد المالية تعد أمراً ضرورياً لاستمرار الشركة ويجب أن تتماشى الطريقة التي تولد بها المؤسسات الإيرادات وتنفق بها الأموال مع الأهداف الاستراتيجية للشركة اذ يمكن أن يكون لخطأ في تقييم هذه العناصر تأثير سلبي كبير على قابلية الشركة للبقاء على المدى الطويل (Stultz,2016:1)،تعني الاستراتيجيات الاستثمارية

الإجراءات التي تؤدي الى تحقيق اهداف الاستثمار المطلوبة والموازنة بين ما يسمى بمثلث الاستثمار الامثل والمتمثل بتحقيق أقصى عائد وانخفاض المخاطر وأخيرا التأثير المتوقع على سيولة الشركة (Klepáčová,2014:16) ويمكن تمثيل مثلث الاستثمار بالشكل (2-2) المبين في أدناه



الشكل (2-4)

مثلث الاستثمار

المصدر: اعداد الباحث

ويرى الباحث ان الهدف الرئيس للاستثمار هو تحقيق أقصى عائد متوقع، الا أن ذلك له

محددتين رئيسيتين وهما:

1. المخاطر المحيطة بالقرار الاستثماري: إذ ان القرارات الاستثمارية مستقبلية وتنطوي

على عدم التأكد لذلك تكون هذه القرارات محاطة بالمخاطر

2. تأثير ذلك القرار الاستثماري في السيولة: وذلك لكون القرارات الاستثمارية تتطلب

مبالغ مالية كبيرة وهو ما يحتم على الشركة اختيار طريقة التمويل الملائم دون التأثير

على السيولة اللازم توفرها في الشركة

وكما هو معروف فان ارتفاع العائد المتوقع يرتبط بارتفاع المخاطر فكلما ارتفعت المخاطر ارتفع

العائد هذا من جانب اما من الجانب الثاني تأثير الاستثمار على سيولة الشركة والى أي مقدار،

وان الموازنة بين مثلث الاستثمار الأمثل أمر نسبي يختلف من شركة الى أخرى ومن إدارة الى

أخرى فإدارة الشركة المجازفة يمكن أن تميل الى تحقيق أقصى عائد مع ارتفاع نسبة المخاطر

والعكس صحيح مع الإدارات المتحفظة، وهذا أيضا ليس بالشيء المطلق لكل الظروف فالجواب

**العام للاستثمار والظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية يمكن ان تؤثر في قرارات الشركة الاستثمارية.**

ويمكن تحديد أنواع استراتيجيات الاستثمار كالاتي (Klepáčová,2014:16)،  
(Zdražil,2009:16-17):

- 1- استراتيجية تعظيم العائدات السنوية: يفضل المستثمر أعلى عائد سنوي ممكن ويعوض عن أي انخفاض في قيمة الاستثمار عن طريق نمو الأسعار مع عوائد سنوية أعلى، هذه الاستراتيجية مناسبة مع مستوى التضخم القليل
- 2- استراتيجية زيادة قيمة الاستثمار: في المشاريع الاستثمارية التي يتوقع لها أكبر زيادة ممكنة في قيمة الاستثمار الأصلي، وهذه الاستراتيجية مناسبة في حالة ارتفاع مستوى التضخم، إذ تنمو القيمة المستقبلية للموجودات بسرعة بسبب ارتفاع معدل التضخم.
- 3- استراتيجية زيادة قيمة الاستثمار المرتبط بأقصى عوائد سنوية: تجلب المشاريع المختارة زيادة في قيمة الاستثمار وزيادة في العوائد السنوية من حيث تعظيم القيمة السوقية، فهذه فرص استثمارية مثالية لكن من الناحية العملية فهذه الاستراتيجية شبه معدومة.
- 4- استراتيجية الاستثمار الجريء: يفضل الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية، مثل الاستثمارات في الخارج أو الاستثمار في منطقة سوق غير مستكشفة.
- 5- الاستراتيجية المتحفظة: تعتمد هذه الاستراتيجية على المضي قدماً وبحذر واختيار أقل عدد ممكن من الاستثمارات المتصفة بالمخاطر وبالنتيجة الحصول على عوائد أقل، ومن الأمثلة على هذه الاستثمارات استثمارات الأوراق المالية الحكومية أو الإنتاج أو حتى صناديق الاستثمار.
- 6- استراتيجية السيولة القصوى: في هذه الاستراتيجية يفضل الاستثمارات في المشاريع التي تحول إلى أموال في أسرع وقت ممكن وتكون ذات سيولة عالية (كالاستثمارات في الودائع قصيرة الأجل، والأوراق المالية، والاستثمارات الملموسة ذات فترات الاسترداد القصيرة، وما إلى ذلك). ومع ذلك، فإن هذه الاستثمارات تجلب عوائد أقل وهذه الاستراتيجية مناسبة لمشاكل تأمين السيولة في الشركة، وأيضاً في حالة التغيير الكبير في معدل التضخم في الاجل القصير.

## **2-2-4 كفاءة القرارات الاستثمارية Efficient Investment Decisions**

تسمح كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات بزيادة ثروة المساهمين على المدى الطويل، وذلك لأن الاستثمار في المشاريع المربحة يؤدي إلى عائدات إيجابية تدعم نمو الشركات على المدى الطويل (Hu, et al,2019:9) فهي تطبق كمؤشر لقياس أداء الشركة لكونها ترتبط بتحليل

القدرة التشغيلية المستقبلية للشركة (Dong, et al,2020:3)، وتعد كفاءة القرارات الاستثمارية مفهومًا مهمًا يشير إلى استخدام الموارد بشكل فاعل وهذا يعني ان الشركات تقوم بتنفيذ مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة وترفض تلك التي لديها صافي قيمة حالية سالبة (Ullah, et al,2020:3)

وتعد فرص الاستثمار المحرك الوحيد للقرارات الاستثمارية في الشركة والتي ينبغي ان تحقق صافي القيمة الحالية الموجبة، ومن المحتمل أن تحصل الشركات على تمويل لجميع مشاريعها ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وأن تستمر في الاستثمار، اما من الناحية العملية فقد تواجه الشركات بعض قيود التمويل التي تحد من قدرة المديرين على تنفيذ جميع المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الإيجابية، أن احتكاكات أسواق رأس المال قد تؤدي إلى الانحراف عن الاستثمار الأمثل للشركات والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الاستثمار أو نقص الاستثمار. (Benlemlih & Bitar,2018:649) فعندما تكون الشركات قادرة على الحصول على الديون ولديها تدفقات نقدية حرة عالية، قد تميل إلى الإفراط في الاستثمار عن طريق القيام باستثمارات ذات قيمة حالية صافية منخفضة أو سلبية (Chen, et al 2017:7) وفي هذا السياق ذكر (Verdi,2006:5) ان هنالك محددين رئيسيين لكفاءة القرارات الاستثمارية وهما:

1. حاجة الشركة لزيادة رأس المال لتمويل الفرص الاستثمارية، ففي السوق المثالي يجب تمويل جميع المشاريع ذات القيم الحالية الصافية الموجبة، الا أن الشركات تواجه قيودًا في التمويل تحد من قدرتها على تمويل المشاريع المحتملة وقد تواجهها قيودًا تمويلية تؤدي بالنتيجة الى فقدان المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة بسبب التكاليف الكبيرة لزيادة رأس المال مما يؤدي إلى نقص الاستثمار
2. فيما لو قررت الشركة زيادة رأس المال فليس هناك ما يضمن تنفيذ واختيار الاستثمارات الصحيحة، فقد تتمكن الشركة من اختيار الاستثمار بشكل غير فاعل عن طريق تحديد اختيارات سيئة أو استهلاك الامتيازات أو مصادرة الموارد الموجودة، كما وأن الاختيار السيئ للمشروع يقود الشركة إلى الإفراط في الاستثمار وقد تعاني الشركة من نقص الاستثمار

## 2-2-5 العوامل المؤثرة في كفاءة القرارات الاستثمارية:

### Factors Affecting The Efficiency Of Investment Decisions

هنالك العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر في اتخاذ القرارات الاستثمارية وبالنتيجة تنعكس في كفاءة هذه القرارات، ويمكن بيانها عن طريق الآتي:



1. جودة المعلومات المحاسبية: إذ تؤثر جودة المعلومات المحاسبية في القرارات الاستثمارية للشركات فالمعلومات المحاسبية عالية الجودة تمنع أو تكبح جماح الإدارة من بناء "إمبراطورية"، وتثبط الاستثمارات غير الحكيمة وتحسن قدرة المستثمرين على مراقبة كفاءة قرارات استثمار المديرين. (Zhai & Wang, 2016:4)، كما وان هنالك العديد من الدراسات اشارت الى ان جودة الأبلأغ المالي تفسر بشكل كبير كفاءة القرارات الاستثمارية (Yang, et al, 2020:1)، فضلا عن كون الشركات التي تتمتع بمعلومات مالية عالية الجودة تتحرف بدرجة قليلة عن مستويات الاستثمار المثلى (Samet & Jarboui, 2017:6)، وفي ذات السياق فان الارتباط بين الأبلأغ المالي وكفاءة الاستثمار ناتج عن كونه يقلل من عدم تناسق المعلومات وأن التقارير ذات مستويات الجودة الأعلى يمكن أن تؤدي إلى جذب أكبر لرأس المال وبالنتيجة إلى حجم أكبر من الموارد لغرض استثمارها. (Linhares, et al, 2018:296)، (Kim & Kwon, 2015:1388)، (li, et al, 2018:6)
2. التحفظ المحاسبي: هنالك علاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار إذ ان للتحفظ المحاسبي له تأثير كبير في تقييد الاستثمار (Yasir, 2018:45)، وفي هذا الصدد فقد بين كل من (Gomariz & Ballesta, 2013:11) و (Iaux & Ray, 2020:2) الى أن التحفظ المحاسبي يقلل من حافز المدير نحو الإفراط في الاستثمار ويقلل من إمكانية الاستثمار في مشاريع فاشلة فضلا عن الحيلولة دون ترجمة استثمارات محفوفة بالمخاطر الى مشاريع ذات أرباح مؤاتيه فهو يقلل من استعداد المدير لتحمل المخاطر، وبالنسبة لتأثير التحفظ المحاسبي على فرط الاستثمار او قلة الاستثمار بين (Iara, et al, 2016:3) ان التحفظ يؤثر في الربحية المستقبلية ففي الشركات المعرضة للإفراط في الاستثمار (أي في الشركات ذات القدرة الاستثمارية العالية) ، يؤدي التحفظ إلى اختيار أفضل للمشروع والتخلي المبكر عن المشاريع الخاسرة مما يؤدي إلى زيادة العائد المستقبلي على الموجودات، وبخلافه قد لا يكون هذا صحيحاً دائماً في الشركات المعرضة لقلة الاستثمار (أي تلك ذات القدرة الاستثمارية المنخفضة) بالنسبة لهذه الشركات يعمل التحفظ على تسهيل الوصول إلى تمويل إضافي لا سيما للمشاريع منخفضة المخاطر والأقل تقلباً والتي لا تولد بالضرورة معدل عائد أعلى من المشاريع الحالية.
3. المسؤولية الاجتماعية للشركات: ان للمسؤولية الاجتماعية للشركات أهمية كبيرة في تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية وتساعد على تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، فضلا عن ذلك فهي تلعب دوراً بارزاً في قرارات الاستثمار الاستراتيجي، إذ يكون الاستثمار أكثر كفاءة في الشركات ذات الاهتمام الكبير بالمسؤولية الاجتماعية، من جانب آخر فالشركات الصديقة للبيئة قد تحصل على القروض المصرفية افضل من غيرها من الشركات وبالنتيجة ستتمكن من

الوصول الى التمويل المناسب وستتخفف مخاطر التخلف عن السداد بسبب طول مدة التسديد وهذا كله يؤدي الى زيادة الاستثمار (Samet & Jarboui,2017:5)، الا أن ( Bhandari & Javakhadze,2017:357) يرى بان تخصيص موارد الشركة نحو المسؤولية الاجتماعية يستهلك موارد الشركة التي يمكن ان تستخدم في الاستثمارات بالنتيجة ستتحقق انجازات اجتماعية على حساب الاستثمارات، فالمدراء المنخرطون في المسؤولية الاجتماعية سيفقدون التركيز في مسؤولياتهم الإدارية الرئيسة، هذا من جانب ومن جانب اخر فقد تتخلى الشركة عن استثمارات ذات قيمة عالية صافية ايجابية لكونها لا ترضي جميع أصحاب المصلحة ولا تتناسب مع معايير المسؤولية الاجتماعية للشركات، وفي ذات الصدد يرى (Chen, et al,2018:14) أن المسؤولية الاجتماعية إذا استخدمت لإخفاء الأعمال الخاطئة فان ذلك سيرتبط بشكل سلبي مع كفاءة الاستثمار.

4. ملكية الشركة: تتمتع الشركات الخاصة والعامة بمستويات مختلفة من عدم تناسق المعلومات لأن الشركات الخاصة تدار عن كثب من المساهمين ولدى كبار مستثمريهم إمكانية الوصول إلى المعلومات الداخلية للشركات، وعليه فان كفاءة الاستثمار للشركات الخاصة أعلى من كفاءة الشركات العامة لأن مشكلة الوكالة الناجمة عن عدم تناسق المعلومات في الشركات الخاصة أقل من الشركات العامة (Kim & Kwon,2015:1398). فضلا عن كون هدف الشركات المملوكة للدولة هو تحقيق الأهداف الاجتماعية والسياسية كالتوظيف والنمو الاقتصادي لذلك فإن السياسة الحكومية المفضلة قد تؤدي إلى تشويه كفاءة الاستثمار وتؤدي إلى سوء توزيع الموارد (Wang,2018:109).

5. التنمية المالية: تلعب المصارف وأسواق راس المال والقوانين واللوائح المصرفية دوراً رئيسياً في كفاءة الاستثمار، فهي تساعد على توجيه راس المال من الموردين الى المستثمرين بشكل أكبر سلاسة بتخفيف قيود التمويل التي تواجهها الشركات، كما وتعالج التنمية المالية عدم تناسق المعلومات بين موردي الأموال والباحثين عن الأموال وبالنتيجة تقليل قيود التمويل (Naeem & li,2019:54).

6. معايير الإبلاغ المالي الدولية (IFRS): ان اعتماد معايير الإبلاغ المالي الدولية يحسن من كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات وخصوصا في البلدان ذات القوانين التي تتضمن حماية ضعيفة للمستثمرين، وأن اعتماد معايير الإبلاغ المالي الدولية يوازن بين نقص الاستثمار أو فرط الاستثمار (Linhares, et al,2018:296)، وعليه فان الاعتماد الإلزامي للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية طورت لتلبية احتياجات المستثمرين من المعلومات في سياق الحد من عدم تناسق المعلومات بين المديرين والمستثمرين، وعليه فان التطبيق الإلزامي

للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يعمل على تحسين في بيئة معلومات الشركة ويحسن من كفاءة الاستثمارات.

(Mazboudi & Hasan,2018:10)

7. جودة الأرباح: هنالك علاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة القرارات الاستثمارية إذ ان الشركات ذات المستوى العالي من إدارة الأرباح تنحرف عن المستوى المتوقع للاستثمار ( Linhares et al,2018:306)، كما وان إدارة الأرباح تؤدي الى حدوث مشكلة الإفراط في الاستثمار لأنها تشوه المعلومات المستخدمة من الإدارة (Elaoud & Jarbouib,2017:618).

8. الإفصاح عن المخاطر: أشار (li et al ,2019:7) الى ان الإفصاح عن المخاطر في الشركة يعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية عن طريق الآتي:

أ. يشير الإفصاح عن المخاطر الى ثقة المديرين في إدارة هذه المخاطر مما يعزز فهم المستثمرين للشركة ويقلل من انتهازية الإدارة في الاستثمار بتعزيز الإشراف على سلوك الاستثمار.  
ب. ويعكس المزيد من الإفصاح عن المخاطر موقف الإدارة الحصيف، فعند النظر في بيئة المخاطر العالية وعدم التأكد فإن المديرين يفضلون المشروع المتفوق عن الأقل تفوقاً ويشجعون على اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل الذي يخفف بشكل فاعل مشكلة الوكالة بين المساهمين المسيطرين وحملة الأسهم من الأقلية.

ج. الإفصاح عن المخاطر مفيد للمستثمرين لإدراك التقلبات المستقبلية في الأرباح، لذلك يمكن أن تقلل التعويضات المطلوبة عن المخاطر وتؤدي إلى تسعير أكثر دقة

ويرى الباحث أن تأثير هذه العوامل في كفاءة القرارات الاستثمارية امر نسبي يختلف باختلاف طبيعة نشاط الشركة والبلد الذي تعمل فيه، وتكون تبعاً للظروف والمناخ العام الذي تعمل فيه الشركة فضلا عن ثقافة ووعي المتعاملين مع الشركة فذلك له الدور الكبير في تحديد أي من هذه العوامل يلعب الدور الأبرز والأكثر تأثيراً من غيره في كفاءة القرارات الاستثمارية.

## 2-2-6 خصائص القرارات الاستثمارية

### Characteristics of investment decisions

يواجه المدراء المشاكل والفرص باستمرار فبعض المواقف تتطلب قراراً بسيطاً والبعض الاخر تتطلب قرارات معقدة لذلك قد يلجا المدراء الى المماثلة في اتخاذ القرارات الحاسمة لكون هذه القرارات تنطوي على مخاطر عالية، فقد يكون الفشل فيها ضار لمركز المدير، وعليه فان القرارات الاستثمارية تتسم بالصعوبة البالغة وذلك للأسباب الآتية: ( Bateman, et al, 2019:74-77).

1- الافتقار إلى الهيكل: الافتقار إلى الهيكل هو الوضع المعتاد في اتخاذ القرارات الإدارية، وعلى الرغم من أن بعض القرارات روتينية وواضحة إلا أنه لا يوجد إجراء تلقائي يتبع في جميع القرارات، فالمشاكل جديدة وغير منظمة مما يترك صانع القرار غير متأكد من كيفية الشروع بالقرار.

2- مستوى التأكد: يمكن العمل في ظل حالة من عدم التأكد والتنبؤ بدقة بنتائج الأعمال إذا كانت جميع المعلومات متوفرة ومتاحة، وهو ما يسمى بحالة التأكد التام إلا أن ذلك نادر الحدوث، فبالنسبة للقرارات الاستثمارية فان عدم التأكد هو القاعدة السائدة فيها، وتعني أن عدم توفر المعلومات الكافية للتنبؤ بكل العواقب المحتملة، وبصورة عامة فان جميع رجال الأعمال لا يحبون عدم التأكد لكونه يمنعهم من اتخاذ الاجراء اللازم

3- المخاطر: تشير المخاطر الى تقدير احتمالية حدوث عواقب مختلفة ولكن لازال عدم التأكد من معرفة ما سيحدث قائماً، ففي هذه الحالة إذا كان القرار خاطئاً فقد يؤدي الى الخسارة، وفي الحقيقة فان جميع متخذي القرار يفضلون إدارة المخاطر فهم يقبلون حقيقة ان القرارات لها عواقب تنطوي على المخاطر فهم يعملون ما في وسعهم لتوقع تلك المخاطر والسيطرة عليها وتخفيضها.

4- الصراع: يعني معارضة الضغوط من مختلف المصادر والتي تحدث على مستوى الصراع النفسي أو الصراع بين الأفراد أو الجماعات، ان القرارات المهمة تكون أكثر صعوبة بسبب الصراعات التي يواجهها المدراء، فالصراع يحدث عندما يتعين على المدير معارضة الضغوط من مصادر مختلفة وعلى مستويين:

أ. المستوى الأول: عندما يواجه المدراء صراعا نفسيا ناتج عن العديد من الخيارات الجذابة أو عند عدم وجود أي من الخيارات الجذابة.

ب. المستوى الثاني: وينشأ هذا الصراع بين الأشخاص، كالصراعات بين ما يريده المساهمون وما يريده المدراء والصراع بين قسم التسويق وقسم الإنتاج.

## 2-2-7 طرائق تقييم القرارات الاستثمارية

### Methods For Evaluation Investment Decisions

هنالك عدة طرائق يمكن اتباعها من الشركة لتحليل وتقييم المشاريع الاستثمارية للوصول الى القرار اللازم بالقبول أو الرفض وهي:

1- فترة الاسترداد: وتعني المدة التي يستغرقها استرداد المبالغ المستثمرة، وتقاس فترة الاسترداد سرعة استرداد المبالغ التي يتوقعها المدراء من التدفقات النقدية التي تولدها الاستثمارات، فكلما كانت فترة الاسترداد أقصر زادت جاذبية القرار الاستثماري لكون

استرداد المبالغ سيكون اسرع وبالنتيجة ستخفض المخاطر ( Braun & Tietz,2015:720) ويتخذ القرار بقبول المشروع الاستثماري اذا كانت فترة استرداده أقل من فترة الاسترداد المقبولة، ويرفض المشروع اذا كانت فترة استرداده اكبر من فترة الاسترداد المقبولة، وتحدد فترة الاسترداد المقبولة من الإدارة ( Gitman & Zutter,2015:372)

2- معدل العائد المحاسبي: تنطلق هذه الطريقة من كون الشركات تعمل لتحقيق الأرباح لذلك تقيس هذه الطريقة ربحية الاستثمار عن طريق تركيزها على الدخل التشغيلي للشركة وليس صافي التدفق النقدي الذي يولده الاستثمار، وتقيس هذه الطريقة متوسط العائد السنوي طوال عمر المشروع الاستثماري بالكامل، لذلك يطلق عليها في بعض الأحيان متوسط معدل العائد أو معدل العائد السنوي (Nobles, et al,2018:1434)، ويقبل أو يرفض المشروع الاستثماري عن طريق معدل العائد المحاسبي، فاذا كان معدل العائد المحاسبي يساوي أو يتجاوز معدل العائد المطلوب يتخذ القرار بقبول المشروع الاستثماري، اما اذا كان معدل العائد المحاسبي أقل من معدل العائد المطلوب فيتخذ القرار برفض المشروع الاستثماري (Nobles, et al,2018:1436).

3- صافي القيمة الحالية تمثل الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة للمشروع الاستثماري، فاذا عدت التدفقات النقدية الخارجة كأرقام سالبة والتدفقات النقدية الداخلة كأرقام موجبة يقبل المشروع الاستثماري اذا كانت صافي القيمة الحالية موجبة أي أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة (Blocher, et al,2019:476)، توفر هذه الطريقة بشكل تلقائي معلومات عن عائد الاستثمار الأصلي، فعندما تكون صافي القيمة الحالية موجبة فان الشركة ستستعيد كلفة الاستثمار فضلاً عن التدفقات النقدية الإضافية الكافية التي ستعوض الشركة عن الأموال المخصصة للاستثمار (Brewer, et al,2019:572).

4- معدل العائد الداخلي: يعرف معدل العائد الداخلي على أنه معدل الفائدة الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة للمشروع مساوية للقيمة الحالية لكلفة المشروع الخارجة، بعبارة أخرى فإن معدل الفائدة هو الذي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع صفر، فإذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من المعدل المطلوب يقبل المشروع، أما إذا كان معدل العائد الداخلي أقل من معدل العائد المطلوب يرفض المشروع، وإذا كان معدل العائد الداخلي مساوياً لمعدل العائد المطلوب، فإن الشركة مخيرة بين قبول أو رفض المشروع الاستثماري بناءً على ظروف المشروع والبيئة المحيطة (Mowen, et al,2014:633).

ويرى (Hilton & Platt,2020:715) ان طريقة صافي القيمة الحالية تتميز على طريقة معدل العائد الداخلي بميزتين وهما:

أ. السهولة في تحليل النتائج خصوصا عندما تكون التدفقات النقدية غير متساوية، ففي هذه الحالة تتطلب جهد كبير واستخدام التجربة والخطأ عند استخدام طريقة معدل العائد الداخلي

ب. ان طريقة صافي القيمة الحالية تمكن المحلل من التكيف مع اعتبارات المخاطر، ففي بعض الاستثمارات كلما كانت التدفقات النقدية المستقبلية متوقعة فان ذلك سيؤدي الى انخفاض ثقة المحلل بها وبالنتيجة فان هذه الطريقة تمكن من تعديل تحليل صافي القيمة الحالية استجابة لعوامل الخطر باستخدام معدل خصم للتدفقات النقدية اللاحقة اعلى من معدل خصم التدفقات النقدية السابقة، وهذا لا يمكن في طريقة معدل العائد الداخلي لكونه يستند على معدل خصم واحد وهو معدل الخصم الداخلي للمشروع.

ويخلص الجدول (1-2) نقاط التركيز والقوة والضعف للطرائق الأربع التي تم ذكرها

#### جدول (1-2)

نقاط التركيز والقوة والضعف لطرائق تقييم المشاريع الاستثمارية

معدل العائد الداخلي	صافي القيمة الحالي	معدل العائد المحاسبي	فترة الاسترداد	
معدل العائد، على أساس التدفقات النقدية المخصومة للاستثمار	الفرق بين صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية والقيمة الأولية للاستثمار	كيف سيؤثر الاستثمار على الدخل التشغيلي	الوقت المستغرق لاسترداد القيمة الأولية للاستثمار	التركيز
1. تتضمن القيمة الزمنية للنقود 2. وتأخذ بنظر الاعتبار التدفقات النقدية الصافية للاستثمار على مدى حياته بالكامل 3. تحسب معدل العائد الفريد للمشروع	1. تتضمن هذه الطريقة القيمة الزمنية للنقود 2. تأخذ بنظر الاعتبار صافي التدفقات النقدية للاستثمارات على مدى حياتها كلها 3. تبين ما إذا كان الاستثمار سيحصل على الحد الأدنى من	1. الطريقة الوحيدة التي تستخدم أرقام المحاسبة المبنية على أساس الاستحقاق 2. تقيس ربحية الاستثمار على مدار حياته	1. سهولة الحساب 2. تسلط الضوء على مخاطر الاستثمارات ذات فترات الاسترداد الطويلة	نقاط القوة

4. لا توجد خطوات إضافية لازمة لقرارات تقنين رأس المال	معدل العائد المطلوب للشركة			
1. يصعب حسابها بدقة بدون استخدام آلة حاسبة متخصصة للأعمال أو برامج كمبيوتر	1. يجب حساب مؤشر الربحية لقرارات تقنين رأس المال عندما تكون الاستثمارات الأولية مختلفة	1. تتجاهل القيمة الزمنية للنقود	1. تتجاهل القيمة الزمنية للنقود 2. تتجاهل أي تدفقات نقدية تحدث بعد فترة الاسترداد بما في ذلك قيمة الانقاص	<b>نقاط الضعف</b>

**Source:** Nobles, Tracie Miller. Mattison, Brenda & Matsumura Ella Mae, (2018), Financial & Managerial Accounting, sixth edition, .p:1452

فضلاً عن الطرائق السابقة فإن هنالك طريقة أخرى وهي طريقة فترة الاسترداد المخصومة (Discounted payback) وتحسب هذه الطريقة مقدار الوقت اللازم للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة المخصومة لاسترداد صافي الاستثمار الأولي في المشروع (Dyson,2007:424)، تأخذ هذه الطريقة القيمة الزمنية للنقود لذلك فإنها تتلافى عيوب فترة الاسترداد عن طريق الأخذ بنظر الاعتبار القيمة الزمنية للنقود للتدفقات النقدية الداخلة.

## 2-2-8 مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية

### The stages of investment decision-making

ان القرارات الاستثمارية من القرارات الهامة وذات البعد الاستراتيجي والتي تلقي بآثارها على الشركة ضمن المدى الطويل، لذلك فان اتخاذ القرارات الاستثمارية لا يكون بشكل مفاجئ، وإنما يكون بمراحل منهجية ومدروسة للحيلولة دون اتخاذ قرار استثماري بشكل غير مدروس يلقي بظلاله على نتائج قد تكون كارثية على الشركة، وهناك عدة مراحل يمر بها القرار الاستثماري لاتخاذها ويذكرها (Horngren, et al,2015:826-827) و (Whitecotton, et al,2020:305-306) هي:

- 1- تحديد المشروع (Identify Projects): في هذه المرحلة تحدد المشاريع التي تتفق مع استراتيجية الشركة، وتعد هذه المرحلة من مسؤولية كبار المدراء التنفيذيين للشركة.
- 2- جمع المعلومات (Obtain Information): في هذه المرحلة جمع المعلومات المطلوبة عن المشروعات الاستثمارية المقترحة للوصول الى التقديرات اللازمة بشأن التكاليف والإيرادات ذات العلاقة والتي تتخذ في ضوءها أفضل قرارات الاستثمار.

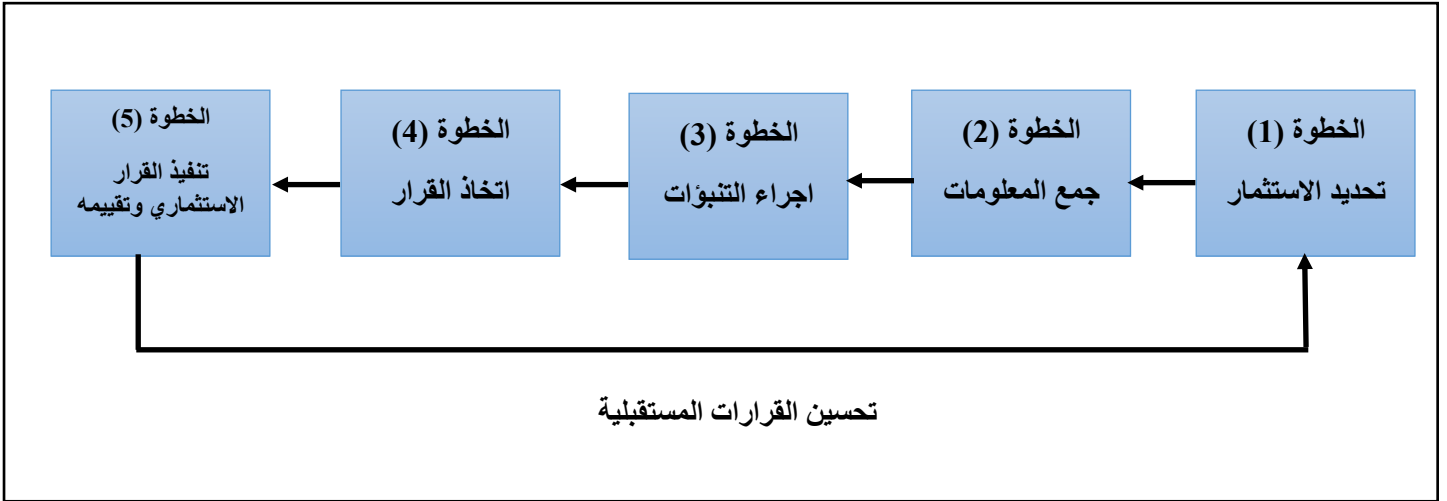
3- اجراء التنبؤات (Make Predictions): تقدر جميع التوقعات للتدفقات النقدية المحتملة للمشروع الاستثماري، ويتطلب هذا المشروع قيام الشركة بنفقات أولية كبيرة من رأس المال والتي يتم استردادها بمرور الوقت عن طريق التدفقات النقدية السنوية فضلاً عن قيمة الأنقاض وتحاول الشركات التأكد من أن التقديرات الخاصة بالسنوات اللاحقة واقعية لكي يكون القرار الاستثماري صائب.

4- اتخاذ القرارات عن طريق اختيار البديل المناسب من بين البدائل الاستثمارية المقترحة (Make Decisions by Choosing Among Alternatives): يحدد الاستثمار الذي يحقق أكبر فائدة وأقل كلفة للشركة عن طريق استخدام المعلومات الكمية التي جمعت في المرحلة السابقة عن طريق اعداد الموازنة الرأس مالية لتحديد المشروع الاستثماري الأفضل للشركة من بين بقية البدائل.

5- تنفيذ القرار الاستثماري وتقييمه (Implementation and evaluation of the investment decision): يمكن تقسيم هذه المرحلة الى:

- أ- الحصول على التمويل اللازم عن طريق مصادر التمويل الداخلية والخارجية
- ب- تتبع التدفقات النقدية المحققة ومقارنتها بالأرقام المقدرة ومراجعة الخطط إذا استوجب الامر

ويمكن تمثيل خطوات اتخاذ القرارات الاستثمارية بالشكل الاتي:



شكل (2-5)

خطوات اتخاذ القرارات الاستثمارية

**Source:** Whitecotton, Stacey, Robert Libby, & Fred Phillips, (2020)

Managerial accounting. Fourth Edition, p:306.



من خلال الشكل (2-5) أعلاه يمكن ان نلاحظ ان التغذية العكسية لخطوات اتخاذ القرارات الاستثمارية تمكن الإدارة من اتخاذ إجراءات تصحيحية للقرارات المستقبلية عن طريق دراسة وتحليل القرارات الحالية والسابقة وبالنتيجة سيؤدي الى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية المستقبلية عن طريق التعرف على كل المعوقات التي قد تكون تؤثر في القرارات الحالية، فضلاً عن الجوانب التي لم تؤخذ بنظر الاعتبار عند تحليل ودراسة القرارات الاستثمارية السابقة. وتأسيساً على ما تقدم فهذه الخطوات وان اختلفت مسميات بعض مراحلها بين باحث واخر الا انها ضرورية جداً وتتطلب دراسة مستفيضة ومشاركة وتعاون بين اقسام الشركة والعاملين للاستفادة من الآراء التي قد تصب في اتخاذ القرار المناسب لخدمة مصلحة الشركة، كما وان المعلومات التي يجب جمعها وتحليلها ينبغي ألا تقصر على الجوانب المالية وتتضمن ارقاماً فقط، بل ينبغي أن تذهب الى أبعد من ذلك كالجوانب السلوكية وغيرها من الأمور الهامة.

## 2-2-9 طرق تمويل المشاريع الاستثمارية

### Methods of financing investment projects

ان مسألة التمويل تعد من أهم محددات الاستثمار، إذ إن المدراء سيلجؤون الى الافراط في الاستثمار عند توفر الأموال الكافية داخلياً، ويقللون من الاستثمار عند الحاجة الى تمويل خارجي (Huang,2020:8) ويعد تمويل المشاريع الاستثمارية مصدر اهتمام رئيس للشركات، إذ ان الشركات تحصل على تمويل لجميع مشاريعها ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، فقد تواجه الشركات مشاكل تؤدي الى التخلي عن المشاريع الاستثمارية المربحة بسبب عدم توفر التمويل اللازم (Chen, et al,2011:260)، لذلك قد تلجأ الشركات الى الحصول على التمويل اللازم لمعالجة نقص الاستثمار في المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الايجابية بشرط ان لا يتم تجاوز مبلغ الفائض النقدي من قبل الفائدة المدفوعة (Gomariz & Ballesta,2013:2)، أن قضية وجود التمويل من عدمه مهمة في اتخاذ القرارات الخاصة بالمشاريع الاستثمارية اذ بين (Garrison, et al,2012:580) ان معظم الشركات لديها العديد من المشاريع المحتملة أكثر بكثير مما يمكن تمويله بالفعل، لذلك على المديرين الاختيار بين تلك المشاريع بعناية واختيار تلك التي تعد بأكثر عائد في المستقبل.

وعليه فان الشركات تلجأ الى تمويل مشاريعها الاستثمارية من مصادر تمويل متعددة والتي يمكن توضيحها كالآتي (Dyson,2007:435-438)

1. مصادر التمويل قصيرة الاجل Short-term finance: تمول عن طريق مصادر التمويل

الآتية:

أ. الائتمان التجاري (Trade credit): يعد شكل من أشكال التمويل الشائعة في جميع الشركات، إذ تقوم الشركة بشراء السلع والخدمات من الموردين ويتم الموافقة على دفع ثمنها بعد أيام أو أسابيع من تسليمها، وتأخير سداد الدائنين تصبح الاحتياجات النقدية الفورية للشركة أقل توتراً وقد تكون قادرة على تمويل المشروعات التي لا يمكن تأجيل دفع مبلغها، ومن الواضح أنها طريقة مؤقتة فقط لتمويل المشاريع (خاصة طويلة الأجل). كما أن الشركة معرض بشدة للضغط من دائنيها.

ب. السحب على المكشوف (Bank overdraft): وهو شكل من أشكال القرض حيث يُسمح لزبون البنك بسحب أموال من البنك أكثر مما تم إيداعه، قد يطالب البنك برهن أي من موجودات الشركة إذا لم تتمكن الشركة من سداد السحب على المكشوف، وفي العادة يكون هناك حد أعلى للسحب على المكشوف، تتمثل المزايا الرئيسية للسحب على المكشوف في أنه مرن ويتم احتساب الفائدة عادة فقط على الرصيد المستحق على أساس يومي.

ج. الورقة التجارية (Commercial paper): وهو شكل من أشكال الاقتراض قصير الأجل تستخدمه الشركات الكبيرة المدرجة في الأسواق المالية، وهي وثيقة لحاملها أي شخص تدفع له الوثيقة دون تسمية ذلك الشخص.

2. مصادر التمويل متوسطة الأجل: ويتم الحصول على التمويل اللازم من مصادر التمويل متوسطة الأجل من الآتي:

أ. القروض المصرفية (Bank loan): قد تكون البنوك مستعدة لإقراض مبلغ ثابت للزبون على مدة تتراوح بين متوسطة إلى طويلة الأجل. قد يتم تأمين القرض على موجودات الشركة وقد تكون رسوم الفائدة متغيرة، والقروض المصرفية هي شكل شائع من أشكال التمويل ولكن القيود المفروضة غالباً على المقترض قد تكون شديدة الصعوبة.

ب. بيع الائتمان (Credit sale): هذا شكل من أشكال الاقتراض يوافق فيه البائع على دفع ثمن السلع والخدمات على أساس أقساط على طول المدة الزمنية المتفق عليها، وبمجرد توقيع الاتفاقية تنتقل الملكية القانونية للبضائع إلى المشتري ولا يمكن للبائع استردادها.

ج. التأجير (Leasing): وهو شكل من أشكال الإيجار ولكن يظل الموجود الثابت (مثل السيارة أو المطبعة) في ملكية المؤجر قانوناً، في حالة بعض عقود الإيجار قد لا يتم

إرجاع الموجود بشكل فعلي، في الواقع يصبح المستأجر المالك الفعلي ويمكن أن يكون التأجير مكلفاً، ومع ذلك فقد يكون ذلك وسيلة اقتصادية معقولة لتمويل المشاريع  
3. مصادر التمويل طويلة الاجل: وتشمل الآتي:

أ. السندات (Debentures): تعد قروض رسمية طويلة الأجل تُمنح للشركة قد تكون لفترة معينة أو مفتوحة معادة ما يتم تأمين السندات على كل أو بعض من موجودات الشركة، ويمكن أن تكون طريقة اقتصادية لتمويل مشاريع محددة.

ب. اصدار الأسهم (Shares): يمكن تمويل التوسع الحاصل في الشركة عن طريق زيادة عدد الأسهم العادية المتاحة وطرحها إما في السوق المالي أو للمساهمين الحاليين، وتؤدي الزيادة في رأس المال العادي للشركة إلى إضعاف حيازة المساهمين الحاليين ويتوقع جميع المساهمين تلقي مبالغ متزايدة من أرباح الأسهم، وبدلاً من ذلك يمكن عرض أسهم تفضيلية جديدة أو إضافية إذ سيكون لحملة الأسهم الممتازة حقاً تلقائياً في نسبة مئوية معينة من الأرباح، وبالنتيجة فإن إصدار الأسهم الممتازة يحد من مقدار الأرباح المتاحة للمساهمين العاديين.

## 2-2-10 عدم كفاءة القرارات الاستثمارية

### Inefficiency of investment decisions

عندما ترفض شركة فرصة استثمارية من شأنها أن يكون لها صافي قيمة حالية موجبة، يعرف ذلك على أنه عجز الاستثمار، على العكس من ذلك، يتكون الاستثمار المفرط من الاستثمار في مشاريع ذات قيمة حالية صافية سالبة (Linhares, et al,2018:296)، (Rad, et al,2016:132) وتستثمر الشركات لتتساوى الفائدة الحدية لرأس المال المستثمر مع الكلفة الحدية، مع مراعاة تكاليف إعادة هيكلة رأس المال الجديد، يحصل المدراء على تمويل المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة بسعر الفائدة السائد، ويعيدون النقد الزائد للمستثمرين. لكن مع ذلك يمكن أيضاً للشركات الخروج عن هذا المستوى الأمثل، إما: بزيادة أو نقص الاستثمار. فقد يحدد البحث المسبق عيين أساسيين هما: (Biddle, et al,2009:6-8)

1. الخطر الأخلاقي: إذ يميل المديرون الذين يقومون بتعظيم رفاهيتهم الشخصية إلى القيام باستثمارات لا تصب في مصلحة المساهمين وتستخدم نماذج المخاطر الأخلاقية للإشارة إلى أن المدراء سوف يستثمرون في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة عندما يكون هناك اختلاف في حوافز المدراء، ويمكن أن تؤدي المخاطر الأخلاقية إلى الاستثمار المفرط أو عجز الاستثمار على وفق توافر رأس المال، من ناحية أخرى، فإن الاتجاه الطبيعي للإفراط في الاستثمار سيؤدي إلى زيادة الاستثمار في وقت لاحق إذا كان لدى الشركات موارد للاستثمار.

فقد يتحفز المديرين لاستهلاك الامتيازات ولتنمية شركاتهم بما يتجاوز الحجم الأمثل، كما وأنه من المرجح أن يدرك موردو رأس المال هذه المشكلة وأن يقوموا بترشيد رأس المال مسبقاً، مما قد يؤدي إلى نقص الاستثمار في وقت لاحق، تشير نماذج الاختيار المعاكس إلى أنه إذا كان المديرين على دراية أفضل من المستثمرين بآفاق الشركة، فإنهم سيحاولون تحديد وقت إصدارات رأس المال لبيع الأوراق المالية ذات الأسعار المرتفعة إذا نجحوا، فقد يفرطون في استثمار هذه العائدات.

2. الاختيار العكسي الناجم عن وجود عدم تناسق في المعلومات بين المديرين والموردين الخارجيين لرأس المال، والذي يمكن أن يؤثر على كفاءة استثمار رأس المال. وغالباً ما تواجه الشركات استثمارات غير كافية، أو مخاطر الاستثمار المفرط، مما قد يؤثر في كفاءة استثمارها، لكن العوامل الأكثر شيوعاً والأكثر أهمية هي العوامل التي تؤثر في كفاءة استثمار الشركة والتي قد تأتي من عدم تناسق المعلومات ومشكلة الوكالة. كما وأن التقارير المالية والإفصاح المالي لديهما القدرة على التخفيف من مشاكل نقص الاستثمار والإفراط في الاستثمار، وبالنتيجة زيادة كفاءة الاستثمار الإجمالية، وهناك العديد من الآليات التي يمكن من خلالها أن يلعب الأبلاغ المالي مثل هذا الدور ويمكن أن تقلل المعلومات المحاسبية عالية الجودة من عدم تناسق المعلومات بين المستثمرين وتحسن من سيولة سوق رأس المال. وبالنتيجة يمكن أن تقلل من تكلفة التمويل بسبب الاختيار المعاكس، وكذلك تسهل تمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل وذات العائد المرتفع، لذلك فإن المعلومات المحاسبية عالية الجودة ستقلل من تكاليف التمويل الناتجة عن الاختيار السلبي للمساهمين وبالنتيجة تزيد بشكل مباشر من كفاءة الاستثمار، وتساعد المعلومات المحاسبية وبشكل كبير في التخفيف من مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين، إذ يمكن للمعلومات المحاسبية أن تساعد في لعب دور الإشراف على سوق الأوراق المالية وبالنتيجة المساهمة في تقليل مشاكل الوكالة بين المساهمين والمديرين وزيادة القدرات الإشرافية للمساهمين وتحسين اختيارهم للمشاريع وتقليل تكاليف التمويل وبالنتيجة زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية. (Li & wang,2010:199)

ويرى (Ullah, et al,2020:3) إلى أن عدم كفاءة القرارات الاستثمارية والذي ينتج عنه نقص الاستثمار أو الاستثمار المفرط هو نتيجة لعلاقات الوكالة وعدم تناسق المعلومات بين المدير والوكيل، إذ يرجع الاستثمار المفرط إلى مشاكل الوكالة لأن المديرين ليسوا أصحاب الشركات ولديهم سلطة تقديرية بشأن استخدام الأموال، بينما يرجع نقص الاستثمار إلى المعلومات غير المتماثلة حيث يكون لدى المديرين معلومات أفضل وأكثر من أصحاب المصلحة الخارجيين وهو ما يجعل المعلومات غير متماثلة ومن الصعب على الأطراف الخارجية تحديد خيار الاستثمار

وتقييمه بشكل صحيح، وقد أشار (Elberry & Hussainey,2020:310) الى أن جودة الأبلاغ المالي تخفف من عدم كفاءة الاستثمار عن طريق الحد من عدم تناسق المعلومات وقد يكون عدم الارتباط بسبب توقعات المديرين غير المؤكدة فيما يتعلق بربحية المشاريع. وبالنتيجة فإن الحد من عدم تناسق المعلومات في هذه الحالة يصبح أقل فاعلية.

وعلى عكس وجهة نظر القائلة بعدم تناسق المعلومات التي تشير إلى أن المديرين يتصرفون لمصلحة المساهمين فإن وجهة نظر الوكالة تجادل بأن المديرين مهتمون بأنفسهم فإنهم يميلون إلى تحقيق أقصى قدر من الرفاهية عن طريق اختيار فرص الاستثمار التي لا تكون في مصلحة المساهمين بشكل منهجي ومن المرجح أن تزيد مشاكل الوكالة من عدم كفاءة الاستثمار بسبب سوء اختيار المشروع.

من ناحية أخرى، يتوقع المستثمرون مصادرة الموارد المحتملة مما قد يزيد من تكلفة جمع الأموال، فضلا عن كون بناء الإمبراطورية يدفع المديرين الذين لديهم تدفق نقدي حر إلى الاستثمار المفرط. هذا صحيح بشكل خاص عندما لا يتم مراقبة المديرين من المساهمين. ( Benlemlih & Bitar,2018:649)

وعليه يمكن تحديد العوامل التي تؤدي الى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية بالآتي:

1. تعارض المصالح.
2. الاستثمار المفرط.
3. عجز الاستثمار.
4. مشاكل الوكالة.

مما تقدم قد يثار الى الأذهان تساؤل حول ايهما اشد وطئه على الشركة او اقل وطئه على الشركة هل الافراط في الاستثمار أو نقص الاستثمار، فنقص الاستثمار يفوت على الشركة تحقيق العديد من المكاسب التي يمكن ان تجنيها جراء اتخاذ قرارات استثمارية جيدة، اما الافراط في الاستثمار فانه يمكن ان يؤدي الى انخفاض موارد الشركة لكون هذه الاستثمارات تحقق صافي قيمة حالية سالبة، فضلا عن تقييد مصادر التمويل الموجودة في الشركة وذلك لاستخدامها في هكذا قرارات، وعليه يرى الباحث ان الافراط في الاستثمار تكون له عواقب اشد وطئه من نقص الاستثمار.

## 2-2-11 الفرق بين القرار التشغيلي والقرار الاستثماري

### The difference between an operating decision and an investment decision

تتميز القرارات الاستثمارية عن القرارات التشغيلية بكونها قرارات تترتب عليها أعباء ثابتة وبالنتيجة لا يمكن الرجوع عنها أو تعديلها إذا كانت القرارات المتخذة غير رشيدة (حسين

1. الفترة الزمنية: تأثيرات القرار التشغيلي تكون سنة فما دون، أما القرار الاستثماري فتأثيراته لعدة سنوات.
2. مبلغ الاستثمار: يحتاج القرار التشغيلي في العادة الى مبالغ بسيطة نسبياً مقارنة بالقرار الاستثماري.
3. الصلاحية: يتخذ القرار التشغيلي من قبل الإدارة الوسطى، إما القرار الاستثماري فتتخذه الإدارة العليا.
4. قيمة النقد: نظراً لطول الفترة الزمنية التي يؤثر فيها القرار الاستثماري، يمكن أن يظهر تغير قيمة النقد عبر الزمن ويجب معالجة هذه المشكلة عن طريق خصم قيمة النقد لإمكانية المقارنة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، ولا تظهر هذه المشكلة في القرارات التشغيلية، وذلك لعدم ظهور تغيير ملموس في قيمة النقد.
5. درجة المخاطر: المخاطر في القرار التشغيلي منخفضة، بينما تكون في القرار الاستثماري عالية بحيث تصل إلى درجة عدم التأكد.
6. القابلية للرقابة: إن ظهور أي خطأ في القرار التشغيلي يمكن معالجته في الأمد القصير غير إنه لا يمكن معالجة الخطأ الظاهر في القرار الاستثماري ضمن المدى القصير.

## 2-2-12 أنواع القرارات الاستثمارية Types of investment decisions

يمكن تقسيم القرارات الاستثمارية من جانبين، وكالاتي:

### 2-2-12-1 القرارات الاستثمارية من وجهة نظر المستثمر:

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب اتخاذ قرار استثماري، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من جهة نظره من جهة أخرى، ضمن هذا الإطار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع هي: (صالح، 2010: 59)، (المولى، 2018: 35)، (الطائي ومحمد، 2017: 454-455)، (البصري وجاسم، 2017: 223)

1. قرار الشراء: يتخذ المستثمر هذا القرار عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية والمتمثلة في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها والمحسوبة في إطار العائد والمخاطر تزيد على سعرها السوقي أو عندما يكون سعر السوق أقل من قيمة الأداة الاستثمارية كما يراها المستثمر فهذا يولد حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب ناتجة عن توقعه بارتفاع سعرها السوقي مستقبلاً.

2. قرار عدم التداول : يترتب على الحالة السابقة والناجئة عن الضغوط الشرائية أن يستجيب السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر في الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة من وجهة نظر المستثمر ، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم الحافز للشراء التوقف عن الشراء ، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع ، فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول لأن المستثمر عند هذه النقطة في وضع تنتفي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية ، وفي الوقت نفسه تنتفي لديه أيضا ولو مؤقتا المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة ، لذا يقرر الاحتفاظ بالأداة الاستثمارية .

3. قرار البيع: بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فيتم انشاء رغبات إضافية لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد، أن أي مستثمر يرى السعر السوقي في تلك اللحظة ما زال أقل من القيمة الحالية يمكن أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد على القيمة وهكذا يرتفع السعر عن القيم مما يولد حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار بيع.

#### 2-2-12-2 القرارات الاستثمارية من وجهة نظر الشركة

أن القرارات المتخذة داخل الشركات يمكن أن تختلف من حيث التعقيد، ويمكن تصنيفها بشكل أفضل على أنها مبرمجة أو غير مبرمجة كالاتي: (Lee & Stinson,2014:2-3)

أ. القرارات المبرمجة: تميل القرارات المبرمجة إلى معالجة المواقف المحددة بشكل جيد أو المتكررة، وعادة ما توضع إجراءات التشغيل القياسية لمعالجة هذه الأنواع من القرارات، وعليه فإن إجراءات التشغيل القياسية تعمل بشكل جيد في هذه الظروف لأن معايير الأداء واضحة ، والمعلومات المتاحة جيدة والبدائل سهلة التحديد وهناك احتمال كبير للنجاح مع البديل المختار، ان الإجراءات الروتينية والإجراءات التي تؤدي إلى الطريقة الأكثر فاعلية للتشغيل يضاف عليها الطابع الرسمي مسبقاً في القواعد المكتوبة للشركة وإجراءات التشغيل القياسية موجودة في قيم ومعايير ثقافة الشركة.

ب. القرارات غير المبرمجة: تميل القرارات غير المبرمجة إلى أن تكون جديدة وغير واضحة التحديد، مع عدم وجود إجراءات ثابتة لحل المشاكل ويكاد يكون من المستحيل وضع قواعد أو إجراءات تشغيل معيارية محددة مسبقاً ، لأن المواقف فريدة و غير متوقعة ، فعندما لا تتعرض الشركة لمشكلة معينة من قبل فإنها قد لا تعرف كيفية معالجة المشكلة، لذلك غالباً ما يتعين إيجاد الحلول بعد ظهور المشكلات الجديدة، مع هذا النوع من القرارات لا توجد معايير واضحة لاتخاذ القرارات فان البدائل تكون غامضة وغير واضحة وتتسم بدرجة

- عالية من عدم التأكد، لذلك تتطلب هذه القرارات توفر معلومات كافية فضلا عن التعاون بين المدراء والاقسام بصورة اكبر من القرارات المبرمجة.
- وتصنف القرارات في ضوء البعد الزمني للعوائد المتوقع تحقيقها إلى: (كاظم، 2015: 22)
- أ. القرارات الاستثمارية القصيرة الأجل: تهدف هذه المجموعة من القرارات حول الاستثمار في الموجودات المتداولة كالنقد والاستثمارات المؤقتة والذمم المدينة والمخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بقدرة الشركة على تحقيق وتعظيم عوائدها وفي تحديد وضمان السيولة المطلوبة، لذا فالقرار السليم هو القرار الذي يتضمن الحجم الاقتصادي الامثل لحجم الاستثمار في الموجودات المتداولة وبما يحقق العائد على الاستثمار في أقصى مدة ممكنة كأن تكون سنة أو أقل.
- ب. القرارات الاستثمارية الطويلة الأجل: تهتم هذه المجموعة من القرارات بالإنفاق الاستثماري الطويل الاجل والمتمثل بالاستثمار في الموجودات غير المتداولة، علماً أن هذا النوع من القرارات يعد من أخطر وأصعب القرارات وذلك لأن مبالغها ضخمة والعوائد المنتظرة منها هي عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل.
- ج. القرارات الاستثمارية الاستراتيجية: وتهتم هذه المجموعة من القرارات بالتخطيط للشركة والمتمثل بالتوسع والنمو واحكام سيطرته على الأسواق المحلية أو التفكير بالأسواق العالمية، وهي قرارات تتسم بالثبات النسبي وضخامة الاستثمارات والموارد اللازمة لتنفيذها وتتخذها الادارة العليا.

## 2-2-13 الموازنة الرأسمالية The Capital Budget

يشار الى عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية على أنها موازنة رأسمالية، إذ تدرس وتحلل وتقيم نتائج القرارات الاستثمارية عن طريق هذه الموازنة (Braun & Tietz,2015:717)، (David & David,2017:192)، وتعرف الموازنة الرأسمالية على أنها تعبير كمي عن خطة العمل المقترحة من الإدارة لمدة زمنية مستقبلية، وتساعد في تنسيق وتنفيذ الخطة، ويمكن أن تغطي الجوانب المالية وغير المالية لهذه الخطة، والموازنة التي تغطي الجوانب المالية تحدد توقعات الإدارة فيما يتعلق بالدخل المستقبلي والتدفقات النقدية والمركز المالي، تماماً كما تعد البيانات المالية الفردية التي تغطي الفترات الماضية، لذلك يمكن إعدادها لتغطية الفترات المستقبلية (Bhimani, et al,2019:425) والموازنة الرأسمالية هي عملية التخطيط للاستثمار في الموجودات طويلة الأجل بطريقة تعود بأكبر قدر من الربحية إلى الشركة (Nobles, et al,2018:1427) فهي عملية اتخاذ القرارات لتحديد كيفية استثمار أموال الشركة في الموجودات الرأسمالية كالمعدات والمنتجات الجديدة ومشاريع البحث والتطوير (Whitecotton, et al,2020:484)



وتعد الموازنة الرأسمالية أداة تخطيطية بالغة الأهمية للأعمال، لأن الاستثمارات المتحققة نتيجتها تؤثر في العمليات لسنوات قادمة وتتطلب عادةً مبالغ نقدية كبيرة ( Nobles, et al,2018:1427) وتؤثر قرارات الاستثمار الرأسمالي على جميع أنواع الاعمال لكونها تحاول أن تصبح أكثر كفاءة عن طريق أتمته الإنتاج وتطبيق التقنيات الجديدة التي تكلف الشركة الكثير من الأموال عند تكبدها، ولكنها تؤدي بالنتيجة الى توفير الأموال للشركة على المدى الطويل، ولاتخاذ القرارات المناسبة من كون هذه الاستثمارات جيدة أم لا تطبق الموازنة الرأسمالية (Braun & Tietz,2015:699)

وتتضمن الموازنة الرأسمالية مجموعة قرارات مثل: (Brewer, et al,2019:564)، (Garrison, et al,2012:580)

1. قرارات خفض التكاليف، والمتعلقة بشراء معدات جديدة لتقليل التكاليف.
  2. قرارات التوسع، المتعلقة بشراء مصنع جديد أو مستودع أو شركة أخرى لزيادة السعة والمبيعات.
  3. قرارات اختيار المعدات، تتعلق بالآلات العديدة المتاحة الواجب شراؤها.
  4. قرارات الإيجار أو الشراء، تتعلق بتأجير أو شراء معدات جديدة.
  5. قرارات استبدال المعدات، ترتبط بتوقيت استبدال المعدات القديمة الآن أم لاحقاً.
- ويرى (Nobles et al,2018:1428-1429) أنه على الشركة عند اعدادها للموازنة الرأسمالية اتخاذ الخطوات الآتية:

1. تطوير الاستراتيجيات (Develop Strategies): وتمثل الأهداف طويلة الاجل للأعمال كتوسيع العمليات الدولية او ان تكون الشركة رائدة في السوق مع التنوع في أسواق أخرى
2. التخطيط (Plan): وتتضمن إجراءات محددة لتحقيق الأهداف طويلة الاجل، وتتكون من ثلاث خطوات وهي
  - أ. تحديد الاستثمارات الرأسمالية المحتملة كالنكولوجيا والمعدات الجديدة التي قد تجعل الشركة أكثر كفاءة وتنافسية أو أكثر ربحية، وغالبًا ما يقدم العاملون والاستشاريون والموردون الخارجيون مقترحات استثمار رأس المال للإدارة.
  - ب. تحليل الاستثمارات باستخدام طريقة واحدة أو أكثر من طرائق تقييم الاداء.
  - ج. تقنين راس المال بسبب كون الموارد محدودة، ويحدث تقنين راس المال عندما يكون لدى الشركة مقدار محدد من النقد المتاح للاستثمار في الموجودات طويلة الاجل.
3. توجيه واستخدام الموجودات الرأسمالية المختارة في عملية تقنين راس المال.

4. الرقابة (Control): من خلال مقارنة النتائج الفعلية للاستثمار مع النتائج المتوقعة، تساعد هذه الخطوة الشركات على تحديد ما إذا كانت الاستثمارات تسير كما هو مخطط لها وتستحق الدعم المستمر أو ما إذا كان ينبغي عليها التخلي عن المشاريع والتخلص من الموجودات.

## 2-2-14 قياس كفاءة القرارات الاستثمارية

### Measuring the efficiency of investment decisions

بعد استعراض الجوانب الفكرية الخاصة بكفاءة القرارات الاستثمارية ولغرض قياسها في الجانب العملي سيتم استخدام المعادلة الآتية (Biddle, et al,2009:117):

$$Investment_{it} = a_0 + a_1Negit-1 + a_2\%RevGrowth_{it-1} + a_3Neg*\%RevGrowth_{it-1} + \epsilon_{it}$$

إذ أن:

$Investment_{it-1}$  يمثل الاستثمارات الفعلية التي تمثل مجموع الاستثمارات الجديدة في الموجودات الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل ونفقات البحث والتطوير مخصوما منها مبيعات الموجودات الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل

$RevGrowth_{it-1}$  = يمثل معدل نمو الإيرادات السنوية في العام السابق والذي يحتسب بالمعادلة الآتية:

معدل نمو الإيرادات = (إيرادات العام الحالي - إيرادات العام السابق) ÷ إيرادات العام السابق

$Negit-1$  = متغير وهمي يأخذ الرقم (1) إذا كان نمو الأرباح سالبا والرقم (0) إذا كان غير ذلك

وقد تم استخدام هذا النموذج لكونه لا يقيس فقط كفاءة القرارات الاستثمارية وحسب، بل يبين الإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمار فضلا عن امكانية تطبيقه في البيئة العراقية واستخدامه في العديد من الدراسات منها على سبيل المثال دراسة (الفضل،2018) ودراسة (عبد الزهرة،2017) ودراسة (عبد الواحد،2018)

من خلال ما تم عرضه في هذا المبحث يتبين أن القرارات الاستثمارية من القرارات الهامة في الشركة التي تتخذها الإدارة، وتأتي أهمية هذه القرارات من عدة جوانب منها المبالغ الكبيرة التي تترتب على اتخاذ هذه القرارات والعوائد المتأتية منها والتي تكون على شكل تدفقات نقدية مستقبلية داخلية للشركة، والجانب الاخر عدم إمكانية الرجوع عن القرار الاستثماري بعد اتخاذه بدون تكبد خسائر كبيرة، لذلك تقوم الإدارة بدراسة مستفيضة قبل اتخاذ القرار الاستثماري لكي يتم الوصول الى القرارات الاستثمارية الكفوءة وهو ما يعني اتخاذ القرارات المثلى دون اتخاذ قرارات لا مبرر لها وتؤدي الى الإفراط في الاستثمار أو التخوف من اتخاذ القرارات الاستثمارية

وتفويت الفرصة على الشركة بالحصول على العوائد وهو ما يؤدي الى عجز الاستثمار، وعليه  
فأن الإدارة تعمل جاهدة للوصول الى كفاءة القرارات الاستثمارية لزيادة ثروة المساهمين عن  
طريق تعظيم قيمة الشركة وهو ما يشكل محور المبحث الأول في الفصل القادم.

## الفصل الثالث

مسؤولية الإدارة عن تعظيم قيمة الشركة في ظل هيكل  
الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية

## الفصل الثالث

### مسؤولية الإدارة عن تعظيم قيمة الشركة في ظل هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية

#### **تمهيد:**

تعد الإدارة المسؤول الأول عن هدف تعظيم قيمة الشركة لذلك تعمل جاهدة على تحقيق ذلك الهدف لضمان استمراريتها في الإدارة ويرتبط به تقييم ادائها فضلا عن تحديد مكافاتها، وتعمل على ذلك عن طريق وضع استراتيجيات وخطط يتم تنفيذها بمجموعة من القرارات المتخذة في ضوء الصلاحيات الممنوحة لها بما يخدم في النهاية مصالحها ومصالح المالكين والأطراف ذات العلاقة وبناءً على ما تقدم فقد تضمن هذا الفصل توضيح المفاهيم الأساسية لمتغيرات البحث والمتمثلة في الآليات الخاصة بتعظيم قيمة الشركة ومسؤولية الإدارة في تحقيقها في ظل هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية، لذلك فإن الفصل يتضمن المباحث الآتية:

**المبحث الأول:** آليات تعظيم قيمة الشركة ومسؤولية الإدارة في تحقيقها

**المبحث الثاني:** هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

## المبحث الاول

### آليات تعظيم قيمة الشركة ومسؤولية الإدارة في تحقيقها

#### **Mechanisms of maximizing the value of the company and the responsibility**

تسعى الشركات جاهدة على العمل بالشكل الذي يحقق أهدافها الرئيسية والتي تعد تعظيم قيمتها من أهم هذه الأهداف لما يعكسه من صورة جيدة حول أداء الشركة وإدارتها بالشكل الصحيح، ويعكس مدى قدرة إدارة الشركة في اتخاذ القرارات الصحيحة التي تحقق ذلك لكون ذلك كله يصب في مصلحة الجهات ذات العلاقة معها، ومن بين أهم الجهات تلك هم المساهمين لكونهم المالكين للشركة وبالنتيجة فإن تعظيم قيمة الشركة سينعكس في تعظيم ثروتهم، وعليه فإن موضوع قيمة الشركة من المواضيع الهامة التي لقيت اهتمام الباحثين والمحليلين والمستثمرين وغيرهم من الجهات ذات العلاقة لذلك سيتم التطرق الى كل ما يرتبط بقيمة الشركة في هذا المبحث.

#### **1-1-3 مفهوم القيمة The concept of value**

يختلط مفهوم القيمة ويتداخل بمعظم جوانب الحياة ويتحكم بها، ويشير المعنى اللغوي لقيمة الشيء الى الثمن الذي يعادل تكلفته (عمر، 2008: 1878)، أما بالنسبة للمعنى الاصطلاحي فالقيمة تقترن مع كلمة أخرى كالقيمة الاسمية والسوقية التي سيتم التطرق لها لاحقاً.

ويمكن إرجاع كلمة "VALUE"، أي قيمة إلى أصلها الفرنسي الذي يأتي من كلمة "VALOIR" والتي تكون ترجمتها الدقيقة للإنكليزية "To be worth"، وتعني قيمة مالية، ومفهوم القيمة يتفرع منها اتجاهان أو بعدان هما: (الجنابي، 2008: 80)

1. البعد الأخلاقي الذي يتضمن اعتبارات الاحترام والتقدير، وبذلك فإن التقويم يقوم على تقدير الشيء بتحديد استحقاقه الجوهري، وهذا البعد من القيمة يصعب قياسه كمياً على الرغم من أهمية هذا البعد في بناء المجتمعات وتدعيم هياكلها الأخلاقية، وبذلك لا يمكن قياسها لارتباطها بمفاهيم لا يمكن التعبير عنها بشكل مادي أو كمي مثل مفاهيم العدالة والأخلاق.
2. البعد المادي الذي يلاحظ اختلاطه بمفهوم السعر " Price " الذي يمثل النسبة بين شيء ما وما يوازيه أو يقابله من النقد، أو يُنظر إلى السعر على أنه المبلغ الذي يدفع لأجل الحصول على سلعة أو خدمة معينة، وبذلك تعد الأسعار أقيماً مادية قابلة للملاحظة والتحديد في الصفقات التجارية، أما في الرياضيات فيُنظر للقيمة على أنها العدد أو الكمية التي يمكن التعبير عنها بالرموز والأشكال.

أما بالنسبة للفرق بين الثمن والقيمة فهو أن القيمة هي المساوية لمقدار المثلث من غير نقصان ولا زيادة، والثمن قد يكون بخسا وقد يكون وفقا وزائدا والملك لا يدل على الثمن فكل ماله ثمن مملوك وليس كل مملوك له ثمن (معجم الفروق اللغوية، 2011: 440)

ويمكن ان يؤخذ مفهوم القيمة من عدة جوانب كما بينها (Sidorchuk,2015:322) اذ أشار الى ان القيمة لها مفهوم لكل حقل معرفي من الحقول، فمن وجهة نظر فلسفية فالقيمة تعني العلاقة بين تمثيل الذات على الموضوع ذي القيمة والموضوع نفسه، ومن وجهة نظر علم النفس فإنها تعني شكل من اشكال العلاقات الاجتماعية وتعتمد على الطبيعة النفسية للإنسان، وينظر علم الاجتماع للقيمة على انها أي عنصر يحتوي على محتوى تجريبي متاح لأفراد المجموعة الاجتماعية فضلاً عن القيمة بسببه أو قد يكون خاضعاً لاتخاذ إجراء، ويشير علم الاقتصاد الى ان تحديد القيمة يرتبط مع المنفعة اذ يختار الناس السلع والخدمات ذات مستوى التقييم العالي، اما من وجهة نظر التسويق فان القيمة تعني هي تقييم المستهلك لقدرة المنتج أو الخدمة على تلبية احتياجاته وعليه فان القيمة لها معان عديدة وهي تتمثل بقوة السلطة في السيطرة على السلع الأخرى للمبادلة فهي ترتبط بالأمر التي تجري فيها مبادلة سلعة مع الاخرين وعليه فان القيمة تتمثل بقدرة الشيء على تحقيق المنفعة التي تأتي عن طريق اشباع الحاجة (الغانمي، 2017: 73)

### 3-1-2 مفهوم قيمة الشركة The concept of firm value

تسعى الشركات جاهدة إلى زيادة قيمتها إذ تعد قيمة الشركة مؤشراً جوهرياً لتقييم أدائها وبالنتيجة فهي أحد أهم العناصر التي تهتم بها الشركات والمستثمرين (Cheng & Huang,2020:3)

ويرى (Susanti & Restiana,2018:302) أن قيمة الشركة تعكس تصورات المستثمرين للشركات والتي ترتبط غالباً بأسعار الأسهم، اذ ان ارتفاع الأسهم يجعل قيمة الشركة مرتفعة، وهو ما يؤدي الى زيادة ثقة المستثمرين للاستثمار فيها لأنها ستكون قادرة على توفير أرباح عالية للمستثمرين.

وترتبط قيمة الشركة ارتباطاً وثيقاً باتخاذ القرارات المالية لها مما يعكس القدرة على التنمية المستدامة فكلما زادت قيمتها زادت قدرتها على مكافأة أصحاب المصلحة كما وتعد قيمة الشركة كمقياس مهم لأدائها ولتطوير الأعمال على المدى الطويل، فضلاً على ذلك يتم استخدامه أيضاً لقياس العائد المتوقع وأساس مهم للتمويل طويل الأجل (Zhu & Lin,2018:422-424)، وتوصف قيمة الشركة على أنها أداء الشركة الذي يمكن تحديده عن طريق فحص التقرير السنوي للشركة (Fen, et al,2012:5)، وتشير قيمة الشركة الى السعر الذي يرغب المستثمرون في دفعه إذا ما تم بيع الشركة (Imelda & Sheila,2017:559)

وإنها مقدار التدفقات النقدية التي يتوقع المساهمون الحصول عليها جراء استثمارهم باسم الشركة (الغانمي،2017: 74)، ويمكن تعريف قيمة الشركة على أنها القيمة المطلوبة من المستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار التي تنعكس في سعر السوق للشركة (Kamaliah,2020:339)، وأنها هي سعر الاكتساب الذي يتعين على المستثمر دفعه من أجل الحصول على شركة معينة

(<https://investinganswers.com/dictionary/e/enterprise-value>)

### 3-1-3 المفاهيم المتعلقة بالقيمة Value Concepts

للقيمة مفاهيم مختلفة تختلف باختلاف التوجهات والرؤى التي ينظر بها الى ما يعد قيمة، فقد وردت في الادبيات المحاسبية مفاهيم مختلفة للقيمة يمكن عرض أهمها في الآتي:

1- القيمة الدفترية (Book Value): تشير القيمة الدفترية للشركة الى مقدار حقوق الملكية أي الموجودات ناقص المطلوبات، اما بالنسبة للموجود التشغيلي طويل الأجل فان قيمته الدفترية تكون التكلفة الأصلية للموجود ناقصاً مخصص الاندثار المتراكم. (Albrecht, et al,2011:814)

2- قيمة الأنقاض (Salvage Value): قيمة الانقراض تعني المبلغ المتوقع استلامه عند بيع الموجود في نهاية عمره الإنتاجي (Albrecht, et al,2011:387)

3- القيمة السوقية (Market Value): وتعني القيمة في ظروف السوق الحالية بين المشتريين والبائعين الراغبين في المبادلة بدون أي ضغط من طرف ثالث يتدخل في البيع والشراء (Donleavy,2018:46)

4- القيمة العادلة (Fair value): وتعني قيمة مبادلة موجود أو تسديد التزام أو تحويل أداة من أدوات حقوق الملكية بين أطراف فعلية وراغبة بهذه المبادلة وتتطلب سوق نشط وأسعار معروفة (الججاوي والمسعودي،2018: 37)

5- القيمة الدفترية للأسهم (Book Value Per Ordinary Share): تشير القيمة الدفترية للأسهم الى مجموع حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية (Harrison, et al,2014:842)

6- قيمة التصفية (Liquidation Value): وتعني القيمة التي تدفع للمساهمين في حالة تصفية الشركة وخروجها من العمل بعد تسوية الالتزامات (Harrison, et al,2014:845)



7- القيمة القابلة للتحقق (Realizable Value): وتتمثل في سعر البيع المقدر في سياق الاعمال الاعتيادية مطروحاً منه التكاليف المقدرة واللازمة لإجراء عملية البيع.  
(Harrison, et al,2014:845)

8- القيمة الحالية (Present Value): وهي قيمة النقد المستقبلي على وفق معدل العائد المحدد والفترة الزمنية المحددة والتي تكون في العادة سنوات (Holm,2019:223)

9- القيمة المستقبلية (Future Value): وتعني القيمة المتوقعة في المستقبل المخصصة لتعكس قيمتها في الوقت الحالي بافتراض عائد إيجابي على الاستثمار أو معدل التضخم  
(Holm,2019:224)

10- القيمة الاسمية (Par Value): تشير القيمة الاسمية للأسهم الى قيمة أسهم راس المال المذكورة في وثيقة اصدار السهم (Weygandt, et al,2013:614)

### 3-1-4 أهداف تحديد قيمة الشركة

#### Objectives Of Determining The Firm Value

تعد قيمة الشركة الهدف الرئيس للشركات وعنصر مهم للشركات والمستثمرين كما وان التوجه الريادي لتعزيز قيمة الشركة مفيد اقتصادياً (Ni, et al,2020:19)، وعليه فان هنالك أهداف في تحديد قيمة الشركة تسعى الأطراف ذات المصلحة الى تحقيقها، ويمكن تحديد هذه الأهداف عن طريق الآتي:

#### 3-1-4-1 تعظيم الثروة:

تعمل الشركات على زيادة ثروة المساهمين عن طريق العمل بكفاءة ويتم الحكم على تقييم ادائها عن طريق القيمة السوقية للشركة (Thenmozhi & Sasidharan,2020:6) ولأن قيمة الشركة يمكن أن توفر أقصى قدر من الثروة للمساهمين بارتفاع سعر سهم الشركة، فكلما ارتفع سعر السهم زادت ثروة المساهمين، وتهدف الشركة إلى زيادة قيمتها عن طريق زيادة ثروة الملاك أو المساهمين وتقاس قيمة الشركة بشكل أساسي من عدة جوانب، أحد هذه الجوانب هو سعر السوق لسهم الشركة (Kamaliah,2020:339)، وان أحد الأهداف الرئيسة للشركة هو زيادة رفاهية أصحاب المصلحة الى اقصى حد والتي يمكن قياسها عن طريق قيمة الشركة لكون زيادة قيمة الشركة تتفق مع توقعات المالكين وتعني زيادة ثروتهم ورفاهيتهم (Imelda & Sheila,2017:559)

#### 3-1-4-2 تعظيم القيمة المالية للشركة:

يفضل الاقتصاديون استعمال تعظيم الربح كهدف في تقييم الأداء التشغيلي للشركة وذلك لكونه يعبر عن مدى الكفاءة الاقتصادية للشركة وذلك لكون جميع القرارات في الشركة يجب ان

توجه نحو تحقيق أقصى ربح ممكن بالعمل على زيادة إنتاجية الموارد المتوفرة وتوجيهها نحو تحقيق أقصى ربح ممكن (Kamaliah,2020:339)، اما المالىين فكانت لهم فكرة مغايرة عن الاقتصاديين حول كون تقييم الأداء التشغيلي للشركة يعتمد على تحقيق أقصى ربح ممكن لكونه يحتوي على مجموعة من العيوب والتي منها عدم اخذ المخاطر الناجمة عن الاستثمار بنظر الاعتبار وتجاهل القيمة الزمنية للنقود وغموض طرائق احتسابه (Iswajuni, et al,2018:225) ، ان تعظيم القيمة المالية للشركة يعد حصيلا للقرارات المختلفة في مجال الاستثمار والتمويل والذي تأتي حصيلا هذه القرارات في قيمة الشركة عن طريق تأثيرها على مقدار العائد المتوقع وعن طريق المخاطر التي يمكن ان تتعرض لها الشركة (المزوري والشجيري،2010: 5)

### **3-4-1-3 تعظيم القيمة السوقية للسهم:**

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد من اهم الاهداف الاستراتيجية لإدارة الشركة وان أهمية هذا الهدف تأتي من الخوف من مخاطر انخفاض قيمة الأسهم في السوق المالي والذي قد يدفع الشركات الأخرى الى الاستحواذ على الشركة، وقد حظي هذا الهدف باهتمام ومساندة العديد من الشركات فضلا عن المدراء وذلك للمبررات الاتية: (المزوري والشجيري،2010: 5)

أ. ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يحتم على الشركات ان تكون وحداتها التشغيلية أكثر كفاءة واكل كلفة وان تنتج منتجات وتقدم خدمات ذات جودة عالية وأسعار منخفضة  
ب. ان تعظيم قيمة السهم السوقية يتطلب تطوير الخدمات والسلع التي يرغب بها المستهلك وهو ما يدفع الى تطور تكنولوجيا حديثة.

وفي هذا الصدد يشير (Imelda & Sheila,2017:559) الى انه كلما ارتفعت قيمة أسهم الشركة ارتفعت قيمة الشركة وكلما انخفضت قيمة الأسهم انخفضت قيمة الشركة.

### **4-4-1-3 تعظيم القيمة السوقية للشركة:**

يرى (Setianto,2020:4) أن هنالك عنصران على الأقل يؤلفان قيمة الشركة، وهما قيمة الموجودات وقيمة فرص النمو المستقبلية، وقد أشير إلى أن القيمة الحالية لفرص النمو تساهم في المتوسط بأكثر من 50% من القيمة السوقية للشركات، ومن ثم فإن فرصة النمو لها الجزء المهيمن والأكبر في تعزيز قيمة الشركة الإجمالية عن المكون الآخر وهو الموجودات.

من جهة أخرى يرى (العتابي،2020: 58-59) أن تعظيم قيمة الشركة أصبح من أهم الأهداف الاستراتيجية التي يجب على إدارة الشركة تحقيقها عن طريق العمل على زيادة القيمة السوقية للأسهم بدلا من التركيز فقط على الأداء التشغيلي للشركة والذي يركز على تعظيم الأرباح لكون تعظيم قيمة الشركة يؤدي بالنتيجة الى تعظيم القيمة السوقية لأسهمها والذي يتوقف على التدفقات

المتوقعة المستقبلية للعائد مع الاخذ بنظر الاعتبار المخاطر، ان مزايا هدف تعظيم قيمة الشركة هي ما يلي:

أ. يتوافق هدف تعظيم قيمة الشركة مع هدف تعظيم ثروة المالكين لكون تعظيم الثروة يكون عن طريق القرارات التي تتخذها الإدارة والتي تنعكس بالنتيجة في قيمة الأسهم في سوق الأوراق المالية وليس في نصيب السهم من الأرباح، كما وان قيمة الأسهم في السوق تعد مؤشرا على سمعة الشركة وصورتها لدى المستثمرين وتعبر عن كفاءة القرارات المالية للشركة

ب. ان الاخذ بهدف تعظيم قيمة الشركة يعطي اهتماما كبيرا لتوقيت الحصول على العائد المتوقع والمخاطر المترتبة على هذه العوائد

ج. ان هدف تعظيم قيمة الشركة يؤدي الى تحقيق الرفاهية الاجتماعية لكون تعظيم ثروة المالكين يمكن ان يؤدي الى تغيير في أنماط سلوكهم الاستهلاكي وهو ما ينعكس في صنع قرارات استهلاكية أكثر صوابا

وتأسيسا على ما تقدم ورغم الأهداف والتبريرات التي ينظر لها أصحاب المصلحة والنتائج التي تضيفها تحديد قيمة الشركة يمكن ان نلاحظ ان الهدف الاعم والاشمل هو تعظيم القيمة السوقية للشركة وذلك لكون هذا الهدف برأي الباحث يؤدي الى تحقيق بقية الأهداف، وذلك عن طريق كون هدف تعظيم القيمة السوقية للشركة يؤدي الى تعظيم القيمة السوقية لاسهم الشركة وهو ما يضيف بدوره على تعظيم القيمة المالية للشركة عن طريق تعزيز مكانتها في السوق ومنحها الائتمان والتمويل اللازم وهذه العوامل جميعها تنعكس بالنتيجة في تعظيم ثروة المالكين.

### 3-1-5 المؤشرات المستخدمة في تعظيم قيمة الشركة

#### Indicators Maximize Firm Value

هنالك مجموعة من المؤشرات التي ما اذا تم تحقيق مضامينها فأنها تحقق تعظيم قيمة الشركة وهي الآتي:

**3-1-5-1 الميزة التنافسية competitive advantage:** الميزة التنافسية هي قدرة الشركة على إنتاج سلع أو خدمات بشكل أكثر فاعلية من المنافسين، وبالنتيجة تتفوق عليهم. هذا يعني أن الشركة يجب أن تظل في المقدمة في أربعة مجالات: (1) الاستجابة (2) الابتكار (3) الجودة (4) الكفاءة. (Kinicki & Williams,2008:11)، وتحقق الميزة التنافسية مجموعة من المزايا للشركة منها: (سرور، 2019: 409)

- أ. تولد الحافز على التحسين المستمر والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة عن طريق تحسين وزيادة القيمة المدركة للزبون وزيادة القدرة على تحقيق التميز وتحسينه بشكل مستمر للتفوق على المنافسين.
- ب. زيادة ولاء ورضا الزبائن لمنتجات الشركة وهو ما يمنع محاولات المنافسين لجذب هؤلاء الزبائن.
- ج. زيادة الحصة السوقية للشركة عن طريق تحسين أداء الشركة على تقديم قيمة أكبر للزبائن.
- د. زيادة ربحية الشركة وتعزيز مركزها التنافسي.
- هـ. تحسين مستوى الجودة والإنتاجية في جميع أنشطة سلسلة القيمة.
- وبين (Drury,2012:580-581) الى أن الشركة لديها خيار من ثلاث استراتيجيات عامة من أجل تحقيق ميزة تنافسية وهي:

- أ. قيادة الكلفة: تهدف الشركة إلى أن تكون المنتج الأقل كلفة في الصناعة وبالنتيجة تمكينها من المنافسة على أساس أسعار البيع المنخفضة بدلاً من تقديم منتجات أو خدمات فريدة، وقد ينشأ مصدر هذه الميزة التنافسية من عوامل كالاقتصاديات الحجم، والوصول إلى أسعار المواد الخام الملائمة والتكنولوجيا الفائقة.
- ب. التمايز: تسعى الشركة إلى تقديم المنتجات أو الخدمات التي يعدها زبائنها متفوقة وفريدة مقارنة بمنافسيها، كجودة المنتج أو موثوقيته، وخدمة ما بعد البيع، والتوافر الواسع للمنتج ومرونة المنتج.
- ج. التركيز: تتضمن السعي وراء ميزة تنافسية عن طريق التركيز على شريحة ضيقة من السوق لها احتياجات خاصة لا يتم تقديمها بشكل جيد من قبل المنافسين الآخرين في الصناعة. وتأسيساً على ما تقدم ومن بين العوامل التي تساعد في تحقيق الميزة التنافسية هو ما ذكره (Dora,2015:13) اذ بين الى أن إنشاء قيمة للزبون يعد شرطاً رئيساً للميزة التنافسية، ويتم إنشاء قيمة للزبون عندما تتجاوز الفوائد التي تعود عليه المرتبطة بالمنتج أو الخدمة كلفة التوريد للزبون. وفي ذات السياق فإن إنشاء قيمة فائقة للزبائن هو شرط ضروري للشركة لتأمين مكانة في بيئة تنافسية، فضلاً عن الحصول على موقع ريادي في السوق كونها خيار نهائي لتحسين (طريقة تحسين) الميزة التنافسية كغاية نهائية (Gallarza & Gil,2008:4).

**3-1-5-2 الحصة السوقية Market Share:** تعد الحصة السوقية من الأمور الهامة التي تحاول الشركة الحصول عليها عن طريق السيطرة على المنتج أو مجموعة من المنتجات او عن طريق السيطرة على الخدمة أو مجموعة من الخدمات والتي تنفرد بها، ويمكن ان يحصل ذلك عن طريق اندماج الشركة مع شركات أخرى منافسة للحصول على الحصة السوقية، والحصة السوقية تعد

مقياس لقوة الشركة في السوق ويمكن تعريفها بانها نسبة او مقدار المبيعات المتحققة خلال مدة زمنية محددة بالمقارنة مع اجمالي المبيعات من هذه الصناعة (السوداني و عبد الجبار، 2017: 253) وللحصة السوقية أهمية بالغة للشركة عن طريق الآتي: (كاظم، 2015: 224)

- أ. تؤثر الحصة السوقية في الأرباح المتحققة ومستوى النقدية في الشركة لكون ارتفاع الحصة السوقية يؤدي الى ارتفاع المبيعات.
- ب. تعد كمؤشر إضافي للمبيعات للحصول على رقابة فاعلة على عمليات التسويق للشركة عن طريق معرفة اجمالي مبيعات الصناعة.
- ج. تكون الشركات ذات الحصة السوقية الأعلى أكثر قدرة على المنافسة من الشركات التي تكون الحصة السوقية لها أقل بسبب حجم المبيعات الأكبر.
- د. تعكس فاعلية الشركة من الناحية التسويقية.

**3-5-1-3 العلامة التجارية Brand:** تستخدم الشركات علاماتها التجارية كأداة تسويقية مهمة لجذب زبائن جدد والحفاظ على الزبائن الحاليين في الأسواق العالمية التنافسية، كما وان العلامة التجارية الناجحة تزيد من الحصة السوقية للشركة وتحقق أرباحاً أعلى من المتوقع بسبب زيادة الطلب على منتجاتها وخدماتها وبالنتيجة تؤثر في قيمة الشركة، فالعلامة التجارية الجيدة تشير الى ان التصنيف الائتماني للشركة جيد واحتمالية تعرضها للمخاطر اقل، وسمعتها الجيدة في السوق تدل على ان أداء الشركة المالي جيد وهذا كله ينعكس في قيمة الشركة ( Chowdhury et al,2020:2-3) وتعد العلامة التجارية من الموجودات غير الملموسة الهامة التي تحرص الشركة على ادارتها وبنائها بما يمكنها من تكوين علامة تجارية قوية قادرة على تحقيق ميزة تنافسية في السوق (الموسوي، 2017: 97)

**4-5-1-3 القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added):** انتشرت في الآونة الأخيرة طريقة تقويم الأداء عن طريق قياس القيمة الاقتصادية المضافة والسبب في ذلك يعود الى كونها تراعي جميع الأمور المعقدة التي ينطوي عليها توليد القيمة وبالنتيجة تعد الاجراء الصحيح المستخدم في تحديد الأهداف وتقويم الاداء وتحديد المكافآت والتواصل مع المستثمرين ووضع الموازنة الرأس مالية وغيرها، ويعد مؤشراً أفضل لتقويم الأداء عن طريق قياسه للقيمة السنوية التي تولدها الشركة (Sabol Sverer,2017:21) والقيمة الاقتصادية المضافة مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي لكونه يرتبط بثروة المساهمين ويحسب عن طريق الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وكلفة راس المال المملوك والمقترض (الموسوي، 2017: 98) مما تقدم يرى الباحث أن أهم مؤشر وأكثرها فاعلية من مؤشرات القيمة هو الميزة التنافسية لان تحقيق ميزة تنافسية في السوق يؤدي بالنتيجة الى تعزيز العلامة التجارية وتعظيم قيمتها وزيادة

*الحصة السوقية عن طريق ارتفاع مستوى المبيعات فضلا عن ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة  
لكون ذلك كله ينعكس على أرباح الشركة.*

### **3-1-6 العوامل التي تساعد في تعزيز قيمة الشركة**

#### **Factors that help enhance the firm value**

هنالك مجموعة من العوامل التي ما إن تبنتها الشركة فإنها من الممكن أن تؤدي الى تعزيز قيمتها ومنها الآتي:

**3-1-6-1 المسؤولية الاجتماعية:** تسهم المسؤولية الاجتماعية في تعزيز قيمة الشركة، إذ ترتبط المسؤولية الاجتماعية للشركة بقيمتها ارتباطا ايجابياً (Seok, et al,2020:645)، كما تعد المسؤولية الاجتماعية استثماراً استراتيجياً يزيد من قيمة الشركة عن طريق تعزيز القدرة التنافسية للشركة (Sheikh,2018:1)، كما وان أنشطة المسؤولية الاجتماعية التي تعالج القضايا الاجتماعية داخل الشركة كتنوع العاملين وعلاقة الشركة معهم وجودة المنتج تعزز من قيمة الشركة بشكل أكبر من بقية أنشطة المسؤولية الاجتماعية كالقضايا البيئية وغيرها (Aboud & Diab,2018:446)، ان المسؤولية الاجتماعية للشركات أكبر بكثير من مجرد كونها تحمل كلفة أو قيد على الشركة أو عمل خيري، فهي يمكن ان تكون مصدراً للفرص والابتكار والميزة التنافسية للشركة وتعزيز تفاعل الشركة مع أصحاب المصلحة كافة وبالنتيجة تعزيز سمعة وصورة وقيمة الشركة (Zhang, et al,2018:469)، (Bardos, et al,2020:5)، ويرى (Deswanto & Siregar,2018:183)، (Harun et al,2020:5) أن هناك تأثير إيجابي كبير للإفصاح عن الأداء الاجتماعي والبيئي في القيمة السوقية للشركة.

*ويرى الباحث أن تأثير المسؤولية الاجتماعية في قيمة الشركة يختلف باختلاف البلدان وطبيعتها وثقافتها فضلا عن درجة وعي الأطراف ذات العلاقة مع الشركة ومدى اهتمامها بالقضايا البيئية والاجتماعية*

**3-1-6-2 التحوط:** إذا كانت العملة المستخدمة في اعداد التقارير المالية تختلف عن العملة الوظيفية فان تقلبات أسعار الصرف ستؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة بالنتيجة في قيمة الشركة، وعليه فان التحوط يساعد على تقليل التقلبات في التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن تغيير أسعار الصرف ويزيد من قيمة الشركة، فضلا عن كونه يساعد على تقليل التكاليف المرتبطة بالاقتراض ويزيد من قدرة الشركة على الاقتراض وبالنتيجة يؤدي الى تعزيز قيمة الشركة (Alam & Gupta,2018:134-135) إذ يعمل التحوط على تعزيز قيمة الشركة عن طريق تقليل تكاليف الوكالة وتخفيض تضارب المصالح، ويمكن المدراء من الاستثمار في المشاريع التي تؤدي الى زيادة قيمة الشركة (Aretz & Bartram,2010:8)، (Choi, et al,2020:3) ويرى

(Bachiller, et al,2020:2) ان التحوط يعزز من قيمة الشركة عن طريق مجموعة من الأمور وهي:

- أ. تخفيض التكاليف المتوقعة للخسائر المالية والسماح للشركات بتحمل المزيد من الديون وبالنتيجة يعزز من قيمة الشركة.
  - ب. تخفيض مشاكل نقص الاستثمار عن طريق ضمان امتلاك الشركة لأموال داخلية كافية لتجنب التقلبات غير الضرورية في الانفاق الاستثماري أو التمويل الخارجي وذلك يؤدي الى زيادة قيمة الشركة.
  - ج. التقليل من تذبذب الأرباح الناتج عن تقلب عوامل الاقتصاد الكلي كسعر الصرف ومعدل الفائدة وأسعار السلع.
  - د. التعزيز من البيئة المعلوماتية للشركة مع تحسين سيولة الأسهم وتخفيض تكلفة راس المال.
- يتفق الباحث مع هذه الآراء لكون التحوط يجعل الشركة في مأمن من تقلبات أسعار الصرف وبالنتيجة يجنبها خسائر هذه التقلبات وعليه فان ذلك يمكن أن يؤدي الى تعزيز قيمة الشركة.**
- 3-6-1-3 راس المال العامل:** تؤثر الإدارة الفاعلة لراس المال العامل في الربحية والمخاطر فضلاً عن تأثيرها في قيمة الشركة عن طريق السياسة التي تتبناها في إدارة راس المال العامل باتخاذ قرارات رئيسيين هما:

- أ. المستوى المناسب من الاستثمارات في الموجودات المتداولة.
  - ب. مصدر تمويلها.
- فتمويل الاستثمارات في الموجودات قصيرة الأجل يؤدي الى تخفيض متوسط كلفة راس المال وزيادة عوائد الشركة وتخفيف مشاكل الوكالة، إلا أن استخدام الديون قصيرة الاجل في تمويل الموجودات المتداولة يزيد من مخاطر إعادة التمويل والفوائد وقد تجد الشركة صعوبة في تجديد القرض قصير الاجل وقد تحتاج الى دفع معدلات فائدة أعلى، وهو ما يؤثر سلباً في قيمة الشركة، اما إذا استخدمت الشركة الديون طويلة الاجل فان له اثاراً إيجابية وسلبية في قيمة الشركة، فأما اثاره الإيجابية فانه يؤدي الى تقليل مخاطر تكرار الديون والائتمان عن طريق تجنب صعوبة إعادة التمويل وبالنتيجة دفع فوائد إضافية، أما تأثيره السلبي فان المعدل الاسمي للأموال طويلة الاجل يصبح اعلى من الأموال قصيرة الاجل بسبب الأقساط المتأخرة عن السداد والتضخم (Altaf,2018:121-122)، فضلاً عما تقدم فان الإدارة الفاعلة لرأس المال العامل تساعد على زيادة التدفقات النقدية الحرة المستخدمة في تقييم الشركة وبالنتيجة تعظيم قيمة الشركة (Wasiuzzaman,2015:61)

**مما لا شك فيه ان إدارة راس المال العامل بشكل جيد سينعكس على أداء الشركة ويظهر في المؤشرات المالية المستخدمة لغرض المقارنة من المحللين وهو ما يمكن أن يعزز من قيمة الشركة.**

**3-1-6-4 راس المال الفكري:** يعد راس المال الفكري أحد الأجزاء الرئيسية من موجودات الشركة غير الملموسة والذي تستثمره الشركات في توليد القيمة عن طريق ابتكارات جديدة للمنتجات والخدمات، فرأس المال الفكري له تأثير إيجابي في الأداء الاقتصادي والمالي للشركة والزيادة في راس المال الفكري ترتبط بزيادة العائد على الموجودات بمرور الوقت وتساعد على تحسين أداء الشركة وبالنتيجة فانه يرتبط بعلاقة إيجابية مع قيمة الشركة، ويعد رأس المال الفكري كمحرك قوي لقيمة الشركة (Ni, et al,2020:4)، ويرى (Veltri & Silvestri,2011:235) أن رأس المال الفكري اصبح نظام ديناميكي للموارد والأنشطة غير الملموسة القائمة على المعرفة التي تعد المحرك الرئيس لتوليد قيمة الشركة، ويعد العنصر البشري من العناصر الهامة في الشركة واستثماره بشكل جيد لاسيما فيما يتعلق بمجال البحث والتطوير يؤدي الى تطوير المنتجات الحالية أو ابتكار منتجات جديدة وهذا يؤدي بالنتيجة الى بقاء واستمرار الشركة في سوق المنافسة ومن ثم يعزز من قيمتها.

**3-1-6-5 جودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية:** تؤثر جودة الإفصاح في قيمة الشركة عن طريق التأثير في كلفة رأس المال بتقليل المخاطر المتعلقة بالتقدير والحد من عدم تناسق المعلومات والتقليل من تكاليف المراقبة، فضلا عن تحسين التعرف على المستثمرين وتوسيع قاعدة المستثمرين (Salvia, et al,2020:3).

**مما لا شك فيه أن جودة الإفصاح من العوامل المهمة التي تعكس حقيقة وضع الشركة وهو ما يترك انطباعاً جيداً عن الشركة وبالنتيجة إضفاء المصداقية للمتعاملين مع الشركة ومن ثم تعزيز من قيمة الشركة.**

**3-1-6-6 البحث والتطوير:** تكون الشركات التي تستثمر بشكل كبير في البحث والتطوير مربحة وناجحة، اذ يعزز البحث والتطوير القدرة الابتكارية ويولد راس المال غير الملموس ويكون جذاباً للمساهمين لكونه يعكس صورة لأداء مالي أفضل ويعزز ثقتهم في ربحية الشركة، فضلا عما ذكر فان البحث والتطوير يوفر ميزة تنافسية عن طريق استراتيجيات التمايز التي تنتج منتجات أو خدمات جديدة وأفضل مما سينعكس على قيمة الشركة (Zhu & Lin,2018:424-425).

**3-1-6-7 معايير الإبلاغ المالي الدولية (IFRS):** يؤدي اعتماد معايير الإبلاغ المالي الدولية إلى تحسين جودة المعلومات عن طريق تحسين دقة توقعات المحللين، إذ أن تحسين التقارير المالية المرتبطة بتنفيذ معايير الإبلاغ المالي الدولية ينتج عن المزيد من الشفافية وتحسين بيئة المعلومات



وبالنتيجة الوصول إلى التمويل الخارجي، فإن تنفيذ معايير الإبلاغ المالي الدولية (IFRS) لديه القدرة على تقليل تكلفة رأس المال للشركات وتعزيز قيمة الشركة في نهاية المطاف (Agyei, et al,2020:4).

على صعيد آخر فإن قيمة الشركة تتأثر بمجموعة من القرارات هي: (التمييز وحسين، 2017: 399)

1. القرارات المتعلقة بالاستثمار: تتمثل بالقرارات المتعلقة بالاستثمار في الموجودات المتداولة والثابتة لفترات طويلة، كما وأن العائد يمكن توقعه من الاستثمار ويتطلب تخصيص موارد الشركة في حساب الاستثمار، وتعد الموازنة الرأس مالية وإدارة رأس المال العامل من بين قرارات الاستثمار.
2. القرارات المتعلقة بالتمويل: تهتم بتمويل أنشطة الشركة وتساعد في تحقيق توافق هيكل التمويل بين رأس المال الممتلك والمقترض.
3. القرارات المتعلقة بالتوزيع: تهتم هذه القرارات بكيفية التصرف بالأرباح وتركز على توزيعات الأرباح عن طريق توزيعها على حملة الأسهم على شكل مقسوم أرباح.

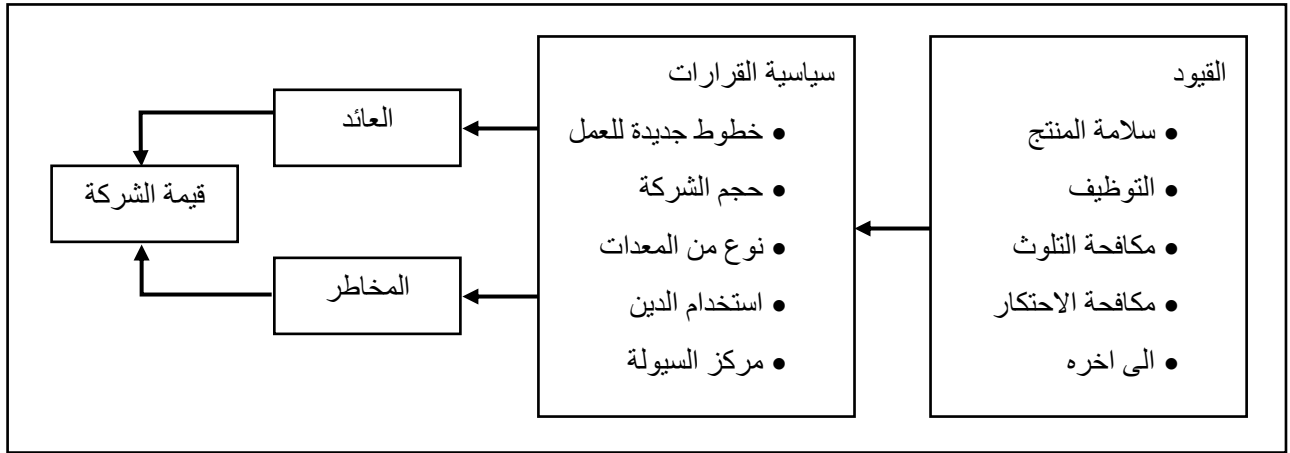
### 3-1-7 توليد القيمة Create Value

توليد القيمة هو عملية أو سلسلة من الأنشطة الديناميكية التي تولد منتجات أو خدمات قيمة تؤديها الشركة باستثمار مواردها فضلاً عن التعاون مع شركاء في الصناعات الأخرى التي لديها كفاءات تكميلية لتحقيق الحياة الجيدة (Dora,2015:12)، وتستند فلسفة توليد قيمة الشركة على الربح الذي تحققه الشركة ولا يعتمد عائد الشركة فقط على كيفية إدارة الشركة المالية والإدارية، ولكنه يعتمد أيضاً على استراتيجيات التسويق التي تطبقها الشركة، كما أن سمعة الشركة قادرة على التعامل مع الأعمال التجارية لصالح الاقتصاديات الرئيسية الفقيرة، إن توليد القيمة أو السمعة هو الاستراتيجية الرئيسية لمساعدة الشركة في البقاء وتوليد الأموال لشركة في مرحلة مختلفة من دورة العمل. إن فهم وتحليل بيئة الأعمال يمكن الشركة من تحديد مصادر الربح، مما يوجب على الشركة التحقيق في العامل السياسي والاقتصادي والاجتماعي والتكنولوجي المعروف باسم "تحليل PEST" من أجل الاحتفاظ بالزبائن الذين هم الدافع الرئيس وجذبهم إذ يتدفق المال إلى الشركة، ويشترك تكوين القدرة التنافسية في الشركة من ثلاثة لاعبين رئيسيين، وهم الزبائن والموردون والمنافسون. وبالنتيجة، ينبغي على الشركة أن تمتلك وعياً في التنافس، وتتبع بعض الاستراتيجيات التي تساعد في توليد قيمة للزبائن، وبناء علاقة جيدة مع مورديها، والقدرة على إفساد فرص توليد القيمة لدى المنافسين، كما يتوجب عليها فهم سلوكيات الزبائن والوفاء باحتياجاتهم (Fen, et al,2012:6)

ان توليد قيمة الشركة يكون عن طريق التعاون بين الشركة وأصحاب المصلحة جميعا والمتمثلين في الموظفين والدائنين والموردين والمساهمين والبيئة، بحيث تكون الشركة موجهة نحو أصحاب الشركة لكون الشركة لا يمكنها تعظيم قيمتها عندما تتجاهل مصالح أصحاب المصلحة (Gyamerah & Agyei,2016:85)، وتجدر الإشارة الى ان هناك ثلاث طرائق لتوليد قيمة للشركة وهي: (Zhang et al,2018:472)

1. إعادة بناء المنتجات والسوق والتي تتضمن
    - أ. تقديم المنتجات أو الخدمات التي تلبي احتياجات المجتمع.
    - ب. تقديم المنتجات أو الخدمات للأسواق الهامشية.
  2. إعادة تعريف الإنتاجية في سلسلة القيمة وتشمل:
    - أ. تطبيق الابتكار والحوافز للعاملين.
    - ب. تصميم وتطوير المنتجات الخضراء.
    - ج. إطلاق التسويق الأخضر وتوجيه مفهوم استهلاك الزبون.
  3. تحسين وتعزيز وتطوير بيئة الكتلة الصناعية<sup>(1)</sup> عن طريق:
    - أ. مساعدة الموردين لضمان الجودة العالية للمواد الخام.
    - ب. التعاون مع المؤسسات العلمية أو التعاون البحثي الجامعي الصناعي.
    - ج. التعاون مع الجامعات والمدارس المهنية للتدريب التوجيهي للمهنيين.
    - د. وضع أو قيادة معايير الصناعة وتعزيز التطوير الصناعي.
- وترتبط إدارة المخاطر في الشركة مع توليد القيمة وذلك عن طريق ما بينه ( Skoglund & Chen,2015:1) اذ أوضح ان موضوع إدارة المخاطر من المواضيع المهمة في عالم الشركات الموجه نحو توليد القيمة والذي افضى بدوره بالدافع نحو تطوير ممارسة إدارة المخاطر، ومع تطور التكنولوجيا أصبحت البنية التحتية السليمة لأنظمة ادارة المخاطر ميزة تنافسية للشركات وفي ذات السياق أوضح (Deventer, et al,2013:807) ان للإدارة تأثير كبير في توليد قيمة للمساهمين عن طريق إدارة المخاطر بشكل جيد وتخصيص الموجودات بشكل مناسب في الشركة بما يؤدي الى تعظيم قيمة المساهمين.
- وتمائشياً مع ما ذكره (Skoglund & Chen,2015:1) و (Deventer, et al,2013:807) فان الشكل (1-3) يبين المفاضلة بين المخاطر والعائد لتوليد قيمة الشركة:

<sup>1</sup> الكتلة الصناعية تعني: تركيز للشركات التي تنتج نفس المنتجات أو الخدمات المتشابهة وتقع ضمن منطقة جغرافية متجاورة تمتد على عدد قليل من القرى أو بلدة أو مدينة والمناطق المحيطة بها في منطقة وتواجه فرصاً وتهديدات مشتركة (<https://www.docsity.com/en/documents/downloading/?id=4308254>)



شكل (1-3)

المفاضلة بين المخاطر والعائد

**Source:** Kim, Suk H., & Seung H. Kim, (2006), Global Corporate Finance: Text And Cases. John Wiley & Sons, Sixth Edition.

وعليه ومن خلال ما تقدم يبين (السعيد والسمير، 2009: 7) ان الهدف وبالدرجة الأولى من سياسة توليد القيمة هو تعظيم قيمة أسهم الشركة التي يمتلكها المساهمون، فكلما كان سعر بيعها أعلى من سعر اقتناؤها، فضلاً عن سياسة توزيع الأرباح المتحققة التي تشكل عنصر جذب إيجابي للمساهمين، فتحقيق أو توليد تدفقات نقدية كافية لضمان توزيع حد أدنى من الأرباح على المساهمين يسمح بتحقيق هدف الشركة في تبني مسار توليد القيمة.

### 8-1-3 تعظيم قيمة الشركة عن طريق تعظيم قيمة حملة الأسهم

#### Maximize Firm Value & Maximizing Value of Shareholders

يشير تعظيم القيمة الى أنه يجب على المديرين اتخاذ جميع القرارات بهدف زيادة إجمالي القيمة السوقية للشركة على المدى البعيد (Vuorinen,2019:61) اذ تقوم الشركات بدفع رواتب مدراءها وربطها بالأداء، ولكن التقلبات في قيمة الشركة يجري تقاسمها بين المديرين والمساهمين اذ يتحمل المديرون بعض المخاطر الخارجة عن سيطرتهم ويتحمل المساهمون بعض تكاليف الوكالة، إذا فشل المديرون في تعظيم قيمة الشركة، وعليه فان معظم الشركات الكبرى حول العالم تربط جزءاً من رواتب المديرين التنفيذيين بأسعار الأسهم ويأخذ هذا التعويض أحد الأشكال الثلاثة: خيارات الأسهم<sup>(1)</sup> أو الأسهم المقيدة (الأسهم التي يجب

<sup>1</sup> تمنح خيارات الأسهم المديرين الحق (ولكن ليس الالتزام) بشراء أسهم شركاتهم في المستقبل بسعر ممارسة ثابت، وفي العادة ما يتعين سعر الممارسة مع سعر سهم الشركة في اليوم الذي يجري فيه منح الخيارات، فإذا كان أداء الشركة جيداً وارتفع سعر السهم، يمكن للمدير شراء الأسهم والنقد على الفرق بين سعر السهم وسعر الممارسة، اما إذا انخفض سعر السهم يتترك المدير الخيارات دون ممارسة ويأمل في استرداد سعر السهم أو التعويض عن

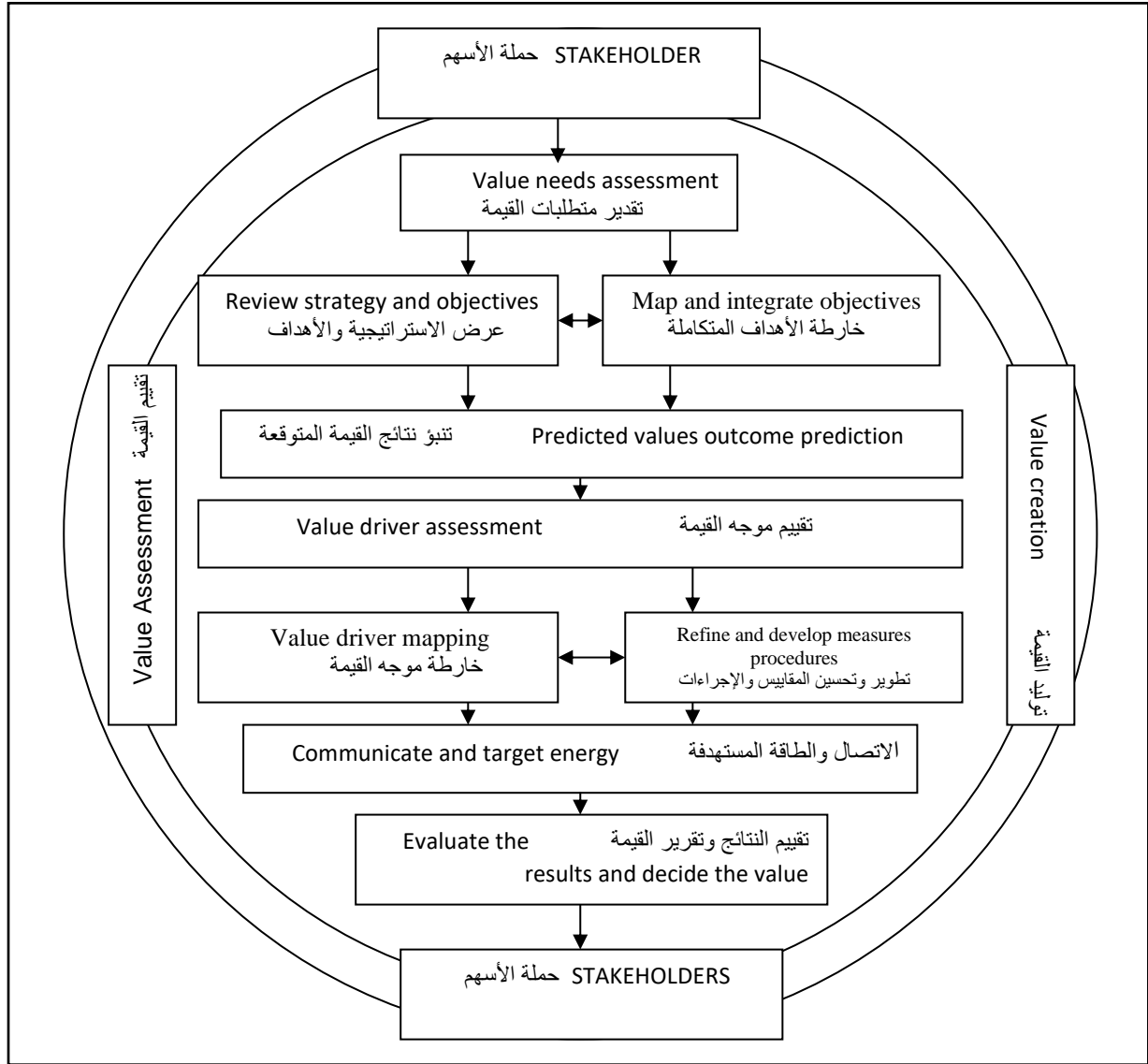
الاحتفاظ بها لعدة سنوات) أو أسهم الأداء (الأسهم الممنوحة فقط إذا حققت الشركة أرباحاً أو هدفاً آخر) (Brealey, et al,2011:297)

واتفق جميع الباحثين في مجال التمويل على أنه ينبغي على الشركة أولاً وقبل كل شيء زيادة ثروة المساهمين وإن أفضل مقياس لثروة حاملي الأسهم هو القيمة السوقية لأسهم الشركة لأن القيمة السوقية تعكس تأثير جميع القرارات المالية، إذ تحدد القرارات المالية التي يتخذها مديرو الشركة مستوى سعر سهمها عن طريق التأثير في مخاطر وحجم أرباحها، وبعبارة أخرى فإن تعظيم ثروة حاملي الأسهم يعتمد على الموازنة بين المخاطر والعائد، فعلى الرغم من أن جميع القرارات المالية عملياً تنطوي على مثل هذه الموازنة بين المخاطر والعائد، فإن هذا الأمر مهم بشكل خاص لقرارات الموازنة الرأسمالية لأن استثمارات رأس المال مربحة لكنها تخضع لمجموعة متنوعة من المخاطر. (Kim & Kim,2006:460)

وفي الكثير من الحالات يعمل مجلس الإدارة على تحفيز المدراء للعمل بجدية أكبر عن طريق ربط تعويضه بقيمة الشركة (Eckbo,2007:440)

يقوم المدير المالي في التحكم بتدفقات راس المال الداخل والخارج في الشركة في المحاولة لتحقيق أقصى قيمة للمساهمين وتقييم فاعليته عن طريق مدى تعزيز عملياته لثروة المساهمين، وعليه ينبغي على المدير فهم وتقييم شامل لمحددات القيمة لتوقع عواقب القرارات البديلة، ان مهارات تقييم البدائل لها بعد استراتيجي مهم لذلك ولاختيار الاستراتيجيات المالية البديلة الصائبة يتطلب من المدير المالي تقييم قيمة الشركة لمتابعة اختيار البدائل (Pike & Neale,2009:285)

ويبين مخطط القيمة الموضح في الشكل (2-3) ان الأهمية الكبيرة من تعزيز القيمة تنعكس نتائجها بالنهاية على حملة الأسهم.



الشكل (2-3)

### مخطط القيمة

المصدر: المالكي، نضال عبد الله ياسين، (2008) "تقييم أثر الثقافة المحاسبية في تعزيز قيمة الوحدة الاقتصادية"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بغداد، ص 117  
 وفيما يرتبط بالتركيز على تعظيم قيمة حملة الأسهم للوصول الى تعظيم قيمة الشركة من دون بقية أصحاب المصلحة في الشركة يبين (O'Connell & Ward,2020:2-4) ان اسبقية حملة الأسهم على بقية أصحاب المصلحة تأتي من أربع وجهات نظر هي:

- 1- وجهة نظر الوكالة: أن المديرين لديهم التزام تعاقدي بإعطاء الأولوية لتعظيم قيمة المساهمين على مطالبات أصحاب المصلحة الآخرين وذلك على وفق نظرية الوكالة اذ يُنظر إلى الشركة على أنها "رابطة العقود" والمساهمون هم أصحاب الشركة وهم خارج الشركة وبالنتيجة لا

يمكنهم إدارة الشركة لذلك يقوم المساهمون بتعيين وكلاء (مجالس إدارة) لحماية مصالحهم وإدارة الشركة نيابة عنهم، وللوفاء بالتزاماتها التعاقدية يجب على مجالس الإدارة اتخاذ قرارات تعزز استدامة الشركة على المدى الطويل، وتشير وجهة النظر التقليدية الى أن الاستدامة طويلة الأجل مرادفة للبراعة المالية. لذلك يجب أن يكون التركيز على اتخاذ القرارات المالية التي تزيد من قيمة المساهمين من حيث عوائد الأرباح والزيادات في سعر السهم.

2- وجهة نظر السيطرة: من وجهة نظر السيطرة، المساهمون هم أصحاب النفوذ المسيطر وبالنتيجة هم أصحاب المصلحة الأكثر أهمية كما وان لكل سهم حقوق تصويت، وعلى الرغم من أن المساهمين ينقلون حقوقهم في التحكم إلى مجلس الإدارة لإدارة الشركة نيابة عنهم، إلا أنهم يتمتعون بنفوذ على مجلس الإدارة ويمكنهم حضور الاجتماعات العامة السنوية وإقالة المديرين ويمكنهم التأثير على اتخاذ قرارات مجلس الإدارة عن طريق حقوق التصويت في الاجتماعات، وعلى الرغم من أنهم نقلوا السيطرة في اتخاذ القرارات التشغيلية إلى مجلس الإدارة، إلا أن المساهمين يحتفظون بالسيطرة النهائية. ونتيجة لذلك فإن المساهمين أهم أصحاب المصلحة ويجب على مجلس الإدارة والمديرين والعاملين العمل على زيادة ثروة المساهمين إلى أقصى حد، ويمكن تحقيق تعظيم ثروة المساهمين عندما يتم تحقيق الاستدامة على المدى الطويل.

3- وجهة نظر المطالبات المتبقية: يقدم المساهمون الأموال للشركة للاستثمار وتستثمر الشركة هذه الأموال في الموجودات، لذلك فإن أي موجودات تشتري بأموال المساهمين هي ملك لهم ومع ذلك تحتل الحقوق التعاقدية لأصحاب المطالبات الآخرين كالعاملين والموردين قانونياً مرتبة متقدمة أمام المطالبات التعاقدية للمساهمين، هذا يعني أنه يحق للمساهمين فقط الحصول على القيمة المتبقية عند تصفية الشركة بعد إرضاء جميع المطالبين التعاقديين الآخرين، ونتيجة لذلك يتحمل المساهمون المزيد من المخاطر مما يمنحهم اهتمام أكبر باستدامة الشركة على المدى الطويل مقارنةً بأصحاب المصلحة الآخرين، وعليه فإن أي قرار يتخذه مجلس الإدارة له تأثير مباشر في ثروة المساهمين، في حين تكون جميع مطالبات أصحاب المصلحة الآخرين ثابتة، لذلك يجب أن تركز مجالس الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين في الأسهم لأن هذا سيضمن الاستدامة طويلة الأجل للشركة.

4- التوافق مع الثروة الاجتماعية: تتبع وجهة النظر هذه من كونها تحقق قيمة للمجتمع ككل، فعندما تركز مجالس الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين، ينتج عن ذلك فوائد لأصحاب المصلحة الآخرين، كزيادة إيرادات المبيعات، وقد تتبع سياسات تعمل على تحسين خدمة

الزبائن أو توفير نطاق منتجات أوسع، مما يؤدي إلى أرباح إضافية للمساهمين، ومع ذلك قد ينتفع الزبائن الذين يتمتعون بخدمة عالية الجودة ولديهم إمكانية الوصول إلى مجموعة واسعة من المنتجات. ولتقليل تكاليف توظيف العاملين قد تستثمر الشركة في تدريب العاملين أو إدخال ساعات عمل مرنة، كما سيؤدي ذلك إلى خفض التكاليف بسبب انخفاض معدل دوران العاملين وانخفاض معدلات المرض وتحسين إنتاجية العاملين الأكثر سعادة، فالتغييرات مفيدة للعاملين الذين يزيدون رأس مالهم البشري عن طريق اكتساب مهارات جديدة، ويمكنهم إدارة التوازن بين العمل والحياة بشكل أفضل. فضلاً عن ذلك فإن المكاسب المالية للمساهمين سيكون لها أيضاً تأثير مجتمعي كما هو الحال في الاقتصادات المتقدمة الحديثة، فإن غالبية السكان يستثمرون في أسواق الأوراق المالية وقد يكون هذا الاستثمار مباشراً عن طريق شراء الأسهم أو غير مباشر عن طريق صناديق التقاعد الخاصة بهم وبالنتيجة يُقال إن التركيز على قيمة المساهمين سيكون مفيداً للمجتمع ككل.

### 3-1-9 استراتيجية إدارة الشركة وتعظيم قيمتها

#### Corporate strategy and value maximization

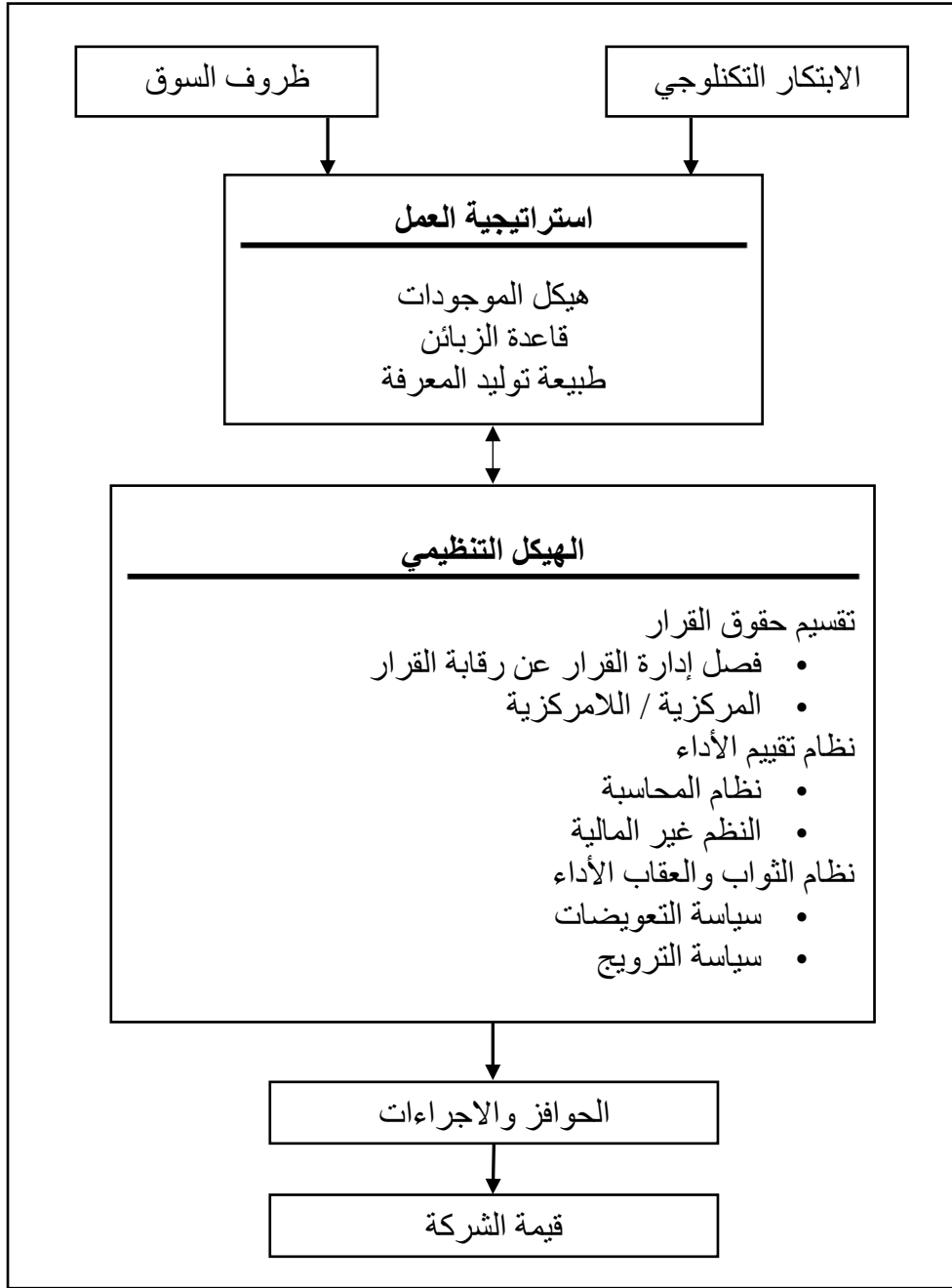
بدون استراتيجية محددة بوضوح، لن يكون للأعمال التجارية أساس مستدام لتوليد ميزة تنافسية في السوق والحفاظ عليها لذلك فإن التخطيط الاستراتيجي يعد موضوع بحث مهم للغاية للنجاح التنظيمي، وقد أظهرت الدراسات أن معدل الفشل المرتفع بين الشركات الصغيرة، خاصة بين الشركات الناشئة، يمكن أن يُعزى إلى الافتقار إلى التخطيط الرسمي للأعمال، وأظهرت الدراسات بشكل عام أن التخطيط ليس مهماً فقط للمؤسسات الكبيرة ولكن أيضاً للشركات الصغيرة والمتوسطة كما وجدت أن الشركات التي تخطط لنتائج مالية أفضل من الشركات التي لا تخطط لذلك تشكل الاستراتيجية أساس نجاح الشركة (Kutllovci, et al,2012:42)

يؤكد منهج تركيز القيمة الاستراتيجية على أهمية القيمة طويلة الأجل للشركة والتي تأتي من التخطيط الدقيق لأهداف العمل وتنفيذ الاستراتيجيات لتحقيق القيمة المثلى للمساهمين. (Li,2018:161)، فان قيمة الشركة يجب أن تكون محور استراتيجي ويرتبط الأداء التنظيمي والأرباح ارتباطاً وثيقاً بهذه القيمة، فضلاً عن كون الجهود المبذولة لتوليد قيمة الشركة بالتعاون مع كل مساهم لديه القدرة على تعزيز التنمية الاجتماعية والاقتصادية، مما يؤدي إلى تغيير الطريقة التي ينظر بها المجتمع والشركات إلى بعضهم البعض، وتحقق مكاسب السمعة الجيدة تعزيز الشراكات وزيادة الكفاءة وتحسين التفاهم المتبادل بين أصحاب المصلحة لتحقيق ميزة تنافسية (Zhang, et al,2018:469-470).

ويمكن تقسيم استراتيجيات الشركات الى أربع استراتيجيات وهي (العنابي،2020: 20-22)

1. المدافعة (Defender): وفق هذه الاستراتيجية تبحث الشركة عن حماية موقعها التنافسي في السوق عن طريق آلية تحكم قوية وإنتاج فاعل واستمرارية واعتمادية
  2. المبادرة (Prospector): وتبحث فيها الشركة عن استغلال فرص جديدة وتطوير منتجات جديدة فضلاً عن انشاء أسواق جديدة أي انها تركز وبشكل خاص على مهارات التسويق والبحث والتطوير
  3. المتحفظة (Conservative): بموجب الاستراتيجية المتحفظة تتفادى الشركة المخاطر المفرطة وتعمل بجد في تحسين الخدمات وتسليم المنتجات كما وتبحث عن أساليب تطوير الجودة
  4. المفاعلة (Reactor): وتطبق هذه الاستراتيجية في الشركات التي تعاني من ضعف السيطرة على بيئتها الخارجية وتفتقر الى القدرة على التكيف مع المنافسة الخارجية كما وإنها تفتقر إلى السيطرة الداخلية وليس هناك استراتيجية نظامية
- ويبين (Zimmerman,2017:610) ان هناك عاملان خارجيان (الابتكار التكنولوجي وظروف السوق) يؤثران في استراتيجية أعمال الشركة ثم تتفاعل استراتيجية العمل مع الهيكل التنظيمي للشركة لتقديم حوافز للمديرين والعاملين، وتؤثر هذه الحوافز على الإجراءات المتخذة، والتي بدورها تؤثر في قيمة الشركة. وهكذا، يؤكد الشكل (3-3) على أن العوامل الخارجية مثل التكنولوجيا وظروف السوق تؤثر في الاستثمارات، والبنية التنظيمية، والحوافز، والإجراءات، وفي النهاية في قيمة الشركة.





شكل (3-3)

محددات استراتيجية العمل والهيكل التنظيمي وقيمة الشركة

**Source:** Zimmerman, Jerold L., (2017)"Accounting for Decision Making and Control", Ninth Edition, p.611

### 10-1-3 قياس قيمة الشركة Company Value Measures

يمكن قياس قيمة الشركة بعدة طرائق وضحتها الدراسات والأبحاث المعنية بذلك، إذ تحتسب قيمة الشركة بشكل عام على أسعار السوق للأسهم أو من خلال القيمة السوقية للموجودات، ومن بين هذه المقاييس ما يلي:

1. نسبة السعر الى العوائد (Price-Earnings Ratio): نسبة السعر إلى العوائد (PE) (أو نسبة مضاعفة) هي أول مقاييس القيمة السوقية المستخدمة وتطبق المعادلة الآتية في احتسابها:

$$PE \text{ Ratio} = \frac{\text{Price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

تبين هذه النسبة الى ان اسهم الشركة تباع بمقدار كم ضعف من أرباحها، فإذا كانت النسبة تساوي (7) فهذا يعني أن سعر أسهم الشركة تباع بسبعة اضعاف أرباحها، تقيس هذه النسبة مقدار استعداد المستثمرين للدفع مقابل كل دولار من الأرباح الحالية وعليه غالباً ما يشير ارتفاع قيمة الأرباح على ان الشركة لديها احتمالات كبيرة للنمو المستقبلي، وفي بعض الأحيان تقسم هذه النسبة على معدل نمو الأرباح المستقبلية المتوقعة للحصول على نسبة السعر والعائد والنمو (PEG) فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة فهذا يعني ان نسبة (PE) مرتفعة جداً مقارنة بالنمو والعكس صحيح (Ross, et al,2019:66)

2. نسبة قيمة الشركة الى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاندثار والاطفاء (Enterprise Value-EBITDA Ratio): قيمة الشركة هو تقدير للقيمة السوقية للموجودات التشغيلية للشركة، وتعني الموجودات التشغيلية للشركة جميع موجودات الشركة باستثناء النقد، أي يمكن استخدام الجانب الأيمن من الميزانية العمومية لحساب القيمة السوقية للشركة بتطبيق المعادلة الآتية:

$$\text{Enterprise value} = \text{Total market value of the stock} + \text{Book value of all liabilities} - \text{Cash}$$

وتستعمل القيمة الدفترية للمطلوبات بسبب صعوبة الحصول على قيمها السوقية لجميعها او للبعض منها، كما وان القيمة الدفترية للمطلوبات تكون في العادة تقديراً تقريبياً معقولاً وقريباً للقيمة السوقية خصوصاً الديون قصيرة الاجل، يمكن ملاحظة ان مجموع القيمة السوقية للأسهم وجميع المطلوبات يساوي قيمة موجودات الشركة بعد طرح النقد (Ross, et al,2019:67)

3. العائد على الموجودات (Return on Asset): يستخدم العائد على الموجودات كمقياس مالي على نطاق واسع لقياس قيمة الشركة، وتعكس مقدار الكفاءة في استخدام جميع الموجودات الخاضعة لسيطرتها بغض النظر عن مصدر التمويل، فعندما يكون العائد على الموجودات

أعلى فإنه يظهر أن الكفاءة التشغيلية عالية وبالنتيجة فإنه يعزز قيمة الشركة ( Fen, et al,2012:29)، ويمكن حساب معدل العائد على الموجودات عن طريق المعادلة الآتية:  
(Ehrhardt & Brigham,2011:100)

Return on assets (ROA)

$$= \frac{\text{Net income available to common stockholders}}{\text{Total assets}}$$

4. مقياس (Tobin's Q): قدم (James Tobin's) والحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد هذا المقياس عام 1969 للتنبؤ بقيمة الشركة السوقية وادائها المستقبلية والذي يعد من أهم النماذج الأكثر قبولاً (Geldenhuys,2014:2)

إذ يتم قياس قيمة الشركة باستخدام Q. Tobin's Q هي نسبة تقاس بالقيمة السوقية لموجودات الشركة كما تقاس بالقيمة السوقية لمبلغ الدين والأسهم القائمة مقابل تكلفة استبدال موجودات الشركة، وصيغة Tobin Q (التي سيتم استخدامها في الجانب العملي للبحث) هي: (Melinda & Wardhani,2020:159)

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{total market value} + \text{total book value liabilities}}{\text{total book value of assets}}$$

ويتم حساب Tobin's Q كقيمة السوق للأسهم بالإضافة إلى القيمة الدفترية للديون مقسومة على القيمة الدفترية للموجودات (Min & Verhoeven,2013:191) وتقاس شركة Tobin's Q على أنها نسبة إجمالي الموجودات مطروحاً منها القيمة الدفترية للأسهم بالإضافة إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات (Mintah & Schadewitz,2018:11)

ويحسب من خلال نسبة إجمالي الموجودات مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية زائد القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات. (Mintah & Schadewitz,2019:18)

وتقاس Tobin's Q بمجموع قيمة سوق الأوراق المالية للشركة والقيمة الدفترية للديون كنسبة مئوية من إجمالي موجوداتها (Yao et al,2019:1770)

### 3-1-11 مزايا مؤشر (Tobin's Q)

يتميز مؤشر (Tobin's Q) بالعديد من المزايا والتي دعت العديد من الباحثين إلى استخدامه كمؤشر لقياس قيمة الشركة، ومن بين هذه المزايا الآتية:

1. الحد من التشوهات التي قد تنشأ بسبب القوانين المحاسبية والضريبية كونه يستخدم القيمة السوقية لراس مال الشركة والذي يتضمن عوامل الربحية والخطر لها في المستقبل، فضلاً عن كونه من أفضل مقاييس أداء الشركات من بين المقاييس المحاسبية الأخرى كالعائد على الموجودات أو العائد على المبيعات، كما يمكن حسابه بسهولة على ضوء المعلومات المتاحة في القوائم المالية المنشورة للشركات (النعيمي،2012:24).
  2. كما يعد مؤشراً لمستوى دافع الشركة للاستثمار في رأس المال ويمكن أن يكون مفيداً للتنبؤ بتوليد القيمة المستقبلية للشركة وتشير إلى ما إذا كان المستثمرون يتوقعون فرص نمو عالية أو منخفضة كما وتأخذ بنظر الاعتبار الفرص المستقبلية المتوقعة فضلاً عن العوائد من الأنشطة الحالية (Salvia, et al,2020:4).
  3. مقياساً دقيقاً لتوقعات عائد سوق الأسهم ويعتبر مؤشراً ممتازاً للقيمة السوقية (Geldenhuys,2014:9).
  4. القابلية على المقارنة للشركات في الصناعات المختلفة كون النموذج يتطلع إلى المستقبل ولا يتأثر بالمعايير المحاسبية التي قد تختلف عبر الصناعات (Bendle & Butt,2018:15).
  5. يعكس Tobin's q ربحية الشركة على المدى الطويل لأنه يجسد العلاقة بين تكلفة استبدال الموجودات الملموسة للشركة والقيمة السوقية لها (Bendle & Butt,2018:16).
  6. مفيد في اتخاذ قرارات الاستثمار ويخلص المعلومات المستقبلية ذات الصلة بقرارات استثمار الشركة.
  7. يوفر أيضاً مدى رؤية السوق للشركة من مختلف الجوانب التي تراها الأطراف خارج الشركة بما في ذلك المستثمرين.
  8. يمثل Tobin Q عددًا من المتغيرات المهمة في قياس الأداء، بما في ذلك الموجودات المسجلة للشركة واتجاهات السوق المناسبة مثل آراء المحللين حول آفاق الشركة ورأس المال الفكري أو الموجودات غير الملموسة (Haosana,2012:32).
- مما تقدم يمكن ملاحظة أن قيمة الشركة من المواضيع الهامة والتي ترتبط بتقييم أداء الشركة والتي يمكن زيادتها عن طريق العديد من العوامل والمؤشرات الهامة لما لهذه القيمة من تأثير كبير في استمرار الشركة في مزاوله اعمالها وفق البيئة اليوم التي تتسم بالمنافسة العالية، ويأتي تعظيم قيمة الشركة عن طريق اتخاذ القرارات الإدارية الهامة والتي تعد القرارات الاستثمارية من أهمها والتي تتخذ من قبل الإدارة بما يصب في مصلحة الشركة دون التلاعب بمصالح المساهمين لتحقيق

مصالحهم الخاصة، لذلك تعمل الحوكمة من خلال آلياتها على ضبط سلوك الإدارة وتوجيهها نحو حماية حقوق المساهمين، لذلك سيبين المبحث الآتي العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة.

## المبحث الثاني

### هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

#### **Ownership Structure, Efficiency Of Investment Decisions, And Company Value**

تعد الشركات المساهمة من اكثر أنواع الشركات شيوعاً وانتشاراً في العالم وتسيطر على العديد من المجالات الهامة في اقتصاديات العديد من البلدان، ولما كان رأس مال هذه الشركات يتكون من مجموعة كبيرة من الأسهم وهو ما يضيف الى ان يكون حاملي هذه الأسهم يشكلون العديد من الافراد او الشركات او اية جهات أخرى كالحكومة وغيرها وهو ما يعرف بهيكل الملكية، وعليه أصبح عدد الأسهم المملوكة يلعب دوراً مهماً في السيطرة على القرارات داخل الشركة كالتصويت على القرارات الهامة وانتخاب مجلس الإدارة واختيار الإدارة وغيرها، لذلك يمكن ان يكون لتوليفة هيكل الملكية دوراً بارزاً في كيفية توجيه الإدارة ومراقبتها وتحقيق الكفاءة من ناحية اتخاذ القرارات الاستثمارية بكفاءة وبما يصب في مصلحة المساهمين، ذلك لان اتخاذ القرارات الاستثمارية بكفاءة سينتج عنه تعزيز لقيمة الشركة، لذلك يتناول هذا المبحث الفقرات الآتية.

#### **1-2-3 هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية Ownership Structure And Efficiency Of Investment Decisions**

نتيجة لفصل ملكية الشركة عن ادارتها قد تواجه الشركات ذات اليات الحوكمة الضعيفة مشاكل تتعلق بتضارب المصالح بين المالكين والإدارة، وعليه فان اليات الحوكمة الجيدة تعمل على توازن المصالح بين المالكين والإدارة وهو ما يقلل من مخاطر الانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار وبالشكل الذي يؤدي الى تحقيق مستوى عالي من الشفافية والمسائلة من خلال الإفصاح عن المزيد من المعلومات لأصحاب المصلحة وهو ما يمكن المديرين من اتخاذ القرارات الاستثمارية الفاعلة عن طريق التقليل من عدم تناسق المعلومات وبالنتيجة فان ذلك يمكن الشركة من جذب الأموال من المصادر الخارجية وبتكلفة منخفضة (Abbas,et al,2018:308)، اذ ان تقليل مشاكل الوكالة يترتب عليه تحقيق الكفاءة من ناحية اتخاذ القرارات الاستثمارية عن طريق توفير أكبر قدر من الشفافية (Chen,et al,2017:5)، كما وتلعب الحوكمة الجيدة للشركات دوراً مهماً في القرارات الاستثمارية للشركات وغالباً ما ينعكس ذلك في ارتفاع أسعار أسهمها في السوق المالي، اذ أن ممارسات الحوكمة السليمة تؤدي في الغالب إلى أداء مالي متفوق (Dess,et al,2019:278) ويرى (Yang,et al,2020:1) ان كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات تتأثر بشكل أساسي بعدم تناسق المعلومات فضلاً عن مشاكل الوكالة التي تحاول الحوكمة الحد منها بشكل

كبير، وان الحوكمة الجيدة تحسن من كفاءة القرارات الاستثمارية اذ ان اليات الحوكمة تعمل على كبح الاستثمار المفرط وذلك يؤدي الى تعزيز كفاءة القرارات الاستثمارية وتأسيسا على ما تقدم فقد أشار عدد من الباحثين أن هنالك علاقة بين آليات الحوكمة التي يعد هيكل الملكية جزءاً منها وبين كفاءة القرارات الاستثمارية لكون توليفة هيكل الملكية ينطوي عليها السيطرة على القرارات في الشركة وطريقة ادارتها فضلا عن توزيع الصلاحيات داخل مجلس الإدارة مما ينتج عنه الكيفية التي يتم عن طريقها اتخاذ القرارات الاستثمارية وبما يحقق اهداف أصحاب المصالح، وعليه فان لها علاقة مع كفاءة القرارات الاستثمارية وكالاتي:

**3-2-1-1 الملكية الإدارية:** الملكية الإدارية هي أداة تستخدم لتحفيز المديرين لضمان مشاركتهم في مراقبة عمليات الشركة وكفاءة الإدارة، فضلا عن ذلك فان زيادة الملكية الإدارية قد تشجع المديرين على المشاركة في الاستثمارات عالية المخاطر وقد تنشأ مشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين (Rashed, et al,2018:3).

ويرى الباحث الملكية الإدارية يمكن ان تلعب دوراً كبيراً في كافة القرارات التي يتم اتخاذها في الشركة لا سيما القرارات الاستثمارية لكون ذلك يعكس في جانبين وهما:

أ. مع زيادة الملكية الإدارية فان ذلك يحتم على المدير التنفيذي للشركة بالعمل على تحقيق اهدافها طويلة الأمد وتحقيق أقصى قدر من الكفاءة لان ذلك يضفي الشعور بكونه المالك للشركة وبالنتيجة يمكن ان يعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية.

ب. إذا كانت الملكية الإدارية قليلة قد يعمل المدير التنفيذي على تحقيق مصالحه الشخصية على حساب مصالح الشركة ككل وهو ما قد يعكس سلبا في القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها

ومن وجهة نظر أخرى فقد تكون الملكية الإدارية عائقا امام تغيير الإدارة واستبدالها.

**3-2-1-2 الملكية العائلية:** ان للملكية العائلية قدرة كبيرة في التأثير على القرارات التي تتخذها الإدارة فضلا عن مراقبتها لان لديهم حوافز قوية لأنفاق الوقت والمال لكونهم لا يمتلكون التنوع في استثماراتهم، اذ تميل العائلات الى امتلاك افاق استثمارية طويلة الاجل مما ينتج عنه قرارات استثمارية أكثر كفاءة (Du,2009:7).

وعليه فان هنالك علاقة معنوية بين الملكية العائلية وأداء الشركة، اذ ان الشركات ذات الملكية العائلية أفضل من بقية الشركات، وان ادارتها أفضل وتحقق ارباحاً أكثر من غيرها بسبب اتخاذ القرارات التي تعود بالمصلحة على الشركة (Alwshah,2009:81).

وعلى النقيض من ذلك يرى (Kholmurodova,2009:29) الى أن وجود أكثر من فرد من العائلة يؤدي إلى عدم كفاءة اتخاذ القرارات الاستثمارية بسبب الخلافات والصراعات التي تنشأ بين افراد العائلة.

*يتفق الباحث مع الراي الذي يذهب الى ان الملكية العائلية تعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية كونهم يمثلون مالكين رئيسيين للشركة فضلاً عن تراكم خبراتهم التي تنتقل عبر الاجيال وهو ما يحتم العمل بجدية لاتخاذ قرارات تنعكس في استمرار الشركة في مزاوله نشاطها.*

**3-1-2-3 الملكية المؤسسية:** يلعب المستثمرون المؤسسيين دوراً هاماً في الشركات حول العالم اذ ان وجودهم له اثار كبيرة في سياسات الشركة وتقييمها لكونهم يمارسون وظائف الحوكمة الهامة ويحملون افاقاً استثمارية وهو ما ينعكس في أداء الشركة، فضلاً عن ذلك فان وجود الملكية المؤسسية يؤثر في العديد من المجالات في الشركة كالاستثمار والاندماج وعوائد الأسهم والوصول الى التمويل الخارجي وتكلفة راس المال وتقييم الشركة (Doring,et al,2020:2). وبين (Firth,et al,2015:3) في دراسته الى ان الشركات ذات الملكية المؤسسية القليلة كانت أكثر عرضة لعدم كفاءة القرارات الاستثمارية اذ وجد فيها اما الافراط في الاستثمار او نقص الاستثمار.

فضلاً عن ذلك فان وجود جهات مانعة مؤسسية يسهم في تقليل الاستثمار دون المستوى الأمثل عن طريق المراقبة الفاعلة (Samet & Jarboui,2017:7).

**3-1-2-4 الملكية التبادلية:** يمكن ان تعمل الملكية التبادلية ومن الناحية النظرية على السعي بما يحقق مصالح الشركة مما يفرض على الشركة الأخرى المعاملة بالمثل فتكون المراقبة من قبل الطرفين وبنفس المستوى وهو ما قد يرتبط بعلاقة مع القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها.

**3-1-2-5 تركيز الملكية:** تسمح الملكية المركزة للمساهمين الذين لديهم حصة ملكية كبيرة بممارسة السيطرة على الشركة، ففي العادة يتولى أكبر مساهم مسؤوليات رئيس مجلس الإدارة او المدير التنفيذي لذلك تكون لديه الحوافز والسلطة التقديرية الكافية للسيطرة على الشركة (Tayem,2015:2)، وعليه فمن خلال السلطة والسيطرة التي تفرضها الملكية المركزة فيمكن ان يكون لها دور كبير في كفاءة القرارات الاستثمارية.

**3-1-2-6 الملكية الأجنبية:** تلعب الملكية الأجنبية دوراً هاماً في تحسين الحوكمة وبالنتيجة يعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية وذلك لكونهم اكثر قدرة في جمع وتحليل ومعالجة المعلومات وذلك لخبراتهم الاستثمارية الفائقة وعليه فهم اكثر دراية من المستثمرين الاخرين (Chen,et



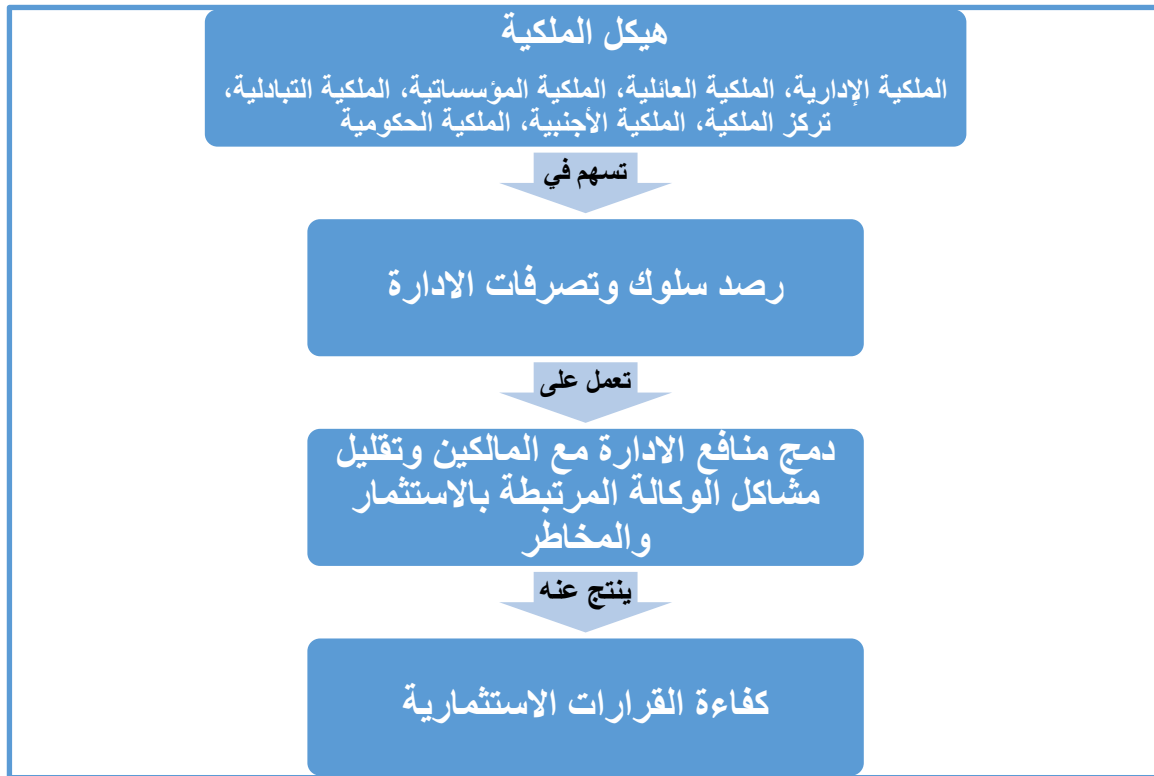
2 (al,2017:411)، فضلاً عن ذلك فإن الملكية الأجنبية يمكن ان تعمل على اتخاذ القرارات التي ينتج عنها تحسين أداء الشركات وبالنتيجة فان لها تأثير إيجابي كبير في أدائها بسبب امتلاك المساهمين الأجانب الى قدرة لمراقبة الشركة بشكل اكبر، اذ يعملون كوكلاء خارجيين للحكومة (Alwshah,2009:91).

وتعمل الملكية الأجنبية على تخفيف مشاكل الوكالة وعدم تناسق المعلومات عن طريق تحسين الحوكمة والشفافية و عليه فان لها علاقة إيجابية مع كفاءة القرارات الاستثمارية (Chen,et al,2017:409 2).

**3-2-1-7 الملكية الحكومية:** ان الملكية الحكومية تعزز من كفاءة الاستثمار (Yang,et al,2020:1)، وعلى النقيض من ذلك فقد تعمل الحكومة من خلال ممارسة سيطرتها على بعض الشركات الى تحقيق اهداف اجتماعية وسياسية كالتوظيف والصحة والتنمية والاستقرار الاجتماعي وغيرها مما يغير من سلوك الشركات الاستثماري وبالنتيجة يؤدي الى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (Chen,et al,2011:260)، اذ تواجه الشركات ذات الملكية الحكومية ضغوطاً محدودة في سوق رأس المال لذلك قد يتخذون قرارات استثمارية غير فاعلة كما وان أهداف الشركات ذات الملكية الحكومية تختلف عن أهداف الشركات غير المملوكة للدولة لأن عليها تحقيق أهداف اجتماعية وسياسية (أي التوظيف)، مما قد يؤدي إلى قرارات استثمارية غير فاعلة (Ullah,et al,2020:10).

ويرى (Chen,et al,2017:409 2) ان الملكية الحكومية تعمل على زيادة عدم تناسق المعلومات وبالنتيجة تقلل من كفاءة القرارات الاستثمارية فضلاً عن كونها تتعارض مع تعظيم ثروة المساهمين او تخصيص الموارد بكفاءة لأنها تخدم مصالح السياسيين.

ومما تم استعراضه يتبين بان هيكل الملكية يرتبط بعلاقة مع كفاءة القرارات الاستثمارية عن طريق السلطة والصلاحيات التي يمكن ان تمنحها نسبة الملكية فضلاً عن الجهة التي تملك هذه النسبة، ويمكن توضيح العلاقة عن طريق الشكل الاتي:-



الشكل (4-3)

العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية

المصدر: اعداد الباحث

### 2-2-3 هيكل الملكية وقيمة الشركة

#### Ownership Structure And Company Value

تشير الحوكمة الى الرقابة والإجراءات الموجودة للتأكد من أن الإدارة تعمل لصالح المساهمين مما يقلل من احتمالية أن تتخذ الإدارة مجموعة من القرارات التي تصب في مصلحتها الخاصة مما يمكن ان ينتج عنه قرارات لا تصب بالنتيجة في تعظيم قيمة الشركة، ومن تعريف الحوكمة بأنها مجموعة الآليات المؤسسية والمستندة الى السوق التي تحتل المسيطرين في الشركة (أولئك الذين يتخذون القرارات بشأن كيفية إدارة الشركة) لاتخاذ قرارات تزيد من قيمة الشركة لأصحابها (موردي رأس المال) (Alves,2011:24)

ويشير (Nazira & Afzab,2018:142) الى ان حوكمة الشركات هي الدعامة الرئيسة لتكوين ثروة جميع أصحاب المصلحة وهي خاصية مهمة لتخفيض تكاليف الوكالة وتعزيز قيمة الشركة والذي يتم ذلك عن طريق مجموعة من الليات الحوكمة، ولا يمكن إغفال أهمية هيكل الملكية في تعزيز قيمة الشركات، إذ يعد بوصفه أحد المتغيرات الهامة في إدارة الشركات، وان وجود نظام

حوكمة في الشركات جيد يحسن من أدائها وتحقيق أهدافها الاستراتيجية وستكون قيمتها السوقية أعلى من قيمتها الدفترية (ذياب،2010: 24)، كما وان هنالك علاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة والتي تنعكس على قيمة حملة السهم، إذ إن الشركات التي تتصف بمستوى جيد من التطبيق لحوكمة الشركات تحقق أرباحاً أكبر مما يؤدي الى أقبال المستثمرين على الاستثمار فيها بشكل أفضل ويزيد من قيمتها (الجنابي،2008: 95)، فالشركات التي تطبق الحوكمة بشكل جيد ستزيد من ثروة المساهمين وتقيد الاستثمارات غير الضرورية وتقلل من التعامل السلبي مع الأطراف ذات العلاقة وتزيد من ربحيتها وبالنتيجة تزيد من قيمة الشركة (Ni, et al,2020:5)

وتؤكد العديد من الدراسات السابقة على الارتباط بين آليات حوكمة الشركات وقيمة الشركة في الشركات الكبيرة، كما وأن الشركات التي لديها آليات حوكمة قوية تتمتع بقيمة أكبر، وبالنتيجة مستوى أعلى من المبيعات (Al najjar & Al najjar,2017:3)

فالحوكمة تشتمل على مجموعة من الآليات التي يتم من خلالها محاسبة الشركات والرقابة عليها وتؤثر في كيفية تحديد أهداف الشركة وتحقيقها وكيفية مراقبة وتقييم المخاطر وكيفية تحسين الأداء، وتشجع هياكل حوكمة الشركات الفاعلة على توليد قيمة للشركة من خلال ريادة الأعمال والابتكار والتطوير والاستكشاف وتوفير أنظمة المساءلة والرقابة بما يتناسب مع المخاطر التي تنطوي عليها (Du,et al,2011:4-5)

فضلاً عن ذلك فان الحوكمة تهدف الى زيادة قيمة الشركة على المدى الطويل، ويمتد الهدف ليشمل جميع شركاء الشركة (Pani,2009:63)، وعليه فان قيمة الشركة تتأثر بالعديد من العوامل الداخلية والخارجية، ومن بين العوامل الداخلية فان قيمة الشركة تتأثر من عن طريق حوكمة الشركات وهيكل الملكية (Darko,et al,2018:1)، اذ تعمل اليات الحوكمة على تخفيض تعارض المصالح الناتج عن وجود الوكالة وبالنتيجة تحسين قيمة الشركة (Ullah,et al,2020:45)، فالشركات التي تتمتع بممارسات الحوكمة الرشيدة في وضع يمكنها من تقليل تكاليف التمويل الخارجي، وبالنتيجة زيادة قيمة الشركة، وان لهيكل الملكية تأثير مهم في قيمة الشركة من خلال تحسين حقوق المساهمين وتمكينهم من المراقبة القوية للإدارة (Al Najjar & Al Najjar,2017:4)

ويمكن ان يكون لهيكل الملكية تأثير كبير في الاشراف على مجالس إدارة الشركات وبالنتيجة في قيمة الشركة (Zahedi, et al 2015:903)، فالشركات التي تتمتع بمستوى عال من الحوكمة تتمتع بقيمة أعلى من الشركات ذات المستوى الضعيف من الحوكمة (li & Zaiat,2017:2)

واخيراً فان اتباع اليات الحوكمة الجيدة ينتج عنه تعظيم قيمة أسهم الشركة وتدعيم تنافسية الشركات في اسواق المال العالمية لاسيما في ظل استحداث ادوات وآليات مالية جديدة وحدوث

اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيس (يعقوب، 2006: 78)، وبناءً على ذلك يمكن التطرق الى طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة وكالاتي:

**3-2-2-1 الملكية الإدارية:** أن الملكية الإدارية يمكن أن تلعب دوراً مركزياً في تقليل تكاليف الوكالة مما يشير إلى أن بعض مستويات ملكية أسهم مجلس الإدارة لها مزايا جيدة، وان الملكية الإدارية تعمل على الموازنة بين مصالح المدراء والمساهمين، ومع زيادة الملكية الإدارية يزداد أداء الشركة وعليه فان الملكية الإدارية ترتبط بشكل كبير مع قيمة الشركة، وفي النهاية فان تأثير الملكية الإدارية ليس بمستوى واحد لجميع الشركات بل يختلف حسب طبيعة حجم الشركات (Chen,2010:41)، فعندما تقل الملكية الإدارية في الشركة تزداد المخاطر وتزداد احتمالية ان يعمل المديرين لمصالحهم الخاصة، وعليه فان حوافز الإدارة تجنب المخاطر المحتملة وعدم تناسق المعلومات بين الإدارة والمساهمين، ان الملكية الإدارية تعد بوصفها أحد أنواع الحوافز الإدارية والتي يتم من خلالها مكافأة الإدارة على جهودها المبذولة اذ ان اقوى رابطة بين ثروة المساهمين وثروة الإدارة هي الملكية المباشرة للاسهم من قبل الادارة وبالنتيجة سينعكس في أداء الشركة وقيمتها (Tong,2010:25)، كما تعمل الملكية الإدارية على موازنة مصالح المديرين والمساهمين بشكل افضل مما قد يؤثر في زيادة قيمة الشركة (Isshaq,et al,2009:493)، وعلى النقيض مما تقدم فان الجوانب الايجابية للملكية الإدارية في قيمة الشركة ليس بالشيء المطلق اذ يمكن ان يكون له تأثيراً سلبياً ينعكس بشكل سلبي في قيمة الشركة، اذ يرى (Marimuthu,2017:659) الى ان قيمة الشركة تزداد عندما تقل الملكية الإدارية وفي نفس السياق يشير (حسن ومحسن، 2016: 490) الى ان زيادة الملكية الإدارية يمكن ان ينتج عنه ان يكون للإدارة مجال أوسع في العمل على استغلال نفوذها وبالنتيجة اتخاذ القرارات التي تحقق مصالحها بخلاف مصلحة الشركة.

**3-2-2-2 الملكية العائلية:** عادةً ما تلعب الملكية العائلية دوراً مزدوجاً كمالكين ومديرين للشركة، ومن الناحية الاقتصادية فإنهم يستثمرون في رأس المال البشري الخاص بالشركة مما يعزز من الروابط طويلة الأمد مع الشركة التي قد تزيد من قيمة الشركة، ويشير هذا إلى تأثير التوافق الى الحافز الإيجابي للملكية العائلية فضلاً عن ذلك قد يتغلب الولاء الأسري على مشاكل الحوافز ويزيد الكفاءة (Pedersen & Thomsen,2003:34) فضلاً عن ذلك فان تأثير الملكية العائلية يمكن أن يوفر أيضاً مزايا تنافسية وأن الشركات العائلية تتفوق في الأداء على الشركات غير العائلية (Paniagua,2018:230)، وعلى النقيض من ذلك يرى (Jaraa,et al,2019:259) ان زيادة الملكية العائلية قد تقضي الى زيادة عدم تناسق المعلومات وبالنتيجة ارتفاع تكلفة راس المال، وقد

يحاول افراد العائلة الائتلاف فيما بينهم والتفرد بالمصالح دون مراعاة حقوق الأقلية وهو ما يكون تأثيره سلبا على قيمة الشركة.

**3-2-2-3 الملكية المؤسسية:** ان زيادة الملكية المؤسسية يمكن ان تؤدي الى زيادة سيطرة المساهمين المؤسسين على الشركة وبالنتيجة يؤدي الى زيادة قيمة الشركة ( Zahedi, et al 2015:903)، اذ تعمل المؤسسات على تحسين أداء الشركات من خلال تقليل عدم تناسق المعلومات وتطوير التعويض القائم على الحوافز للمديرين التنفيذيين وبالنتيجة يعمل على تقوية ارتباط الأداء بحوافز الإدارة، فضلا عن ذلك تعمل المؤسسات على ان تكون القرارات الخاصة بعمليات الشراء في الشركة ذات جودة افضل مما قد يؤثر بشكل إيجابي على كل من قيمة الشركة والأداء المالي، ومع ذلك فإن المؤسسة هي المهيمنة من حيث حصص الملكية ويمكن ان تعمل على تجاهل مصالح مساهمي الأقلية وبالنتيجة قد تتأثر قيمة الشركة سلباً ( Hjelm & Sundin,2015:1)، فإن الملكية المؤسسية هي إشارة رئيسية للمستثمرين الآخرين للربحية المحتملة للشركة والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة وتحسين تقييمها في السوق (Jacob,et al,2017:297)، وتعد الملكية المؤسسية اهم الاليات الخاصة بالحوكمة والذي يؤثر وجودهم بشكل كبير في قيمة الشركة، اذ ان المستثمرون المؤسسيين الذين يمتلكون حصصا اكبر من الأسهم يكون لديهم دوافع اكثر لمراقبة الإدارة وبتكبد كلفة اقل من بقية المستثمرين، وسينخفض الدافع لمراقبة الإدارة عند انخفاض نسبة الملكية في اسهم الشركة، الا انه يمكن ان يعمل المستثمرون المؤسسيين على مصادرة مصالح الأقلية عن طريق التعاون مع الإدارة (Thanatawee,2014:5)، واخيراً فان هنالك علاقة إيجابية بين الحوكمة وقيمة الشركة الا ان دور الملكية المؤسسية هو دور ضعيف نسبيا في تعزيز قيمة الشركة ( Aboud & Diab,2018:447)

**3-2-2-3 الملكية التبادلية:** يرى (Muramiya and Takada,2015:7) بان الشركات ذات الملكية التبادلية تكون فيها عدم تناسق للمعلومات بشكل أكبر وتكون فيها جودة الأرباح اعلى فضلاً عن ذلك تكون فيها قيمة الشركة اقل من غيرها من الشركات

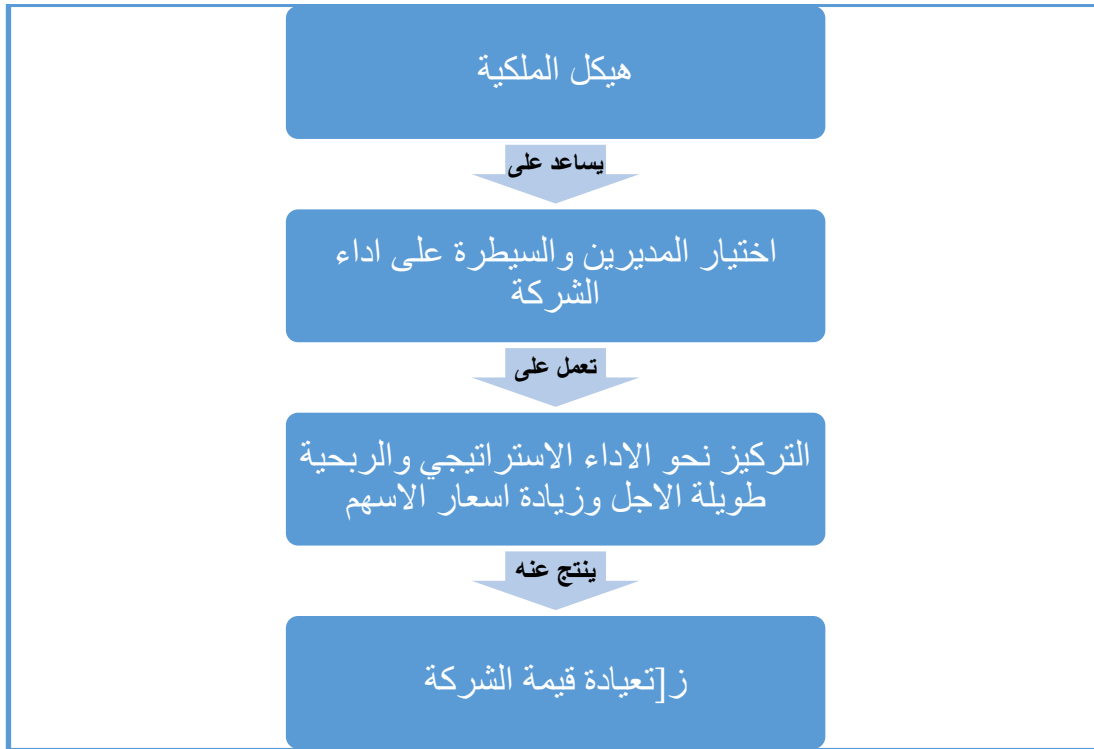
**3-2-2-3 تركيز الملكية:** ان اهم طرائق تعظيم قيمة الشركة تكون من خلال الملكية المركزة للاسهم كون وجود مساهم كبير في الشركة يحسن من أداء الشركة المحاسبي وبالنتيجة يقوم كبار المساهمين بمعالجة مشكلة الوكالة لكون مصلحتهم العامة تكون في تعظيم الأرباح والسيطرة الكافية على موجودات الشركة (Chen,2010:39)، فإذا كان المالكون يهدفون إلى زيادة القيمة السوقية للشركة إلى الحد الأقصى فإن تركيز الملكية يعني مزيداً من المراقبة وبالنتيجة خفض تكاليف الوكالة وعليه تكون الأرباح المتوقعة اكبر وأسعار الأسهم اعلى، لأن أصحاب الكتلة الكبيرة لديهم

حوافز أقوى لمراقبة الشركة وبسبب التوافق الحافز الأكبر بين المالكين والمديرين ( Pedersen ) (Pedersen, 2003:30) ، كما وان تركيز الملكية والملكية العائلية من العوامل الرئيسية المؤثرة في قيمة الشركة (Pratyksa, et al,2015:48) ويؤثر تركيز الملكية في قيمة الشركة عن طريق منح أصحاب الملكية المركزية السلطة للمشاركة في السيطرة وتهديد المديرين باستخدام حقهم في التصويت واستراتيجيات الوصول المباشر (Marimuthu,2017:660)، وعلى العكس من ذلك ينتج عن الملكية المركزية سيطرة مجموعة من الأشخاص على الشركة ويعملون على تجسيد مصالحهم الخاصة والتي قد لا تتوافق مع مصالح الأقلية من المساهمين وهو ما قد ينعكس بشكل سلبي ويؤدي الى تخفيض قيمة الشركة (Brahmana,et al,2019:364) واطهرت الأدلة أن الشركات ذات التركيز العالي للملكية لديها محتوى معلومات أقل عن الأرباح وسينتج عنه مزيد من إدارة الأرباح وبالنتيجة عندما تُترك معظم حصة الشركة في أيدي قلة من المستثمرين تزداد احتمالية التلاعب بالبيانات المالية بسبب تلبية احتياجاتهم وتوقعاتهم ، لذلك من المتوقع أن تتأثر قيمة الشركة في هذه الشركات (Zahedi, et al 2015:904)

**3-2-2-6 الملكية الأجنبية:** ان أصحاب الملكية الأجنبية يقودون الى تحسين الحوكمة فضلاً عن التأثير في القرارات الإدارية وبالخصوص فيما يرتبط بسياسة توزيع الأرباح، الا انهم يسعون نحو الأداء القصير الاجل عن طريق المطالبة بتوزيعات ارباح عالية بدلا من إعادة تخصيص الأرباح في مشروعات الشركة وعليه فان لهم تأثير في قيمة الشركة (Choi,et al,2014:208)، وتؤدي الملكية الأجنبية الى نقل الموارد التكنولوجية والمهارات الى الشركات التي تمتلك اسهما فيها في دول أخرى ذات الأسواق الناشئة والتي تستفيد من تنويع المخاطر وكفاءة سوق راس المال الداخلي وهو ما ينعكس في أداء الشركة (Tong,2010:28)

**3-2-2-7 الملكية الحكومية:** ان الملكية الحكومية عندما تكون حصتها كبيرة في الشركة فأنها تساعد على سهولة الوصول الى الموارد المالية كالقروض وتعمل على تقليل تكلفة الديون لكون وجود الملكية الحكومية يوفر ضمانات للدائنين للسداد والحماية من الإفلاس وهو ما ينتج عنه في النهاية زيادة قيمة الشركة (Beuselinck,et al,2017:4)، ووجد (He,et al,2016) ان قيمة الشركة تتخفف عند انخفاض الملكية الحكومية عن طريق دراسته التي اجراها لعينة من الشركات الصينية، وبخلاف ذلك يبين (Tong,2010:27) ان الملكية الحكومية تؤثر في قيمة الشركة تأثيرا سلبيا وذلك لكون الأهداف الحكومية تتوجه نحو تحقيق اهداف سياسية او اهداف غير اقتصادية كلها تقلل بالنتيجة من أداء الشركة، ويتم التعبير عن الملكية الحكومية بكونها تخفض من قيمة الشركة وذلك لغياب الحوافز الإدارية للمديرين فضلا عن عدم تعرض المديرين لضغوط السوق

المتعلقة بالأسهم والمنتجات واخيراً يتم تقييم المديرين وفقاً لما تم تحقيقه من الأهداف السياسية والحكومية كتوفير فرص عمل او توفير سلع رخيصة وغيرها (Chen,et al,2017:410 2) وعلى مستوى الدراسات التطبيقية توصلت دراسة (Mian,et al,2014:736) التي اجراها لعينة مكونة من (1466) شركة من الشركات المدرجة في البورصة الصينية الى وجود علاقة إيجابية بين هيكل الملكية والتمثلة في تركيز الملكية والملكية الإدارية وبين قيمة الشركة، وتوصلت دراسة (Al-Khour,2006:31-32) التي اجراها لعينة مكونة من (89) شركة من الشركات المدرجة في بورصة عمان الى ان الملكية الإدارية والملكية المؤسسية لها علاقة إيجابية مع قيمة الشركة إذا ما تجاوزت نسبة الملكية (25%) والى عدم وجود علاقة ووجود علاقة سلبية بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة إذا ما كانت نسبة الملكية الإدارية اقل من (5%) وعليه ومما تقدم يمكن التوصل الى أن هنالك علاقة بين هيكل الملكية والذي يعد من آليات الحوكمة وبين قيمة الشركة لكونا يحدد نسب توزيع الأسهم بين الجهات المختلفة المالكة لها وهو ما ينطوي عليه السيطرة على الشركة ورقابتها وبالنتيجة العمل بما يعزز من قيمتها على المدى الطويل، والشكل (3-5) يوضح العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.



الشكل (3-5)

العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة

المصدر: اعداد الباحث

### 3-2-3 كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

#### Efficiency of investment decisions and company value

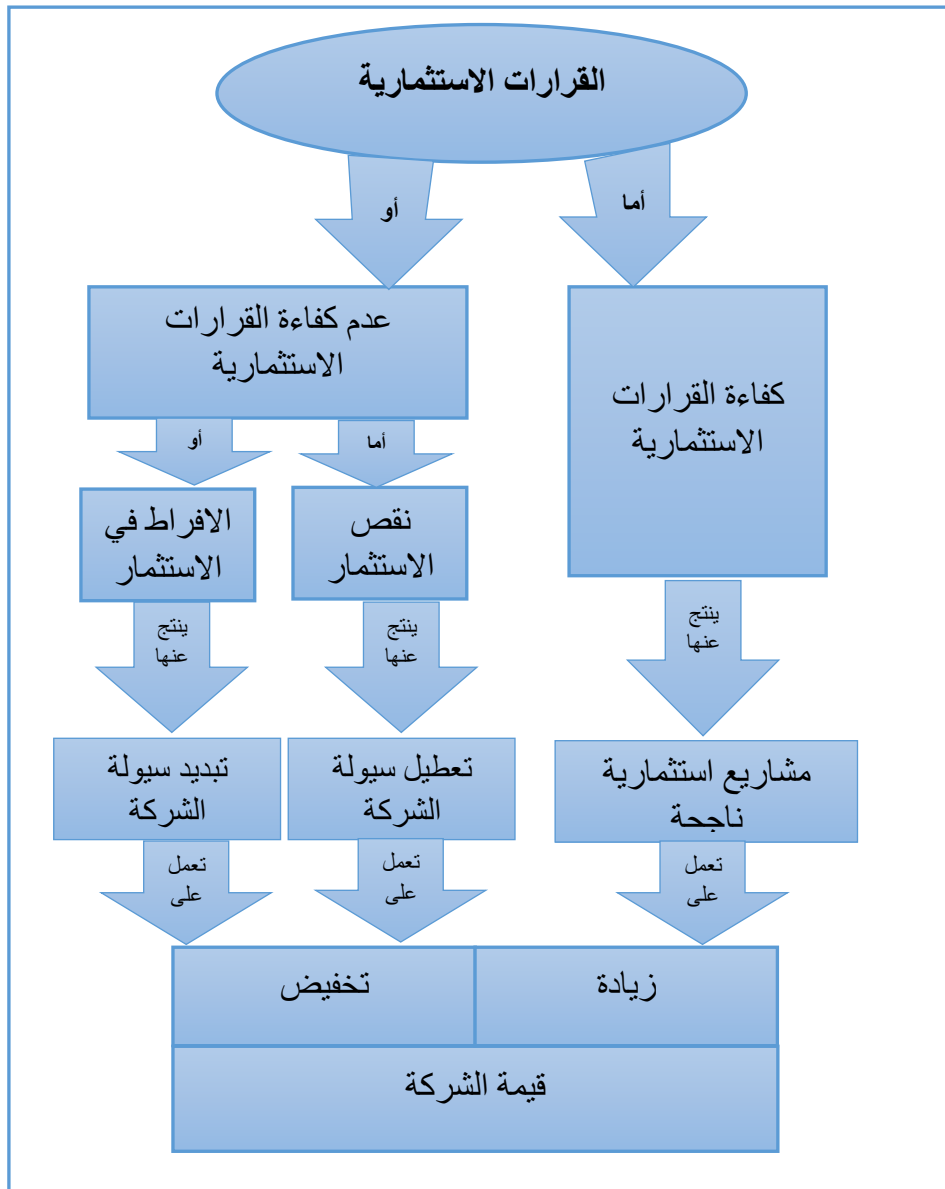
تعد القرارات الاستثمارية من أهم القرارات الإدارية على الإطلاق التي تشير الى القرارات الخاصة بقبول أو رفض المشاريع الاستثمارية التي لها تأثير طويل المدى على الشركة، فالاستثمارات الناجحة لها تأثير إيجابي للغاية على ازدهار أعمال الشركة، وعلى العكس من ذلك فإن الاستثمارات غير الناجحة تسبب صعوبات كبيرة للشركة مما قد يؤدي إلى عدم استمرارها وتصفيتها، وعليه يجب أن تكون القرارات الاستثمارية متوافقة مع استراتيجية الشركة وبالنتيجة يجب أن تؤدي إلى تحقيق الأهداف الاستراتيجية وخاصة الأهداف المالية، ويجب أن تؤدي إلى زيادة في قيمة الشركة، اذ يجب أن تحترم القرارات الاستثمارية العوامل الداخلية المرتبطة باستراتيجية الشركة فضلاً عن العوامل الخارجية المرتبطة ببيئة الأعمال والتي هي في العادة عوامل المخاطر وعدم التأكد، ومع ذلك فإن بيئة الأعمال هي أيضاً مصدر للفرص التي يمكن أن تجلب مشاريع استثمارية مثيرة للاهتمام (KLEPÁCOVÁ,2014:15)

ويجلب الاستثمار في مشاريع رأس المال الجيد قيمة إضافية للشركة ومن المنطقي للمديرين متابعة أكبر عدد ممكن من فرص الاستثمار ذات القيمة القصوى المتاحة، فإن الواجب الائتماني للمديرين يتوافق مع تقييم المشاريع الاستثمارية بشكل نقدي واختيار فقط تلك التي تعزز قيمة الشركة (Naeem & Li,2019:53)

فالحوكمة الجيدة تلعب دوراً هاماً في القرارات الاستثمارية للشركات الكبرى والتي غالباً ما ينعكس هذا الدور في أسعار الأسهم للشركات التي تتبنى الحوكمة بشكل جيد (Dess,et al,2019:278)، اذ تمثل الحوكمة مجموعة من الآليات التي تهدف الى تقليل مشاكل الوكالة التي تنتج عن عدم تناسق المعلومات وتحسن من حماية المساهمين عن طريق تقليل السلوك الانتهازي للإدارة، وتسمح بمراقبة الإدارة بشكل أفضل بما يؤدي بالنتيجة الى ان يتخذ المديرين القرارات التي تصب في مصلحة المساهمين كالقرارات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الإيجابية (Siagian,et al,2017:6)، وبين (Chen,et al, 2017:7) الى ان نظرية فرص الاستثمار تشير إلى أن المديرين قادرون على تعظيم القيمة السوقية للشركة من خلال تنفيذ مشاريع القيمة الحالية الصافية الإيجابية، وتعد القرارات الاستثمارية للشركات من أهم العوامل الأساسية التي تحدد قيمة الشركة وبالنتيجة ثروة المستثمرين (Firth,et al,2015:1)، وان القرارات الاستثمارية غير الكفوءة سيكون لها تأثيراً سلباً على ربحية الشركة ومن ثم قيمتها (Isshaq,et al,2009:489)، وتعد القرارات الاستثمارية كفوءة إذا ما قامت الشركة بتنفيذ جميع المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، اما إذا كان الاستثمار اقل من المستوى المطلوب وهو ما يسمى بنقص الاستثمار او



الافراط في الاستثمار فان ذلك سينعكس في تخفيض قيمة الشركة (Abbas,et al,2018:311)، وفيما يرتبط بنسبة الأسهم المملوكة وكفاءة القرارات الاستثمارية بين ( Karim & Ilyas,2020:2) ان كبار المساهمين المسيطرين على الشركة يؤثرون في القرارات المتخذة فيها. نرى فيما تم التطرق اليه في أعلاه ان القرارات الاستثمارية المتخذة تأخذ اتجاهين، الاتجاه الأول ينتج عنه زيادة قيمة الشركة إذا ما تم اتخاذ القرارات بكفاءة، والاتجاه الاخر ينتج عنه تخفيض قيمة الشركة إذا تم اتخاذ القرارات بشكل غير كفوء عن طريق الافراط في الاستثمار او نقص الاستثمار، ويمكن توضيح ذلك عن طريق الشكل الآتي:



الشكل (6-3)

العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

المصدر: اعداد الباحث

### 3-2-4 العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

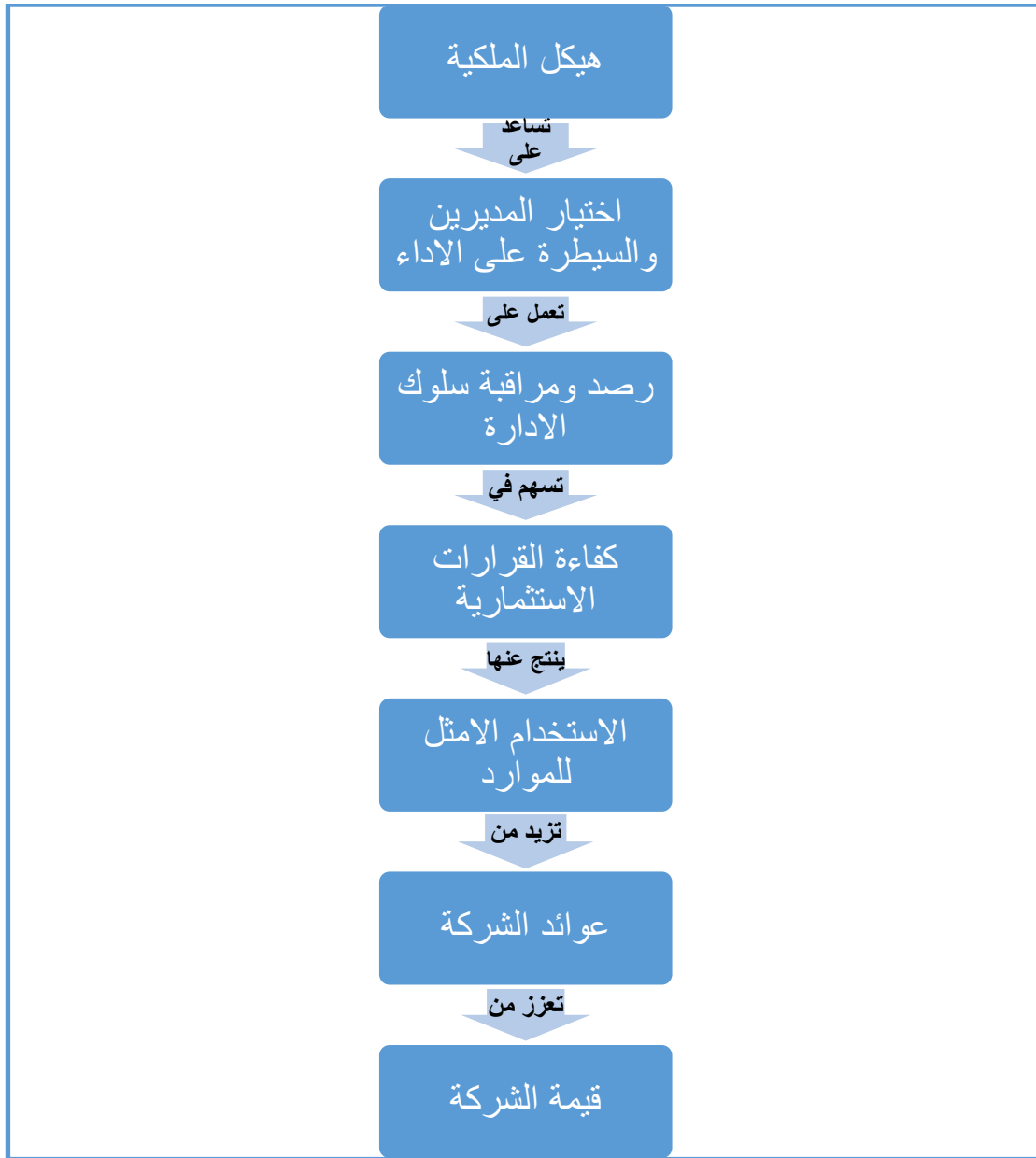
#### Ownership Structure, Efficiency Of Investment Decisions And Company Value

ان الهدف الرئيس الذي ذكرته الادبيات في مجال الإدارة المالية المعاصرة هو الذي يشير الى ان تتوجه كل القرارات المالية نحو تعظيم ثروة المساهمين من خلال تعظيم قيمة الشركة، و عليه يجب على الشركة ان تختار القرارات الاستثمارية التي تعظم قيمة الشركة (المعيني وزياد، 2016: 205) إذ تعمل القرارات الاستثمارية الجيدة على إضافة قيمة للشركة مما يحتم على المديرين التركيز على القرارات الاستثمارية وتخصيص الأموال اللازمة لها وبشكل فاعل لكون ذلك يعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية ويزيد من ربحية الشركة واستدامتها وبالنتيجة يعزز من قيمة الشركة (Naeem & li,2019:53).

وتأسيساً على ما تقدم وكل ما تم ذكره فان هنالك علاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة، وتباينت الآراء بخصوص هذه العلاقة والتي أشار بعضها الى ان العلاقة بينهما ايجابية وبعض آخر بين ان العلاقة سلبية سواء كانت لواحده او أكثر من مكونات هيكل الملكية، ويمكن ان يكون سبب الاختلاف حول التأثير الإيجابي او السلبي ناتج عن واحداً او أكثر من الجوانب الآتية:

1. درجة التقدم التكنولوجي.
2. مستوى الالتزام بالإفصاح والشفافية التي تفرضها الجهات المسيطرة على الأسواق المالية ومدى تبني الشركات لها.
3. درجة الالتزام بتبني وتطبيق معايير الإبلاغ المالي الدولية.
4. طبيعة القوانين والأنظمة والتعليمات الحاكمة للنشاط الاقتصادي.
5. درجة الوعي المالي والاقتصادي للمتعاملين مع الشركة كافة.
6. مدى حرية او تقييد النشاط الاقتصادي السائد.
7. مقدار الاهتمام بالقضايا البيئية والاجتماعية والاستدامة بصورة عامة.
8. حجم العينة وطبيعة نشاطها التي تم اجراء الدراسة عليها.

ويمكن تلخيص العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة عن طريق الشكل الآتي:



الشكل (7-3)

العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

المصدر: اعداد الباحث

بعد استعراض الجوانب النظرية والمفاهيم الخاصة لكل من هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة فضلاً عن التطرق الى العلاقة النظرية بينهما لابد من دراسة العلاقة العملية فيما بينهم واستخراج النتائج وهو ما سيتم استعراضه في الفصل اللاحق.

## الفصل الرابع

### قياس المتغيرات واختبار الفرضيات

## الفصل الرابع

### قياس المتغيرات واختبار الفرضيات

#### تمهيد

يتناول هذا الفصل الدراسة الميدانية للبحث عن طريق قياس متغيراته المتمثلة بالمتغير المستقل (هيكل الملكية) والمتغير الوسيط (كفاءة القرارات الاستثمارية) والمتغير التابع (قيمة الشركة) فضلاً عن اختبار الفرضيات وتفسير النتائج، وعليه فإن هذا الفصل يتضمن مبحثين وكما يلي:

المبحث الأول: قياس هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

المبحث الثاني: اختبار الفرضيات وتفسير النتائج

## المبحث الأول

### قياس هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

يتضمن هذا المبحث قياس متغيرات البحث المتمثلة في المتغير المستقل هيكل الملكية والمتغير الوسيط كفاءة القرارات الاستثمارية والمتغير التابع المتمثل بقيمة الشركة، فضلاً عن تحليل وتفسير النتائج التي تم التوصل إليها بالتطبيق على عينة من المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2010-2019 وبواقع (148) مشاهدة.

#### 1-1-4 نبذة تعريفية عن المصارف عينة البحث

تتكون عينة البحث من مجموعة من المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وقد تم اختيار القطاع المصرفي من بين بقية القطاعات وذلك للأسباب الآتية:

1. أكثر الشركات المدرجة في السوق من حيث العدد تقع ضمن القطاع المصرفي إذ بلغ عدد المصارف المدرجة وحسب تقارير سوق العراق للأوراق المالية (44) مصرفاً.
2. أكثر الشركات تداولاً للأسهم، إذ بلغ حجم الأسهم المتداولة وحسب تقارير سوق العراق للأوراق المالية لعام 2019 (419717238727) سهم وبقيمة مقدارها (170224211531) دينار.

3. الأهمية الكبيرة للقطاع المصرفي في الاقتصاد الوطني

وعليه تم اختيار القطاع المصرفي والذي تبلغ عدد المصارف المدرجة فيه (44) مصرفاً، وبعد استبعاد المصارف الإسلامية البالغ عددها (21) مصرفاً يتبقى (23) مصرفاً، وعليه تم اختيار (15) مصرفاً كعينة للبحث بعد استبعاد المصارف الحديثة التأسيس والمصارف غير المكتملة بياناتها ضمن السلسلة الزمنية لعينة البحث، وعليه تبلغ نسبة العينة (65%) من إجمالي المصارف المدرجة في السوق، ويلخص الجدول (1-4) النبذة التعريفية للمصارف عينة البحث

#### جدول (1-4)

##### نبذة تعريفية عن المصارف عينة البحث

ت	التفاصيل	سنة التأسيس	سنة الإدراج في السوق	راس المال عند التأسيس	راس المال في عام 2019	حجم التداول في عام 2019
1.	مصرف الائتمان العراقي	1998	2004	200,000,000	250,000,000,000	6,933,772,401
2.	مصرف الاستثمار العراقي	1993	2004	100,000,000	250,000,000,000	2,288,635,102
3.	المصرف الأهلي العراقي	1995	2004	400,000,000	250,000,000,000	257,646,709
4.	مصرف الخليج التجاري	1999	2004	600,000,000	300,000,000,000	2,065,265,903

2,128,369,164	250,000,000,000	400,000,000	2004	1993	5. مصرف الشرق الأوسط للاستثمار
653,862,903	252,500,000,000	10,000,000,000	2005	2001	6. مصرف الموصل للتنمية والاستثمار
174,862,897	250,000,000,000	500,000,000	2004	1999	7. مصرف بابل
12,308,012,619	250,000,000,000	100,000,000	2004	1992	8. مصرف بغداد
غير متوفر	250,000,000,000	400,000,000	2004	1999	9. مصرف سومر التجاري
230,501,282	250,000,000,000	25,000,000,000	2007	2005	10. مصرف اشور الدولي للاستثمار
غير متوفر	252,000,000,000	2,000,000,000	2006	2002	11. مصرف الاتحاد العراقي
2,151,094,330	250,000,000,000	150,000,000	2004	1992	12. المصرف التجاري العراقي
غير متوفر	300,000,000,000	2,500,000,000	2006	2003	13. مصرف الشمال للتمويل والاستثمار
2,069,686,359	300,000,000,000	1,000,000,000	2009	1994	14. مصرف المتحد للاستثمار
3,377,683,446	250,000,000,000	55,000,000,000	2008	2005	15. مصرف المنصور للاستثمار

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير السوق

يلخص الجدول السابق المصارف التي تم اختيارها كعينة للبحث ويوجز المعلومات الخاصة بها لكي يعطي صورة واضحة عنها، ويمكن ملاحظة حجم التداول لهذه العينة فضلا عن مقدار النمو المتسارع في راس المال وبالشكل الذي أصبح عليه في عام 2019 وهو ما يعزز من أهمية هذه العينة ونمو رأسمالها المتسارع.

#### 2-1-4 قياس هيكل الملكية

سيتم قياس هيكل الملكية للمصارف عينة البحث والمتمثلة في الملكية الإدارية، الملكية العائلية، الملكية المؤسساتية، الملكية التبادلية، تركيز الملكية، الملكية الأجنبية، الملكية الحكومية عن طريق قسمة عدد الأسهم المملوكة الى اجمالي أسهم المصرف وكالاتي:

1. الملكية الادارية: وتقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من المدراء التنفيذيين وأعضاء

مجلس الإدارة الى اجمالي عدد أسهم الشركة، ويوضح الجدول (2-3) نتائج قياس

الملكية الإدارية لعينة البحث

جدول (2-4)

قياس الملكية الادارية للمصارف عينة البحث

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنة المصرف
0.9164	0.8144	0.8433	0.8433	0.8433	0.8433	0.8100	0.8129	0.8043	0.7624	الائتمان
0.4284	0.4284	0.4284	0.4284	0.4284	0.4284	0.0750	0.0640	0.0740	0.0650	الاستثمار
0.6205	0.6205	0.6204	0.6204	0.6204	0.4836	0.7939	0.7265	0.7247	0.7245	الأهلي
0.1482	0.1481	0.0950	0.0003	0.0180	0.0440	0.0449	0.2382	0.1783	0.3253	الخليج
0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0002	0.0002	0.1111	0.1111	0.1131	0.2053	الشرق الأوسط
0.3436	0.3028	0.3028	0.1525	0.1525	0.1674	0.1303	0.1303	0.1303	0.1289	الموصل
0.0839	0.0839	0.0839	0.0839	0.0839	0.0837	0.0998	0.1599	0.1599	0.1599	بابل
0.0062	0.0068	0.0072	0.0072	0.0072	0.0074	0.0034	0.0038	0.0063	0.0059	بغداد
0.1995	0.1995	0.1995	0.1995	0.2989	0.2989	0.3021	0.1535	0.3147	0.2998	سومر
0.0902	0.1090	0.1090	0.1090	0.1090	0.1521	0.2305	0.3236	0.3956	0.3956	اشور
غير متوفر	0.1969	0.1969	0.1969	0.1969	0.1969	0.3607	0.2265	0.1645	0.1378	الاتحاد
0.7500	0.7500	0.7500	0.7169	0.7143	0.7143	0.7146	0.6900	0.6900	0.6900	التجاري
غير متوفر	0.1881	0.1882	0.1774	0.1774	0.3240	0.3129	0.1845	0.2211	0.2765	الشمال
0.0842	0.0010	0.0010	0.0428	0.1080	0.1116	0.1811	0.1993	0.0231	0.1000	المتحد
0.6204	0.6204	0.6210	0.6127	0.5830	0.5987	0.5968	0.5816	0.3518	0.4691	المنصور

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

يوضح الجدول السابق تفاوت ملكية الأسهم من قبل المدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة وان هذا التفاوت لم يكن بوتيرة واحدة في الغالب لجميع السنوات اذ تذبذب بين سنوات عينة البحث، فالجدول يعكس ان ملكية المدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الادارة كانت مرتفعة كما في مصرف الائتمان والأهلي والتجاري ومنخفضة كما في مصرف بغداد مصرف الشرق الأوسط، وتفاوتت لبقية المصارف، وهذا يعكس طبيعة المصرف والذي يميل فيه أصحاب الملكية الإدارية المرتفعة الى ان يكون للمدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة اسهماً كبيرة في المصرف كي تتوافق مصالحهم الشخصية مع مصالح المصرف، اما المصارف ذات الملكية الإدارية المنخفضة فقد يميل فيه المساهمون الى ان تكون الملكية الإدارية للمدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة محدودة لعدم استئثارهم لمصالحهم الخاصة دون مصالح مساهمي الأقلية فضلا عن إمكانية استبدال الإدارة بشكل أكثر سهولة من المصارف ذات الملكية الإدارية العالية.



2. الملكية العائلية: وتقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل أفراد العائلة الى اجمالي

عدد أسهم الشركة، ويوضح الجدول (3-4) نتائج قياس الملكية العائلية لعينة البحث

جدول (3-4)

قياس الملكية العائلية للمصارف عينة البحث

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنة المصرف
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0141	0.0141	0.0171	0.0177	0.0201	0.0291	الائتمان
0.3132	0.3132	0.3132	0.3132	0.3132	0.3132	0.3750	0.0750	0.0750	0.0750	الاستثمار
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0004	0.0000	الأهلي
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.2176	0.1513	0.2760	الخليج
0.2534	0.2534	0.2536	0.0000	0.0000	0.0000	0.1106	0.1106	0.1126	0.2042	الشرق الأوسط
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	الموصل
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0504	0.0601	0.1400	0.1400	0.1400	بابل
0.0217	0.0215	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	بغداد
0.1994	0.1994	0.1994	0.1994	0.1994	0.1994	0.2014	0.0000	0.0000	0.0000	سومر
0.7645	0.7303	0.7496	0.7511	0.7368	0.8364	0.5416	0.4653	0.7262	0.6514	اشور
غير متوفر	0.1969	0.1969	0.1969	0.1969	0.1969	0.3925	0.6500	0.6454	0.6914	الاتحاد
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0109	0.0109	0.0109	التجاري
غير متوفر	0.3227	0.3931	0.3681	0.3681	0.3803	0.3803	0.4232	0.2480	0.5193	الشمال
0.5535	0.5304	0.5304	0.5304	0.3980	0.4380	0.4956	0.3649	0.3258	0.3258	المتحد
0.0684	0.0684	0.0684	0.0684	0.0684	0.0940	0.0941	0.0985	0.1490	0.1986	المنصور

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

يبين الجدول السابق نسبة الملكية العائلية للأسهم في المصارف، كما ويشير الى انها كانت منخفضة كما في المصرف الأهلي وبغداد والتجاري، ومرتفعة كما في مصرف اشور والاتحاد والمتحد وهو ما يعكس طبيعة التكتلات العائلية وسيطرة افراد العائلة الواحدة في هذه المصارف وبالنتيجة التحكم في قراراته.

3. الملكية المؤسسية: وتقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من المؤسسات الاخرى الى

اجمالي عدد أسهم الشركة، ويبين الجدول (4-4) نسبة الملكية المؤسسية للمصارف

عينة البحث.

جدول (4-4)

قياس الملكية المؤسسية للمصارف عينة البحث

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنة المصرف
0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.8012	0.7500	الائتمان
0.0218	0.0218	0.0218	0.0218	0.0218	0.0218	0.0900	0.0900	0.0300	0.0300	الاستثمار
0.8175	0.8175	0.8175	0.8175	0.8175	0.4818	0.7923	0.7241	0.7241	0.7241	الأهلي
0.1482	0.1481	0.0950	0.0000	0.0112	0.0109	0.0112	0.0000	0.0000	0.0000	الخليج
0.0615	0.0615	0.0615	0.0472	0.0472	0.0472	0.0787	0.1719	0.1412	0.0753	الشرق الأوسط
0.0500	0.1322	0.1322	0.0371	0.0371	0.0371	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	الموصل
0.0000	0.0000	0.0505	0.0505	0.0505	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	بابل
0.5915	0.5766	0.5210	0.5210	0.5210	0.5210	0.5214	0.5218	0.5242	0.0059	بغداد
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	سومر
0.2328	0.2328	0.2328	0.2328	0.2328	0.1328	0.2105	0.2704	0.0860	0.0860	اشور
غير متوفر	0.0520	0.0520	0.0520	0.0520	0.0520	0.1322	0.1636	0.0401	0.0401	الاتحاد
0.7500	0.7500	0.7500	0.7160	0.7134	0.7134	0.7971	0.7455	0.7455	0.7455	التجاري
غير متوفر	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	الشمال
0.0616	0.0719	0.0719	0.0719	0.1122	0.0798	0.0798	0.1639	0.1683	0.1683	المتحد
0.5643	0.5643	0.5423	0.5375	0.5082	0.5082	0.5082	0.5082	0.2314	0.3086	المنصور

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

يشير الجدول (4-4) الى ان نسبة الملكية المؤسسية كانت مرتفعة في مصرف الائتمان والأهلي والتجاري، وكانت متوسطة في كل من المصرف بغداد والمنصور، فيما كانت قليلة لبقية المصارف، وتشير نسب التملك العالية الى رغبة المؤسسات في امتلاك أسهما في المصارف للتحكم فيها وبالنتيجة تلبية احتياجاتها فضلا عن كونها من القطاعات الهامة، وتبين نسب التملك المنخفضة الى ان المؤسسات يمكن ان تعتمد على تنوع المحافظ الاستثمارية بأكثر من قطاع وبالنتيجة فأنها تمتلك أسهما قليلة للقطاعات المكونة لمحفظتها الاستثمارية.

4. الملكية التبادلية: وتعني ما إذا كان ضمن مجلس الإدارة عضو من شركة أخرى ويمتلك أسهماً فيها وبالمقابل فان للشركة أيضاً عضواً في مجلس إدارة الشركة الأخرى وتمتلك

أسهماً فيها، وتقاس من خلال منح الرقم (1) في حالة وجود ملكية تبادلية وبخلافه يمنح الرقم (0) وذلك لأغراض التحليل الإحصائي.

جدول (4-5)

قياس الملكية التبادلية للمصارف عينة البحث

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنة المصرف
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	الانتماء
1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	الاستثمار
0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	الأهلي
1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	الخليج
0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	الشرق الأوسط
0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	الموصل
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	بابل
1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	بغداد
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	سومر
0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	أشور
غير متوفر	0	0	0	0	0	0	0	0	0	الاتحاد
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	التجاري
غير متوفر	0	0	0	1	1	1	1	1	0	الشمال
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	المتحد
0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	المنصور

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

يعكس الجدول السابق الى طبيعة الملكية التبادلية للمصارف العراقية الخاصة، اذ كانت عدد المشاهدات التي تدل على وجود الملكية التبادلية (56) مشاهدة من بين (148) مشاهدة وهو يشكل ما نسبته (38%)، وهو ما يدل على عدم توجه غالبية المصارف الى الاعتماد على الاستثمار المتبادل.

5. تركيز الملكية: وتعني وجود اشخاص يمتلكون أكثر من (5%) من اجمالي الأسهم وتقاس بمنح الرقم (1) في حالة وجود تركيز ملكية وبخلاف ذلك يمنح الرقم (0) وذلك لأغراض التحليل الإحصائي.

جدول (6-4)

قياس تركيز الملكية للمصارف عينة البحث

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنة المصرف
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	الانتماء
1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	الاستثمار
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	الأهلي
1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	الخليج
1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	الشرق الأوسط
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	الموصل
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	بابل
1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	بغداد
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	سومر
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	اشور
غير متوفر	1	1	1	1	1	1	1	1	1	الاتحاد
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	التجاري
غير متوفر	1	1	1	1	1	1	1	1	1	الشمال
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	المتحد
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	المنصور

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

يشير الجدول السابق الى ان الغالبية العظمى للمصارف يوجد فيها تركيز ملكية، اذ بلغت نسبة المصارف التي فيها تركيز ملكية (96%) وهو ما يدل على سيطرة كبار المساهمين على القرارات المتخذة في المصرف وبالنتيجة يمكن ان تتوافق مصالحهم مع مصالح المصرف، لكن يجب ان يكون ذلك دون مصادرة حقوق الأقلية من حملة الأسهم.

6. الملكية الأجنبية: وتقاس من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل الاجانب الى

اجمالي عدد الأسهم.

جدول (7-4)

قياس الملكية الاجنبية للمصارف عينة البحث

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنة المصرف
0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.9100	0.8100	0.8012	0.7500	الائتمان
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	الاستثمار
0.7675	0.7675	0.7675	0.7675	0.7675	0.4818	0.7923	0.7241	0.7241	0.7241	الأهلي
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	الخليج
0.0000	0.0000	0.0000	0.0454	0.0454	0.0454	0.0757	0.0073	0.0624	0.0000	الشرق الأوسط
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	الموصل
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	بابل
0.6025	0.5766	0.5210	0.5210	0.5210	0.5210	0.5210	0.5210	0.5242	0.0031	بغداد
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	سومر
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	اشور
غير متوفر	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	الاتحاد
0.8531	0.7500	0.7500	0.6471	0.5471	0.5471	0.6161	0.5471	0.5471	0.5471	التجاري
غير متوفر	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	الشمال
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	المتحد
0.5643	0.5643	0.5419	0.5371	0.5078	0.5078	0.5078	0.5078	0.2307	0.3076	المنصور

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

يوضح الجدول السابق نسبة الملكية الأجنبية للمصارف عينة البحث والتي كانت محدودة في عدد من المصارف إذا ما تم مقارنتها مع الملكية المؤسسية، فضلا عن كون نسبة الملكية الأجنبية عالية في المصارف التي توجد فيها ملكية اجنبية وهذا يعني سيطرة الجهات المالكة الأجنبية على القرارات التي يتم اتخاذها في هذه المصارف.

7. الملكية الحكومية: وتقاس من خلال قسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل الحكومة الى

اجمالي عدد أسهم الشركة.

جدول (8-4)

قياس الملكية الحكومية للمصارف عينة البحث

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
المصرف										
الائتمان	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
الاستثمار	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0218	0.0218	0.0218	0.0218	0.0218	0.0218
الأهلي	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
الخليج	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
الشرق الأوسط	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
الموصل	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0371	0.0371	0.0371	0.0371	0.0371	0.0500
بابل	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
بغداد	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
سومر	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
اشور	0.0000	0.0000	0.2013	0.1438	0.1328	0.1328	0.1328	0.1328	0.1328	0.1328
الاتحاد	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0398	0.0398	0.0398	0.0398	0.0398	غير متوفر
التجاري	0.0101	0.0101	0.0101	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
الشمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	غير متوفر
المتحد	0.0010	0.0009	0.0009	0.0009	0.0009	0.0009	0.0009	0.0009	0.0009	0.0010
المنصور	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

يشير الجدول السابق الى مقدار الملكية الحكومية للمصارف عينة البحث التي يتضح عن طريقها محدودية الملكية الحكومية فيها، اذ كانت منخفضة إذا ما تمت مقارنتها مع بقية مكونات هيكل الملكية فيها، وهو ما يدل على عدم رغبة الحكومة في امتلاك اسهماً في القطاع المصرفي وبالنتيجة عدم التوجه نحو السيطرة في السيطرة على المصارف الخاصة.

#### 4-1-3 قياس كفاءة القرارات الاستثمارية

يبين الجدول الاتي نتائج قياس كفاءة القرارات الاستثمارية عن طريق الفرق بين الاستثمار الفعلي والاستثمار الأمثل للمصارف عينة البحث، اذ بموجب معادلة الانحدار يكون الاستثمار الأمثل دالة للتغير في الاستثمارات طويلة الأجل ونمو الأرباح.

جدول (9-4)

قياس كفاءة القرارات الاستثمارية

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
المصرف										
الائتمان	-0.025	-0.012	-0.014	-0.010	-0.008	-0.011	-0.019	-0.006	-0.012	-0.036
الاستثمار	-0.025	0.009	-0.005	-0.014	-0.004	-0.015	-0.021	-0.017	-0.025	-0.012
الأهلي	-0.007	0.012	-0.015	-0.003	-0.015	-0.018	-0.010	-0.015	-0.041	-0.011
الخليج	0.012	0.003	-0.008	0.052	-0.012	1.354	-0.021	-0.048	-0.023	-0.016
الشرق الأوسط	0.008	-0.005	0.002	-0.002	0.016	0.007	-0.066	-0.017	-0.009	-0.013
الموصل	-0.009	-0.015	-0.012	-0.015	-0.013	-0.054	-0.017	-0.013	0.105	-0.009
بابل	0.021	0.019	-0.004	-0.002	-0.015	-0.010	0.103	-0.004	-0.013	-0.015
بغداد	0.021	-0.009	-0.013	-0.004	-0.014	-0.008	-0.007	-0.009	-0.022	-0.008
سومر	-0.009	0.000	0.037	-0.011	0.005	0.001	-0.004	0.019	-0.015	-0.029
اشور	-0.008	-0.014	0.074	0.011	-0.037	0.032	-0.058	-0.027	-0.015	-0.011
الاتحاد	-0.002	-0.031	0.003	-0.012	-0.011	-0.004	-0.055	-0.019	-0.008	غير متوفر
التجاري	-0.001	-0.010	0.027	-0.015	-0.008	-0.015	-0.014	-0.014	-0.013	-0.002
الشمال	0.019	-0.015	-0.015	-0.015	-0.021	-0.035	-0.021	-0.047	-0.046	غير متوفر
المتحد	-0.006	-0.009	0.036	-0.011	-0.002	-0.009	-0.030	-0.144	0.003	-0.019
المنصور	0.014	-0.012	-0.005	-0.008	0.018	-0.009	-0.018	-0.056	-0.013	-0.027

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

يشير الجدول السابق الى الفرق بين الاستثمار الفعلي والاستثمار الامثل للمصارف عينة البحث، فكلما اقتربت القيمة من الرقم (0) فهذا يدل على كفاءة القرارات الاستثمارية لكونها النقطة التي يتساوى فيها الاستثمار الفعلي مع الامثل، فضلاً عن ذلك فان القيم السالبة تدل على وجود نقص في الاستثمار في حين ان القيم الموجبة تدل على وجود افراط في الاستثمار، يمكن ملاحظة ان أكثر قيمة اقتربت من (0) كانت في مصرف سومر التجاري في عام 2011 اذ بلغت (0.00013) وهذا يدل على كفاءة عالية في تقييم وتحليل القرارات الاستثمارية وبالنتيجة اتخاذ القرار الأفضل في هذه السنة لهذا المصرف، وكانت اعلى قيمة موجبة في مصرف الخليج التجاري لعام 2015 اذ بلغت (1.354) وهذا يدل على حصول افراط في الاستثمار من قبل المصرف لهذه السنة وهو ما يدل على المبالغة في تقدير وتحليل النتائج وبالنتيجة الخوض في مشاريع استثمارية اكثر من اللازم عن طريق التضحية بموارد المصرف، وتشير نتائج الجدول الى ان اكثر قيمة سالبة كانت في

مصرف المتحد للاستثمار في عام 2017 اذ بلغت (-0.144) وهو ما يدل على وجود نقص في الاستثمار وهو ما ينتج عنه تفويت فرص استثمارية والتضحية بمشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة.

#### 4-1-4 قياس قيمة المصرف

تم قياس المتغير التابع (قيمة الشركة) باستخدام معادلة (Tobin's Q) للمصارف عينة البحث والذي تم التطرق اليه في المنهجية، وكانت نتائج تطبيق معادلة (Tobin's Q) مبينة في الجدول الآتي:

جدول (10-4)

#### قياس قيمة المصارف عينة البحث

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
المصرف										
الائتمان	1.185	1.468	1.106	1.273	0.956	0.751	0.768	0.695	0.571	0.637
الاستثمار	1.019	0.933	0.954	0.931	0.940	0.792	0.758	0.688	0.649	0.634
الأهلي	0.885	0.889	0.790	0.310	0.386	0.771	0.680	0.721	0.671	0.835
الخليج	0.951	0.959	0.913	0.977	0.905	0.790	0.772	0.662	0.555	0.518
الشرق الأوسط	0.980	1.098	1.038	1.048	0.770	0.777	0.726	0.775	0.707	0.632
الموصل	1.021	1.710	0.893	0.848	0.668	0.454	0.697	0.536	0.450	0.444
بابل	0.919	0.901	0.888	3.709	0.614	0.509	0.469	0.411	0.401	0.425
بغداد	1.269	1.614	1.346	1.127	1.052	0.954	0.954	0.886	0.826	0.825
سومر	0.841	0.857	0.983	0.970	0.977	0.929	0.880	0.891	0.894	0.593
اشور	0.872	0.890	0.884	0.788	0.916	0.640	0.562	0.492	0.549	0.512
الاتحاد	0.852	0.989	0.972	0.979	0.947	0.861	0.746	0.681	0.657	غير متوفر
التجاري	1.218	0.967	0.945	0.825	0.734	0.586	0.618	0.633	0.626	0.651
الشمال	1.054	1.146	1.161	1.145	0.987	0.705	0.550	0.496	0.411	غير متوفر
المتحد	1.154	1.443	1.212	1.020	0.809	0.637	0.604	0.560	0.463	0.533
المنصور	1.118	1.072	1.098	1.196	0.919	0.934	0.964	0.930	0.910	0.923

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للمصارف

الجدول السابق يبين قيمة المصرف باستخدام معادلة (Tobin's Q) ويتضح من النتائج المبينة في هذا الجدول ان اقل قيمة كانت في مصرف الأهلي العراقي لعام 2013 اذ بلغت (0.310)، اما اعلى قيمة فكانت في مصرف بابل لعام 2013 اذ بلغت (3.709) ، ويوضح الجدول الى انخفاض



(Tobin's Q) لغالبية المصارف وان موجوداتها مقيمة بأعلى من قيمتها السوقية وخصوصاً بعد عام 2014 اذ لا توجد قيمة تجاوزت ال (1) الصحيح بعد هذا العام، يمكن ان يعود السبب في ذلك الى الازمة الاقتصادية التي عصفت بالبلاد بعد الحرب على تنظيم داعش الإرهابي وانخفاض أسعار النفط وغيرها من العوامل الأخرى، اذ انخفضت القيمة السوقية لاسهم الغالبية العظمى من المصارف الى ما دون القيمة الاسمية بعدما كانت قبل العام 2014 تتجاوز القيمة الاسمية بكثير للعديد من المصارف.

وعليه فقد تناول هذا المبحث قياس متغيرات البحث كما تم بيانها في الجداول السابقة، وعليه وللوصول الى نتائج اختبار فرضيات البحث لا بد من اجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة وذلك باستخدام البرامج الإحصائية الخاصة وهو ما سيتم بيانه في المبحث اللاحق.

## المبحث الثاني

### نتائج اختبار فرضيات البحث

#### Results of research hypothesis test

بعد ان تم الانتهاء من قياس جميع متغيرات البحث وعرضها والتعليق عليها في المبحث السابق، ولغرض اجراء التحليلات اللازمة لفحص البيانات واختبار الفرضيات باستخدام البرامج الاحصائية المتخصصة، قام الباحث بترميز المتغيرات بحسب نوعها كما في الجدول ادناه وتم تضمينه ايضا توضيحا لطريقة قياس كل متغير منها وكالاتي:

جدول (11-4)

ملخص ترميز متغيرات البحث وطريقة قياسها

اسم المتغير	نوع المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
الملكية الادارية	مستقل	MO	عدد الأسهم المملوكة من المدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة الى اجمالي عدد أسهم الشركة.
الملكية العائلية	مستقل	FAO	عدد الأسهم المملوكة من قبل أفراد العائلة الى اجمالي عدد أسهم الشركة
الملكية المؤسساتية	مستقل	IO	عدد الأسهم المملوكة من المؤسسات الاخرى الى اجمالي عدد أسهم الشركة
الملكية التبادلية	مستقل	CO	يتم منح الرقم (1) في حالة وجود ملكية تبادلية وبخلافه يمنح الرقم (0) وذلك لأغراض التحليل الاحصائي.
تركز الملكية	مستقل	OC	يتم بمنح الرقم (1) في حالة وجود تركيز ملكية وبخلاف ذلك يمنح الرقم (0) وذلك لأغراض التحليل الاحصائي.
الملكية الاجنبية	مستقل	FOO	عدد الأسهم المملوكة من قبل الاجانب الى اجمالي عدد أسهم الشركة.
الملكية الحكومية	مستقل	GO	عدد الأسهم المملوكة من قبل الحكومة الى اجمالي عدد أسهم الشركة.
هيكل الملكية	مستقل	DOOS	توحيد محددات الهياكل السبعة اعلاه
كفاءة القرارات الاستثمارية	وسيط	IF	$Investment_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Neg_{it-1} + \alpha_2 \% Rev Growth_{it-1} + \alpha_3 Neg_{it} * \% Rev Growth_{it-1} + \epsilon_{it}$
قيمة الشركة	تابع	FV	$Q = \frac{total\ market\ value + total\ book\ value\ liabilities}{total\ book\ value\ of\ assets}$

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على الادبيات ذات العلاقة

وتلخيصا لما تم قياسه في المبحث السابق من متغيرات يمكن بيان الاحصاء الوصفي لكل منها (المستقلة والتابعة والوسيط) بالجدول الآتي:

جدول (12-4)

الاحصاء الوصفي لمتغيرات البحث

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
هيكل الملكية	148	.01498	4.20529	2.2878320	.86080864
الملكية الادارية	148	.00003	.91645	.3017966	.26671498
الملكية العائلية	148	.00000	.83641	.1738429	.22108672
الملكية المؤسساتية	148	.00000	.91000	.2648591	.31453457
الملكية التبادلية	148	0	1	.38	.487
تركز الملكية	148	0	1	.94	.240
الملكية الاجنبية	148	.00000	.91000	.2179591	.32118991
الملكية الحكومية	148	.00000	.20126	.0118067	.03369762
كفاءة القرارات الاستثمارية	148	-.14363	1.35365	.0000000	.11491345
قيمة الشركة	148	.3099	3.7092	.855241	.3418271
Valid N (listwise)	148				

واهم ما يلاحظ من الجدول اعلاه ان حجم العينة لجميع المتغيرات هو 148 مشاهدة مما يعني عدم وجود قيم مفقودة او شاذة او متطرفة في بيانات جميع المتغيرات. كما قام الباحث بأجراء اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات متغيرات البحث وكانت النتائج كالآتي:

جدول (4-13)  
اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات متغيرات البحث

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test							
Asymp. Sig. (2-tailed)	Kolmogorov-Smirnov Z	Most Extreme Differences			Normal Parameters <sup>a,b</sup>		
		Negative	Positive	Absolute	Std. Deviation	Mean	
0.263	1.007	-0.069	0.083	0.083	0.861	2.288	هيكل الملكية
0.000	2.393	-0.129	0.197	0.197	0.267	0.302	الملكية الادارية
0.000	2.626	-0.216	0.207	0.216	0.221	0.174	الملكية العائلية
0.000	2.910	-0.200	0.239	0.239	0.315	0.265	الملكية المؤسساتية
0.000	4.905	-0.278	0.403	0.403	0.487	0.378	الملكية التبادلية
0.000	6.561	-0.539	0.400	0.539	0.240	0.939	تركز الملكية
0.000	4.613	-0.249	0.379	0.379	0.321	0.218	الملكية الاجنبية
0.000	5.318	-0.363	0.437	0.437	0.034	0.012	الملكية الحكومية
0.000	4.447	-0.305	0.366	0.366	0.115	0.000	كفاءة القرارات الاستثمارية
0.002	1.850	-0.079	0.152	0.152	0.341827	0.855241	قيمة الشركة

وعلى الرغم من النتائج تشير إلى أن معنوية (Sig) لجميع المتغيرات هي أقل من 0.05 ما عدا (متغير هيكل الملكية) مما يعني بشكل اولي عدم اقتراب بياناتها من التوزيع الطبيعي، الا انه

استناداً إلى النظرية التي تفيد بأنه إذا زاد حجم العينة عن 30 مشاهدة فإنها تكون موزعة طبيعياً وصالحة للتحليل الإحصائي، لذا فقد تم اعتبار ان البيانات قد استوفت اختبار التوزيع الطبيعي لان عينة البحث 148 مشاهدة. (Sekaran & Bougie,2016)

#### 4-2-1 نتائج اختبار الفرضيات: Results of hypothesis testing

وبعد التأكد من اجتياز شرط التوزيع الطبيعي والتأكد من ضعف الارتباط الثنائي الذاتي تم اجراء التحليلات الإحصائية لاختبار الفرضيات وباستخدام البرنامج الإحصائي SPSS وكانت النتائج كالآتي:

**الفرضية الأولى " ان هيكل الملكية في المصارف العراقية لا يمتاز بالقوة والفاعلية"**

لغرض اختبار هذه الفرضية تم تقسيم مشاهدات العينة الى مجموعتين بالاعتماد على متوسط قيمة جميع مكونات هيكل الملكية بنظر الاعتبار وكالآتي:

1. المشاهدات ذات الارتفاع في مكونات هيكل الملكية (التي بلغت قيمة المكونات لها أكبر من متوسط العينة البالغ (2.287832) واعطيت الرقم واحد.
2. المشاهدات ذات الانخفاض في مكونات هيكل الملكية (التي بلغت قيمة المكونات لها اقل من متوسط العينة البالغ (2.287832) واعطيت الرقم صفر.

وباستخدام التحليل الإحصائي ثنائي الحد Binomial Test والذي من خلاله نستطيع اختبار معنوية الارتفاع/الانخفاض في مكونات هيكل الملكية في المشاهدات عينة البحث وبالاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS كانت النتائج كالآتي: -

جدول (4-14)

نتائج اختبار الفرضية الاولى

Binomial Test						
		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Asymp. Sig. (2-tailed)
هيكل الملكية	ارتفاع	1	76	.51	.50	.805 <sup>a</sup>
	انخفاض	0	72	.49		
	Total		148	1.00		

a. Based on Z Approximation.

ويلاحظ من الجدول السابق الآتي:

1. ان عدد المشاهدات لهياكل الملكية المرتفعة كانت 76 مشاهدة من أصل 148 مشاهدة اي بنسبة 51.35%.

2. ان عدد المشاهدات ذات هياكل الملكية المنخفضة كانت 72 مشاهدة من أصل 148 مشاهدة اي بنسبة 48.65%.

وان معنوية الاختبار (Asymp. Sig. (2-tailed) بلغت 0.805 وهي اكبر بكثير من مستوى الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والمحدد سلفا بمقدار 0.05 وهذا يعني ان بيانات العينة وفرت دليلا مقنعا لقبول الفرضية العدمية للبحث اي -بشكل عام- ان هياكل الملكية لا تتصف بالارتفاع في المصارف العراقية عينة البحث.

**الفرضية الثانية:- "ليست هناك كفاءة في القرارات الاستثمارية المتخذة في المصارف العراقية"**

لغرض اختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل التباين الاحادي one-way anova بين حجم الاستثمار الفعلي وحجم الاستثمار الامثل المحسوبان سابقا، فاذا ما كان هناك تباين معنوي من الناحية الاحصائية بينهما كان ذلك دالا على عدم وجود كفاءة في القرارات الاستثمارية المتخذة من قبل ادارة المصارف العراقية، وإذا لم يوجد تباين معنوي من الناحية الإحصائية بينهما كان ذلك دالا على وجود كفاءة في تلك القرارات الاستثمارية.

وباستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS كانت النتائج كالاتي :-

#### جدول (4-15)

#### نتائج اختبار الفرضية الثانية

ANOVA					
الاستثمار الامثل والفعلي					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.007	1	.007	1.040	.309
Within Groups	2.001	294	.007		
Total	2.008	295			

يلاحظ من الجدول أعلاه ان قيمة F المحسوبة بلغت 1.040 وهي أصغر من قيمتها الجدولية المحسوبة وفق درجات الحرية df (1,294) والبالغة 3.84 وان مستوى معنوية الاختبار Sig. بلغت 0.309 وهي أكبر من مستوى الخطأ المقبول والمحدد بالعلوم الاجتماعية بمقدار 0.05 وهذا

يعني عدم وجود تباين جوهري بين حجم الاستثمار الفعلي وحجم الاستثمار الامثل وبالتالي يتم رفض فرضية البحث العدمية وقبول الفرضية البديلة اي ان هناك كفاءة في القرارات الاستثمارية في المصارف العراقية.

**الفرضية الثالثة ليس هناك تفاوت معنوي من الناحية الإحصائية في كفاءة القرارات الاستثمارية بين المصارف العراقية.**

لغرض اختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل التباين الاحادي one-way anova بين كفاءة القرارات الاستثمارية التي تم قياسها لكل مشاهدة من مشاهدات العينة، وباستخدام برنامج التحليل الاحصائي SPSS كانت النتائج كالآتي:-

جدول (4-16)

نتائج اختبار الفرضية الثالثة

ANOVA					
كفاءة القرارات الاستثمارية					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.187	14	.013	1.012	.445
Within Groups	1.754	133	.013		
Total	1.941	147			

يلاحظ من الجدول أعلاه ان قيمة F المحسوبة بلغت 1.012 وهي أصغر من قيمتها الجدولية المحسوبة وفق درجات الحرية df (14،133) والبالغة 1.71 وان مستوى معنوية الاختبار Sig. بلغت 0.445 وهي أكبر من مستوى الخطأ المقبول والمحدد بالعلوم الاجتماعية بمقدار 0.05 وهذا يعني عدم وجود تباين جوهري بين كفاءة القرارات الاستثمارية من مصرف الى اخر ضمن المشاهدات عينة البحث وبالتالي يتم قبول فرضية البحث العدمية.

**الفرضية الرابعة " هنالك انخفاض في مستوى الاستثمار الفعلي عن الحجم الامثل المطلوب في المصارف العراقية الخاصة"**

لغرض اختبار هذه الفرضية تم تقسيم مشاهدات العينة الى مجموعتين بالاعتماد قيمة الفرق بين حجم الاستثمار الفعلي وحجم الاستثمار الامثل وكالآتي:

1. المشاهدات ذات الانخفاض في حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار الامثل واعطيت الرقم واحد.

2. المشاهدات ذات زيادة في حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار الامثل واعطيت الرقم صفر.

وباستخدام التحليل الإحصائي ثنائي الحد Binomial Test والذي من خلاله نستطيع اختبار معنوية الزيادة/الانخفاض في حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار الامثل في المشاهدات عينة البحث وبلاستعانة بالبرنامج الاحصائي SPSS كانت النتائج كالآتي: -

جدول (4- 17)

نتائج اختبار الفرضية الرابعة

Binomial Test						
		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Asymp. Sig. (2-tailed)
الاستثمار	انخفاض بالاستثمار	1	118	.80	.50	.000 <sup>a</sup>
	ارتفاع بالاستثمار	0	30	.20		
	Total		148	1.00		

a. Based on Z Approximation.

ويلاحظ من الجدول اعلاه: -

1. ان عدد المشاهدات ذات الانخفاض في حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار الامثل كانت 118 مشاهدة من أصل 148 مشاهدة اي بنسبة 79.73%.
2. ان عدد المشاهدات ذات الزيادة في حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار الامثل كانت 30 مشاهدة من أصل 148 مشاهدة اي بنسبة 21.27%.

وان معنوية الاختبار (Asymp. Sig. (2-tailed) بلغت 0.00 وهي اصغر بكثير من مستوى الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والمحدد سلفا بمقدار 0.05 وهذا يعني ان بيانات العينة وفرت دليلا مقنعا لقبول فرضية البحث اي -بشكل عام- هنالك انخفاض في حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار الامثل في المصارف العراقية عينة البحث.

**الفرضية الخامسة " هنالك انخفاض في القيمة السوقية للمصارف العراقية مقارنة بالقيمة الدفترية لموجوداتها"**

لغرض اختبار هذه الفرضية تم تقسيم مشاهدات العينة الى مجموعتين بالاعتماد قيمة (Tobin's Q) وكالاتي: -

1. المشاهدات ذات الانخفاض في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية للموجودات (والتي تكون قيمة (Tobin's Q) لها اقل من الواحد الصحيح) واعطيت الرقم واحد.

2. المشاهدات ذات الارتفاع في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية للموجودات (والتي تكون قيمة (Tobin's Q) لها أكبر من الواحد الصحيح) واعطيت الرقم صفر.

وباستخدام التحليل الإحصائي ثنائي الحد Binomial Test والذي من خلاله نستطيع اختبار معنوية الارتفاع/الانخفاض في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية للموجودات في المشاهدات عينة البحث وبلاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS كانت النتائج كالآتي: -

#### جدول (4-18)

#### نتائج اختبار الفرضية الخامسة

Binomial Test						
		Category	N	Observed Prop.	Test Prop.	Asymp. Sig. (2-tailed)
قيمة الشركة	ارتفاع بالقيمة	0	29	.20	.50	.000 <sup>a</sup>
	انخفاض بالقيمة	1	119	.80		
	Total		148	1.00		

a. Based on Z Approximation.

ويلاحظ من الجدول اعلاه: -

1. ان عدد المشاهدات ذات الانخفاض في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية للموجودات كانت 119 مشاهدة من أصل 148 مشاهدة اي بنسبة 80.4%.

2. ان عدد المشاهدات ذات الارتفاع في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية للموجودات كانت 29 مشاهدة من أصل 148 مشاهدة اي بنسبة 19.6%.

وان معنوية الاختبار (Asymp. Sig. (2-tailed) بلغت (0.00) وهي اصغر بكثير من مستوى الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والمحدد سلفا بمقدار (0.05) وهذا يعني ان بيانات العينة وفرت دليلا مقنعا لقبول فرضية البحث اي -بشكل عام- ان هنالك انخفاض في القيمة السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية للموجودات في المصارف العراقية عينة البحث.

#### 4-2-2 اختبار استقرارية السلاسل (جذر الوحدة)



قبل القيام باختبار بقية فرضيات البحث وفق نماذج الانحدار الخطي الخاصة بها قام الباحث بالتأكد من استقرار السلسلة الزمنية لبيانات المتغيرات، من خلال فحص الاتجاه العشوائي في السلسلة الزمنية وإذا ما كانت السلسلة فيها أنماط منهجية صالحة للتنبؤ، أو بمعنى آخر التأكد من ان التغيير في الزمن لا يحدث تغيراً في شكل التوزيع للسلسلة الزمنية، إذ أن الهدف من تحليل استقرار السلسلة الزمنية هو الحصول على وصف دقيق يتمثل باكتشاف نمط الظاهرة المدروسة، وذلك بتسجيل القيم الماضية والتغيرات التي تطرأ عليها خلال فترات زمنية معينة، وان استقرار السلسلة الزمنية تعتمد على وجود وسط حسابي وتباين ثابتين تقريباً بمرور الزمن. إذ ان الاعتماد على متغيرات غير مستقرة يعطي نتائج مضللة بين متغيرات الدراسة، ويتم التأكد من ذلك من خلال اختبار جذر الوحدة Unit roots الذي في حالة وجوده في السلسلة فإنه يجعل منها غير قابلة للتنبؤ، وباستخدام برنامج Eviews-v9 وباستعمال بيانات Panel Data التي تأخذ بنظر الاعتبار خصوصية كل شركة من شركات العينة، وبالاعتماد على Levin, Lin & Chu t method وكانت النتائج كالآتي: -

#### جدول (4-19)

اختبار استقرار السلسلة (جذر الوحدة) لمتغيرات البحث

variable	Statistic	Prob	Result at level	Result at First Deference
DOOS	-4.089202	0.0014	stationary	
IF	-4.593174	0.0002	stationary	
FV	-7.126311	0.0000	stationary	

ويلاحظ من الجدول أعلاه ان مستوى معنوية (Prob) السلسلة الزمنية لبيانات جميع المتغيرات أصغر من (0.05) وبالتالي فإنها مستقرة عن المستوى، وهذا يعني ان تلك البيانات صالحة للاعتماد عليها للتنبؤ واجراء تحليل الانحدار لاختبار بعض فرضيات البحث.

**الفرضية السادسة " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية في قيمة الشركة "**

ولغرض اختبار هذه الفرضية تم صياغة نموذج الانحدار الخطي الآتي:

$$FV_{it} = B_0 + B_1 DOOS_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث: -

$$\varepsilon_{it} = \text{اخطاء التقدير (البواقي الإحصائية).}$$

$B_0$  = ثابت معادلة الانحدار والتي تمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة المتغير المستقل مساوية للصفر.

$$B_1 = \text{ميل دالة الانحدار}$$

وباستخدام البرنامج الإحصائي SPSS كانت النتائج كالآتي: -

#### جدول (20-4)

ملخص نموذج اختبار الفرضية السادسة

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.253 <sup>a</sup>	.064	.058	.229454
a. Predictors: (Constant), الملكية هيكل				
b. Dependent Variable: الشركة قيمة				

يبين الجدول ملخص النموذج اعلاه model summary ان قيمة الارتباط (R) بين المتغيرات بلغت 0.253، وان معامل التحديد R Square بلغ (0.064) والذي يمثل "القوة التفسيرية" للنموذج المستخدم، اي ان المتغير المستقل استطاع ان تفسر ما نسبته (6.4) من التغير في المتغير التابع والباقي يعود لعوامل اخرى غير تلك التي تم دراستها في البحث، ويبين الجدول ايضا ان الانحراف المعياري لخطأ التقدير بلغ (0.229454) وهو رقم صغير وكلما قل هذا النوع من الاخطاء كان ذلك أفضل.

#### جدول (21-4)

تباين اختبار الفرضية السادسة

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.522	1	.522	9.912	.002 <sup>a</sup>
	Residual	7.634	145	.053		
	Total	8.156	146			

يبين جدول التباين anova اعلاه ان قيمة F المحسوبة بلغت (9.912) وهي أكبر من قيمتها الجدولية المحسوبة وفق درجات الحرية df (145,1) والبالغة (3.84) عند مستوى دلالة 5%.

وان مستوى معنوية الاختبار Sig بلغت (0.002) وهي أصغر بكثير من قيمة الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والمحدد سلفاً بمقدار (0.05) وهذا ما يشير الى ملائمة النموذج الاحصائي المستخدم.

#### جدول (4-22)

معاملات دالة الانحدار للفرضية السادسة

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.067	.020		53.160	.000
	هيكل الملكية	1.769	.562	.253	3.148	.002

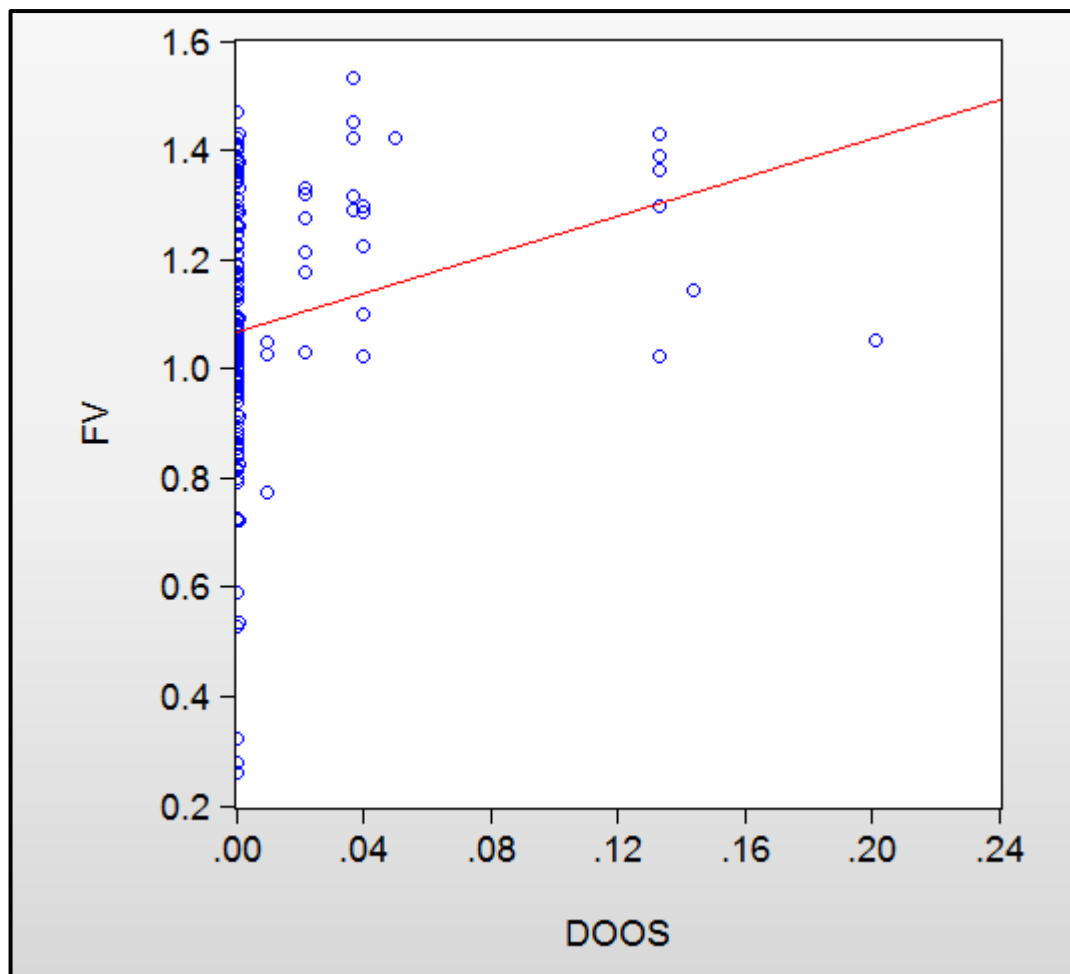
a. Dependent Variable: الشركة قيمة

ويلاحظ من الجدول اعلاه ان (Sig.) او مستوى معنوية هيكل الملكية يبلغ (0.002) وهو أصغر بكثير من مستوى الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والبالغ (0.05) مما يشير الى ان بيانات العينة اظهرت دليلاً مقنعاً على رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة لثبوت التأثير احصائياً وهذا يعني ان لهيكل الملكية تأثير في قيمة الشركة للمصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ويبين جدول ان قيمة معامل الانحدار  $B_1$  بلغت (1.769) التي تبين تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع (بواسطة المعامل B), وتشير القيمة الموجبة للمعامل  $B_1$  الى ان هنالك تأثير طردي المتغيرين، او بعبارة اخرى ان اي زيادة في المتغير المستقل (هيكل الملكية) بمقدار درجة واحدة يؤدي الى الزيادة بمقدار 176,9% في المتغير التابع (قيمة الشركة) مع ثبات كل المتغيرات الاخرى, ويمكن اعادة صياغة معادلة الانحدار التي اعتمدت في اختبار الفرضية على ضوء النتائج التي تم التوصل اليها التي يمكن استخدامها لغرض التنبؤ بقيمة الشركة بالشكل الاتي:-

$$FV = 1.067 + 1.769 * DOOS$$

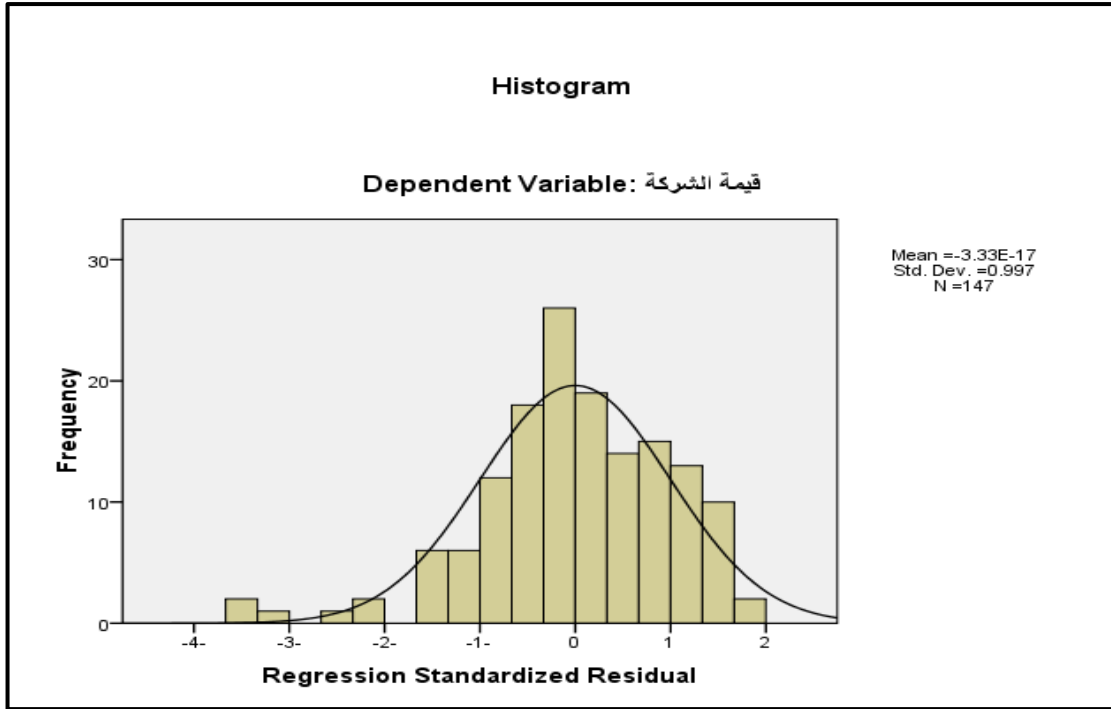
ويؤكد الشكل الاتي العلاقة بين المتغيرين من خلال شكل الانتشار لمعادلة الانحدار اذ يشير اتجاه المنحنى المتصاعد الى وجود علاقة طردية بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.



الشكل (1-4)

العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة

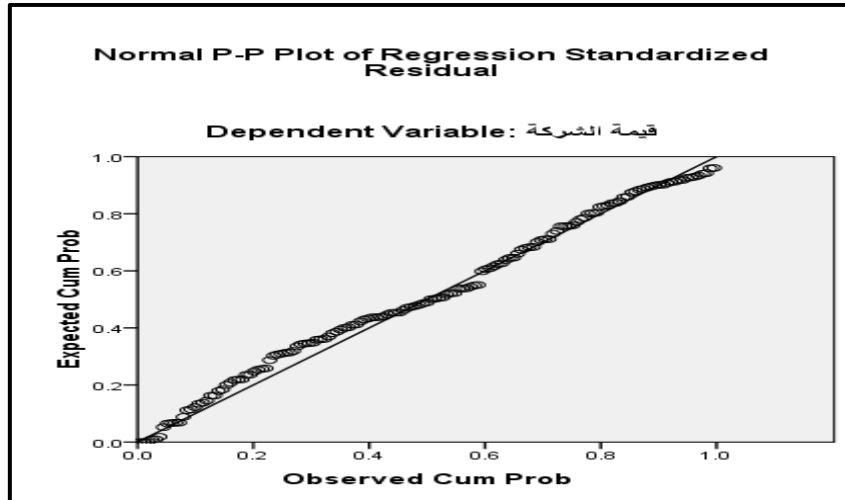
ويعرض الشكل الآتي المدرج التكراري الذي يبين التوزيع الطبيعي للبواقي الإحصائية لمعادلة الانحدار.



الشكل (2-4)

المدرج التكراري لبواقي الفرضية السادسة

ويبين الشكل الاتي استيفاء شروط اختبار تحليل الانحدار بشكل بياني من خلال توزع النقاط حول الخط المستقيم وهذا يثبت ان البواقي الإحصائية<sup>(1)</sup> تتبع التوزيع الطبيعي، مما يشير الى دقة معادلة الانحدار السابقة.



الشكل (3-4)

التوزيع الطبيعي لبواقي الفرضية السادسة

<sup>1</sup> البواقي الاحصائية هي الفرق بين قيمة المتغير التابع الفعلية وقيمته المتوقعة بموجب معادلة الانحدار.

**الفرضية السابعة "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية في كفاءة القرارات الاستثمارية"**

$$IF_{it} = B_0 + B_1 DOOS_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث: -

$\varepsilon_{it}$  = اخطاء التقدير (البواقي الاحصائية).

$B_0$  = ثابت معادلة الانحدار والتي تمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة المتغير المستقل مساوية للصفر.

$B_1$  = ميل دالة الانحدار

وباستخدام البرنامج الإحصائي SPSS كانت النتائج كالآتي: -

جدول (4-23)  
ملخص نموذج اختبار الفرضية السابعة

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.276 <sup>a</sup>	.076	.070	.159631
a. Predictors: (Constant), الملكية هيكل				
b. Dependent Variable: الاستثمارية القرارات كفاءة				

يبين الجدول ملخص النموذج اعلاه model summary ان قيمة الارتباط (R) بين المتغيرات بلغت 0.276، وان معامل التحديد R Square بلغ 0.076 والذي يمثل "القوة التفسيرية" للنموذج المستخدم، اي ان المتغير المستقل استطاع ان تفسر ما نسبته 7.6 من التغير في المتغير التابع والباقي يعود لعوامل اخرى غير تلك التي تم دراستها في البحث، ويبين الجدول ايضا ان الانحراف المعياري لخطأ التقدير بلغ 0.159631 وهو رقم صغير وكلما قل هذا النوع من الاخطاء كان ذلك أفضل.

جدول (24-4)

تباين اختبار الفرضية السابعة

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.302	1	.302	11.837	.001 <sup>a</sup>
	Residual	3.644	143	.025		
	Total	3.946	144			

a. Predictors: (Constant), الملكية هيكل

b. Dependent Variable: الاستثمارية القرارات كفاءة

يبين جدول التباين anova اعلاه ان قيمة F المحسوبة بلغت 11.837 وهي أكبر من قيمتها الجدولية المحسوبة وفق درجات الحرية df (1,143) والبالغة 3.84 عند مستوى دلالة 5%. وان مستوى معنوية الاختبار Sig بلغت 0.001 وهي أصغر بكثير من قيمة الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والمحدد سلفاً بمقدار 0.05 وهذا ما يشير الى ملائمة النموذج الإحصائي المستخدم.

جدول (25-4) معاملات دالة الانحدار للفرضية السابعة

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.459	.014		32.612	.000
	هيكل الملكية	1.346	.391	.276	3.440	.001

a. Dependent Variable: الاستثمارية القرارات كفاءة

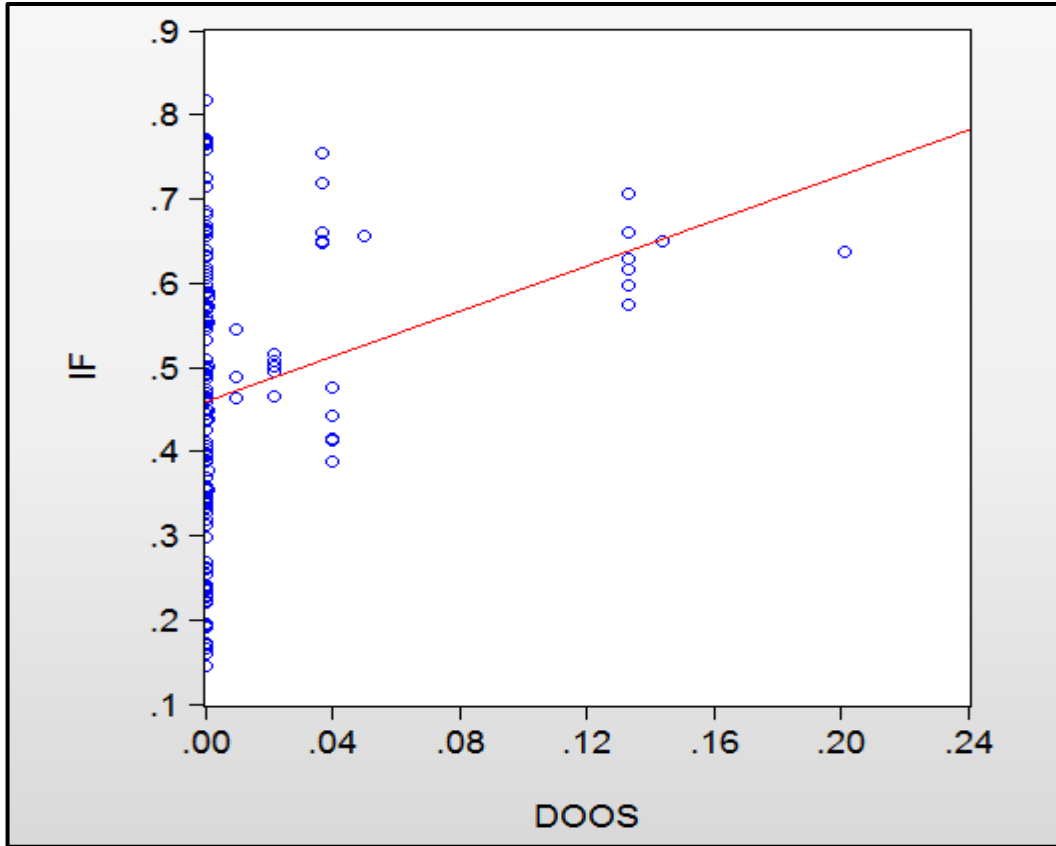
ويلاحظ من الجدول اعلاه ان (Sig.) او مستوى معنوية هيكل الملكية يبلغ 0.001 وهو أصغر بكثير من مستوى الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والبالغ 0.05 مما يشير الى ان بيانات العينة اظهرت دليلاً مقنعاً على رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة لثبوت التأثير احصائياً وهذا يعني ان لهيكل الملكية تأثير في كفاءة القرارات الاستثمارية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ويبين جدول ان قيمة معامل الانحدار  $B_1$  بلغت 1.346 التي تبين تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع (بواسطة المعامل B), وتشير القيمة الموجبة للمعامل  $B_1$  الى ان هنالك تأثير طردي المتغيرين، او بعبارة اخرى ان اي زيادة في المتغير المستقل (هيكل الملكية) بمقدار درجة واحدة يؤدي الى الزيادة بمقدار 134,6% في المتغير التابع (كفاءة القرارات الاستثمارية) مع ثبات كل

المتغيرات الأخرى, ويمكن إعادة صياغة معادلة الانحدار التي اعتمدت في اختبار الفرضية على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها التي يمكن استخدامها لغرض التنبؤ بقيمة الشركة بالشكل الآتي:-

$$IF = 0.459 + 1.346 * DOOS$$

ويؤكد الشكل الآتي العلاقة بين المتغيرين من خلال شكل الانتشار لمعادلة الانحدار إذ يشير اتجاه المنحنى المتصاعد إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية.

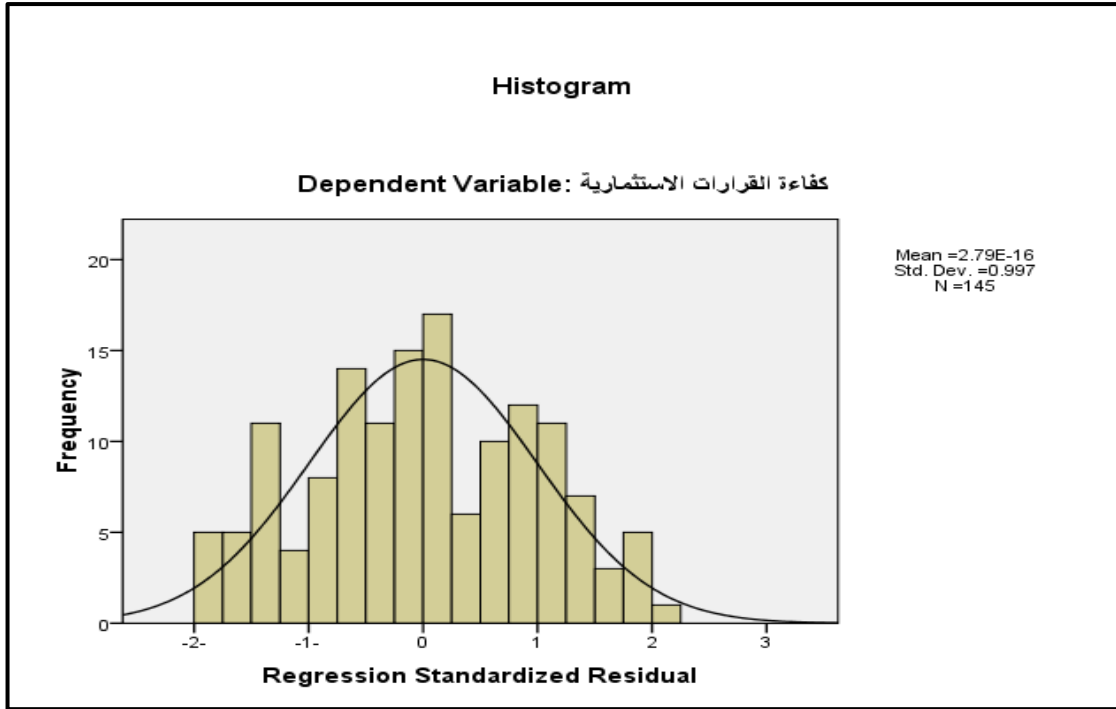


الشكل (4-4)

العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية

ويعرض الشكل الآتي المدرج التكراري الذي يبين التوزيع الطبيعي للبواقي الإحصائية لمعادلة الانحدار.

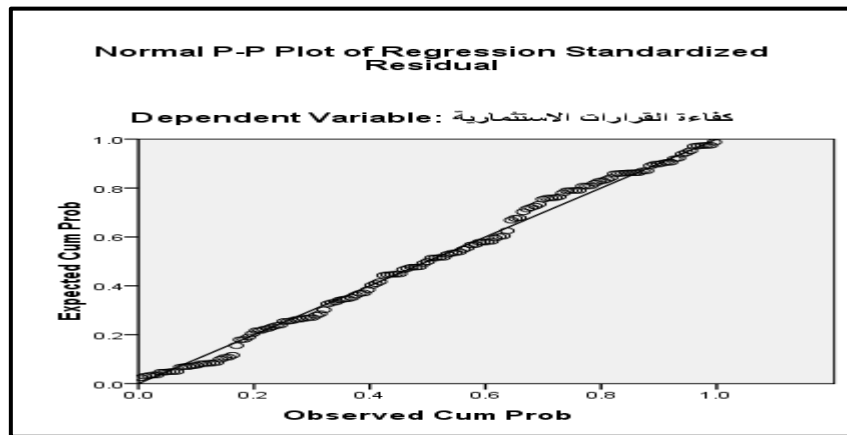




الشكل (5-4)

المدرج التكراري لبواقي الفرضية السابعة

ويبين الشكل الاتي استيفاء شروط اختبار تحليل الانحدار بشكل بياني من خلال توزيع النقاط حول الخط المستقيم وهذا يثبت ان البواقي الإحصائية تتبع التوزيع الطبيعي، مما يشير الى دقة معادلة الانحدار السابقة.



الشكل (6-4)

التوزيع الطبيعي لبواقي الفرضية السابعة

**الفرضية الثامنة "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لكفاءة القرارات الاستثمارية في قيمة الشركة"**

ولغرض اختبار هذه الفرضية تم صياغة نموذج الانحدار الخطي الآتي:

$$FV_{it} = B_0 + B_1 IF_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث: -

$\varepsilon_{it}$  = اخطاء التقدير (البواقي الإحصائية).

$B_0$  = ثابت معادلة الانحدار والتي تمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة المتغير المستقل مساوية للصفر.

$B_1$  = ميل دالة الانحدار

وباستخدام البرنامج الإحصائي SPSS كانت النتائج كالآتي:

جدول (4-26)

ملخص نموذج اختبار الفرضية الثامنة

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.549 <sup>a</sup>	.302	.297	.195937
a. Predictors: (Constant), الاستثمارية القرارات كفاءة				
b. Dependent Variable: الشركة قيمة				

يبين الجدول ملخص النموذج اعلاه model summary ان قيمة الارتباط (R) بين المتغيرات بلغت 0.549، وان معامل التحديد R Square بلغ 0.302 والذي يمثل "القوة التفسيرية" للنموذج المستخدم، اي ان المتغير المستقل استطاع ان تفسر ما نسبته 30.2 من التغير في المتغير التابع والباقي يعود لعوامل اخرى غير تلك التي تم دراستها في البحث، ويبين الجدول ان الانحراف المعياري لخطأ التقدير بلغ 0.195937 وهو رقم صغير وكلما قل هذا النوع من الاخطاء كان ذلك أفضل.

جدول (27-4)

تباين اختبار الفرضية الثامنة

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.356	1	2.356	61.359	.000 <sup>a</sup>
	Residual	5.452	142	.038		
	Total	7.807	143			

a. Predictors: (Constant), الاستثمارية القرارات كفاءة

b. Dependent Variable: الشركة قيمة

يبين جدول التباين anova اعلاه ان قيمة F المحسوبة بلغت 61.359 وهي أكبر من قيمتها الجدولية المحسوبة وفق درجات الحرية df (1,142) والبالغة 3.84 عند مستوى دلالة 5%. وان مستوى معنوية الاختبار Sig بلغت 0.000 وهي أصغر بكثير من قيمة الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والمحدد سلفا بمقدار 0.05 وهذا ما يشير الى ملائمة النموذج الإحصائي المستخدم.

جدول (28-4)

معاملات دالة الانحدار للفرضية الثامنة

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.727	.050		14.659	.000
	كفاءة القرارات الاستثمارية	.773	.099	.549	7.833	.000

a. Dependent Variable: الشركة قيمة

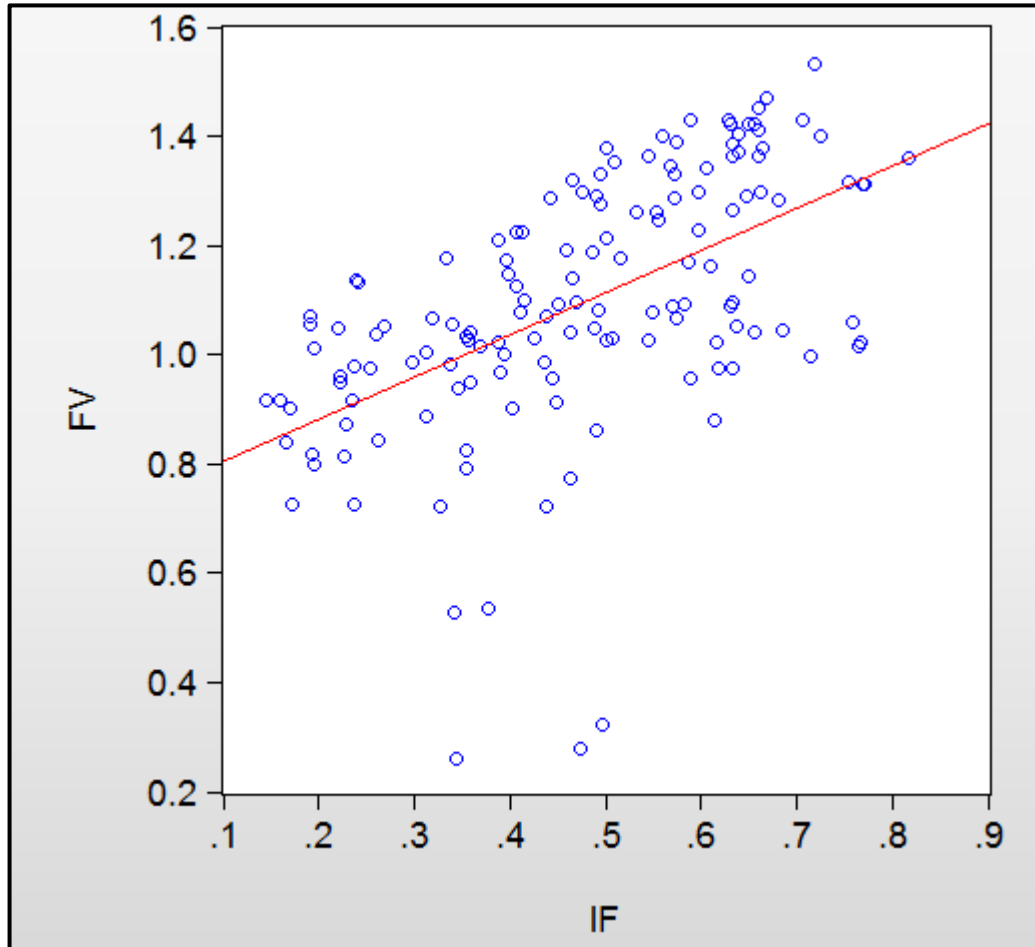
ويلاحظ من الجدول اعلاه ان (Sig.) او مستوى معنوية هيكل الملكية يبلغ (0.000) وهو أصغر بكثير من مستوى الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والبالغ (0.05) مما يشير الى ان بيانات العينة اظهرت دليلا مقنعا على رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة لثبوت التأثير احصائيا وهذا يعني ان لكفاءة القرارات الاستثمارية تأثير في قيمة الشركة في المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ويبين جدول ان قيمة معامل الانحدار  $B_1$  بلغت 0.773 والتي تبين تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع (بواسطة المعامل B), وتشير القيمة الموجبة للمعامل  $B_1$  الى ان هنالك تأثير طردي المتغيرين، او بعبارة أخرى ان اي زيادة في المتغير المستقل (كفاءة القرارات الاستثمارية) بمقدار

درجة واحدة يؤدي الى الزيادة بمقدار 77,3% في المتغير التابع (قيمة الشركة) مع ثبات كل المتغيرات الاخرى, ويمكن اعادة صياغة معادلة الانحدار التي اعتمدت في اختبار الفرضية على ضوء النتائج التي تم التوصل اليها والتي يمكن استخدامها لغرض التنبؤ بقيمة الشركة بالشكل الآتي:

$$FV = 0.727 + 0.773 * IF$$

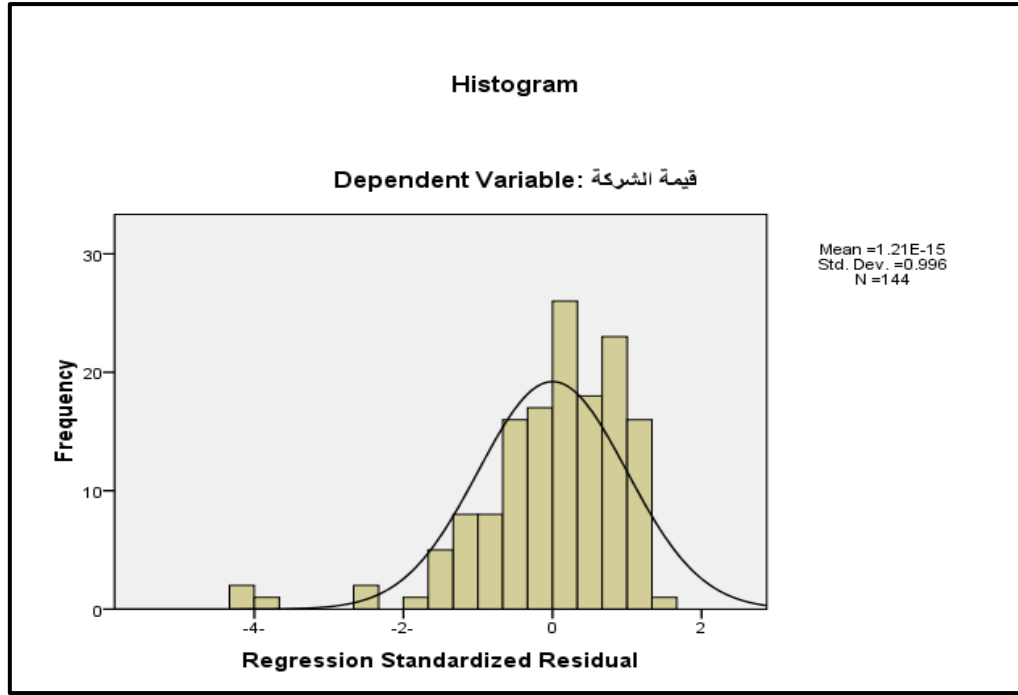
ويؤكد الشكل الاتي العلاقة بين المتغيرين من خلال شكل الانتشار لمعادلة الانحدار اذ يشير اتجاه المنحنى المتصاعد الى وجود علاقة طردية بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة.



الشكل (7-4)

العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة

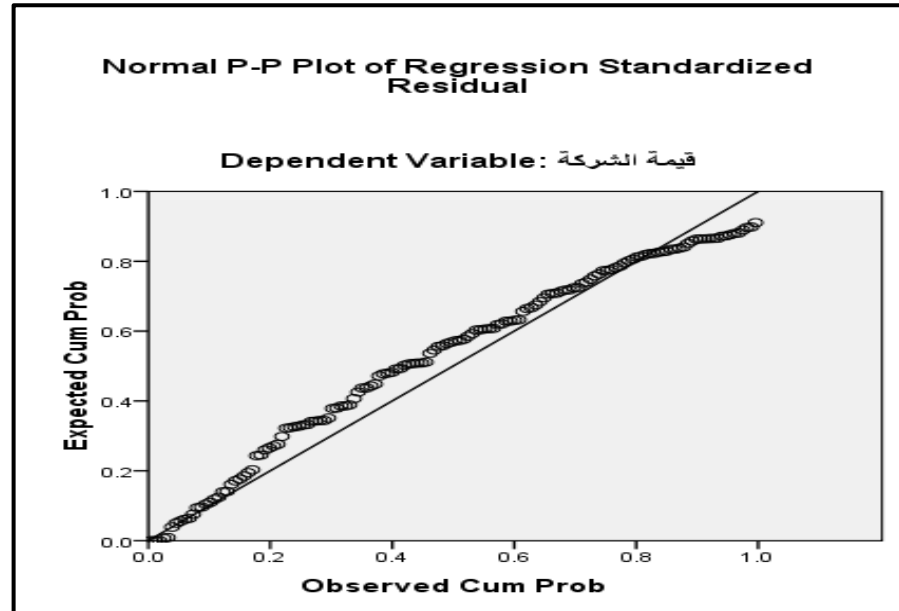
ويعرض الشكل الآتي المدرج التكراري الذي يبين التوزيع الطبيعي للبواقي الإحصائية لمعادلة الانحدار.



الشكل (8-4)

المدرج التكراري لبواقي الفرضية الثامنة

ويبين الشكل الاتي استيفاء شروط اختبار تحليل الانحدار بشكل بياني من خلال توزيع النقاط حول الخط المستقيم وهذا يثبت ان البواقي الإحصائية تتبع التوزيع الطبيعي، مما يشير الى دقة معادلة الانحدار السابقة.



الشكل (9-4)

التوزيع الطبيعي لبواقي الفرضية الثامنة

**الفرضية التاسعة " ان كفاءة القرارات الاستثمارية لا تتوسط تأثير هيكل الملكية في قيمة الشركة "**

لغرض اختبار هذه الفرضية سيتم استخدام تحليل المسار Path Analysis وهو تحليل يأخذ بنظر الاعتبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط عند قياس تأثيرهما في المتغير التابع، اذ أظهرت نتائج الفرضيات السابقة تحقق شروط تحليل المسار وكالاتي:-

- 1- ان هناك تأثير للمتغير المستقل (هيكل الملكية) في المتغير الوسيط (كفاءة القرارات الاستثمارية) وهذا ما تم اثباته في الفرضية السابعة.
- 2- ان يكون هناك تأثير للمتغير الوسيط (كفاءة القرارات الاستثمارية) في المتغير التابع (قيمة الشركة) وهذا ما تم اثباته في الفرضية الثامنة.

وباستخدام برنامج Amos الإحصائي كانت النتائج كالاتي:

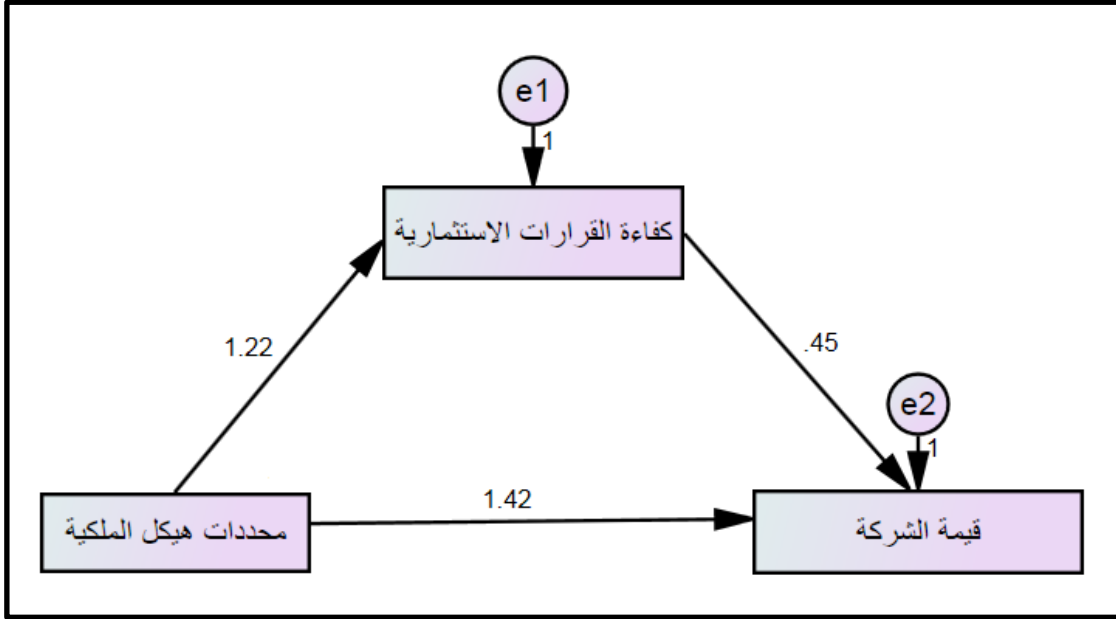
جدول (4-29)

نتائج تحليل المسار لاختبار الفرضية التاسعة

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)							
			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
كفاءة	<---	هيكل	1.221	.436	2.802	.005	
قيمة	<---	كفاءة	.451	.148	3.045	.002	
قيمة	<---	هيكل	1.424	.804	1.771	.076	

يلاحظ من نتائج جدول تحليل المسار path analyses أعلاه ان المتغير المستقل (هيكل الملكية) يؤثر في المتغير الوسيط (كفاءة القرارات الاستثمارية) لان قيمة P-Value لها بلغت 0.005 وهي اقل من قيمة الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والبالغة 0.05، وكذلك فإن المتغير الوسيط (كفاءة القرارات الاستثمارية) يؤثر في المتغير التابع (قيمة الشركة) لان قيمة P-Value لها بلغت 0.002 وهي اقل من قيمة الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والبالغة 0.05، الا اننا نلاحظ ان المتغير المستقل (هيكل الملكية) خرج عن دائرة التأثير المعنوي في المتغير التابع (قيمة الشركة) بعد ان كان تأثيره معنوية كما تم اثباته في الفرضية السادسة بدون تحليل المسار، لان قيمة P-Value له بلغت 0.076 وهي اكبر من قيمة الخطأ المقبول في العلوم الاجتماعية والبالغة 0.05، وهذا يعني ان متغير كفاءة القرارات الاستثمارية له الوساطة الكاملة في تأثير المتغير

المستقل (هيكل الملكية) في المتغير التابع (قيمة الشركة)، وبالتالي يتم رفض فرضية البحث العدمية وقبول الفرضية البديلة. والشكل الآتي يبين نموذج تحليل المسار لمتغيرات البحث الثلاث.



الشكل (10-4)

نموذج تحليل المسار لاختبار الفرضية التاسعة

بعد قياس متغيرات البحث فضلا عن اجراء اختبار فرضيات البحث سيتناول الفصل اللاحق الاستنتاجات التي تم التوصل اليها والتوصيات التي يوصي بها البحث.

# الفصل الخامس

## الاستنتاجات والتوصيات



## الفصل الخامس

### الاستنتاجات والتوصيات

يتناول هذا الفصل اهم الاستنتاجات التي توصل اليها البحث والتوصيات التي يوصي بها الباحث، وذلك في ضوء ما تم التطرق له لمتغيرات البحث بجانبها النظري والعملي، وعليه يتضمن هذا الفصل مبحثين وكما يلي:

المبحث الأول: الاستنتاجات

المبحث الثاني: التوصيات

## المبحث الأول

### الاستنتاجات

- يبين هذا المبحث اهم الاستنتاجات التي توصل اليها البحث بجانبه النظري والعملي وهي:
1. تعمل حوكمة الشركات على ضبط السلوك الانتهازي للإدارة وحماية المستثمرين والحيلولة دون فشل الشركات وبالنتيجة استمراريتها، ويتم تطبيق الحوكمة عن طريق مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية.
  2. يعد هيكل الملكية أحد آليات الحوكمة المهمة ويؤثر في جودتها وبالنتيجة في القرارات التي يتم اتخاذها من قبل الشركة.
  3. تباين الآراء حول علاقة هيكل الملكية مع المتغيرات الأخرى الخاصة بالشركة، فتمت الإشارة الى وجود علاقة إيجابية بينهما في حين كانت هنالك آراء أخرى اشارت الى وجود علاقة سلبية بينهما، وان هذا الاختلاف نابع من اختلاف بيئة الشركات والقوانين وطبيعة وحجم العينة.
  4. تتصف القرارات الاستثمارية بالكفاءة كلما اقترب حجم الاستثمار الفعلي من حجم الاستثمار الأمثل، ويكون الإفراط في الاستثمار عندما يكون حجم الاستثمارات الفعلية أكبر من حجم الاستثمارات الأمثل، اما نقص الاستثمار فيدل على ان حجم الاستثمارات الفعلية اقل من حجم الاستثمارات الأمثل.
  5. تعد القرارات الاستثمارية من القرارات الاستراتيجية طويلة الاجل وتتطلب تحليلاً ودراسة مستفيضة ومن الصعب التراجع عنها دون تكبد خسائر كبيرة وتتطلب أموالاً كبيرة.
  6. تتأثر كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركة بمجموعة من العوامل التي من بينها جودة المعلومات المحاسبية ومقدار الاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية ونوع ملكية الشركة ومقدار الاعتماد على معايير الإبلاغ المالي الدولية وجودة الأرباح.
  7. يمكن تعظيم قيمة الشركة عن طريق تبني وتطوير مجموعة من المؤشرات منها الميزة التنافسية والحصة السوقية والعلامة التجارية والقيمة الاقتصادية المضافة
  8. هنالك مجموعة من العوامل المساعدة التي تعمل على تعظيم قيمة الشركة منها مستوى تبني القضايا الاجتماعية ومقدار الاهتمام براس المال الفكري وجودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والتركيز على البحث والتطوير فضلا عن مدى تبني معايير الإبلاغ المالي الدولية.

9. ضعف هيكل الملكية بصورة عامة في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

10. هنالك اهتمام في دراسة وتحليل القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها في المصارف العراقية الخاصة، إذ تتصف القرارات الاستثمارية المتخذة في المصارف العراقية بالكفاءة، إذ اقتربت من حجم الاستثمار الأمثل وهذا دليل على اتباع إدارات المصارف طرائق التقييم الملائمة لتحليل واختيار المشاريع الاستثمارية المتوقعة وبالنتيجة اتخاذ القرار الأفضل

11. تتجه المصارف بالوتيرة نفسها في تنفيذ القرارات الاستثمارية، إذ بينت نتائج البحث الى عدم وجود تباين جوهري في كفاءة القرارات الاستثمارية المتخذة بين المصارف العراقية الخاصة.

12. على الرغم من كون القرارات الاستثمارية تتصف بالكفاءة إلا ان إدارات المصارف تتبع سياسة متحفظة فيما يرتبط باتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ ان غالبية المصارف تقترب من النقص بالاستثمار بشكل اكبر من الإفراط في الاستثمار، وهذا يعني ان هنالك فرص استثمارية لم يتم استغلالها من قبل إدارات المصارف أكثر من الخوض في مشاريع استثمارية غير مجدية، ويمكن ان يعود ذلك الى توجه الإدارة نحو عدم الرغبة بالدخول في المشاريع الاستثمارية وأنفاق المبالغ الكبيرة الخاصة بها بسبب الوضع الاقتصادي العام السائد.

13. تتأثر القيمة السوقية بالعديد من العوامل الاقتصادية والسياسية السائدة في البلاد، إذ انخفضت القيمة السوقية بالمقارنة مع القيمة الدفترية لموجودات المصارف العراقية عينة البحث.

14. يعكس هيكل الملكية توجهات وميول الجهات المالكة للأسهم وبالنتيجة تحقيق اهداف المصرف وتعظيم قيمته، وهو ما بينته نتائج البحث الى ان هنالك علاقة طردية بين هيكل الملكية وقيمة الشركة.

15. يعمل هيكل الملكية على توزيع الصلاحيات داخل مجلس الإدارة وبالنتيجة الرقابة والسيطرة على الإدارة والقرارات التي يتم اتخاذها، وعليه فان هنالك تأثير لهيكل الملكية في كفاءة القرارات الاستثمارية في المصارف العراقية الخاصة.

16. ان القرارات الاستثمارية المتخذة كلما اقتربت من الكفاءة فأنها تعود بنتائج إيجابية على المصرف لكونها من القرارات الهامة التي تعود نتائجها الى سنوات عديدة، إذ أشارت

النتائج الى ان كفاءة القرارات الاستثمارية تؤثر في قيمة الشركة في المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.  
17. تعمل كفاءة القرارات الاستثمارية كمتغير وسيط بين هيكل الملكية وقيمة الشركة اذ ان كفاءة القرارات الاستثمارية تعمل مع هيكل الملكية في تعظيم قيمة الشركة.

## المبحث الثاني

### التوصيات

بعد التطرق الى الاستنتاجات التي توصل اليها البحث يمكن تحديد مجموعة من التوصيات التي يوصي بها الباحث وكالاتي:

1. على الجهات الرقابية والجهات المسؤولة عن الأسواق المالية تدعيم اليات الحوكمة للحيلولة دون سيطرة جهة من الجهات المالكة للأسهم والسيطرة على قراراتها وبالنتيجة عدم حماية صغار المساهمين.
2. ضرورة قيام الجهات الرقابية والمسؤولة عن الأسواق المالية بتنظيم دورات وندوات بتوعية المستثمرين وادارات الشركات بأهمية الحوكمة وكيفية تعزيز آلياتها كون الفائدة المتأتية منها تعود بالمصلحة على الأطراف كافة المتعاملة مع الشركة.
3. ضرورة اجراء المزيد من الأبحاث حول هيكل الملكية واختيار عينات مختلفة من القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لتأطير النتائج حول تأثير هيكل الملكية في المتغيرات الأخرى.
4. على إدارات الشركات كافة تحليل القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها باستمرار ومقارنة حجم الاستثمار الفعلي مع حجم الاستثمار الأمثل، للوصول الى حجم الاستثمار الأمثل وهو ما ينتج عنه كفاءة القرارات الاستثمارية.
5. قيام إدارات المصارف بوضع خطة استراتيجية للمشاريع الاستثمارية التي ينبغي القيام بها ووفق جدول زمني ودراسة وتلبية التمويل اللازم لها.
6. التركيز والاهتمام بمجموعة من العوامل التي ينتج عنها كفاءة القرارات الاستثمارية كجودة المعلومات المحاسبية والاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية والاعتماد على معايير الإبلاغ المالي الدولية وجودة الأرباح.
7. على إدارات الشركات تعزيز وتطوير المؤشرات التي ينتج عنها تعظيم قيمة الشركة ومنها الميزة التنافسية والحصة السوقية والعلامة التجارية والقيمة الاقتصادية المضافة.
8. ضرورة الاهتمام بالجوانب التي تساعد في تعظيم قيمة الشركة منها تبني القضايا الاجتماعية ومقدار الاهتمام براس المال الفكري وجودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والتركيز على البحث والتطوير فضلا عن تبني معايير الإبلاغ المالي الدولية.

9. على إدارات المصارف تبني وتطبيق آليات الحوكمة ومتابعة النشرات التي تصدر بخصوص هذا الموضوع من الجهات ذات العلاقة.
10. دراسة وتحليل البيانات الخاصة باتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل تفصيلي واتباع طرائق تقييم المشاريع الاستثمارية للحيلولة دون اتخاذ قرارات استثمارية ينتج عنها خسائر فادحة لا يمكن الرجوع عنها.
11. على إدارات المصارف الخوض في المشاريع الاستثمارية كونها من القرارات ذات العائد العالي والذي لا يقتصر لسنة واحدة فقط بل يمتد لعدة سنوات ويساعد في تعظيم قيمة المصرف.
12. العمل على تعظيم قيمة الأسهم وزيادة قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية عن طريق دراسة وتحليل للعوامل المرتبطة بسوق العراق للأوراق المالية فضلاً عن دراسة وتحليل توجهات المستثمرين وغيرها.
13. على الجهات المالكة للأسهم والمسيطرة على القرارات داخل الشركة تقديم مصالح الشركة ككل على مصالحهم الشخصية بما يحقق ويعزز من قيمة الشركة وعدم الاستفراد بالقرارات التي تحقق المصلحة الشخصية فقط والنظر الى مصالح مساهمي الأقلية بنفس الطريقة التي يتم النظر بها الى مصالحهم الخاصة.
14. على المساهمين المؤسستيين الأجانب نقل خبراتهم وتجاربهم فيما يرتبط بآليات الحوكمة الى المصارف العراقية.
15. اجراء المزيد من الأبحاث المكملة للبحث الحالي وتطبيقها في قطاعات مختلفة من القطاعات الاقتصادية، ومنها ما يلي:
  - أ. تأثير هيكل الملكية وكفاءة القرارات الاستثمارية في استمرارية الشركة.
  - ب. العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى تبني معايير الإبلاغ المالي الدولية وأثرهما في قرارات المستثمرين.
  - ج. العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وبعض المؤشرات المالية في الشركة.

# المصادر والمراجع

القران الكريم  
المصادر العربية  
القوانين

1. قانون الشركات العراقي المرقم 21 لسنة 1997.

اولاً: الكتب العربية

1. التميمي، عباس حميد يحيى والساعدي، حكيم حمود فليح، (2015) "إدارة الأرباح عوامل نشوئها وأساليبها وسبل الحد منها"، الطبعة الأولى.
2. الجاوي، طلال محمد والمسعودي، حيدر علي، (2018) "المحاسبة المالية المتوسطة على وفق المعايير الدولية للتقارير المالية"، الطبعة العربية الأولى.
3. سرور، منال جبار، (2019) "إدارة التكلفة الاستراتيجية"، الطبعة الثانية.
4. عمر، احمد مختار، "معجم اللغة العربية المعاصرة"، المجلد الأول، الطبعة الأولى، القاهرة، 2008.
5. العسكري، الحسن بن عبد الله بن سهل بن سعيد أبو هلال، (1990) "معجم الفروق اللغوية"، تحقيق مؤسسة النشر الإسلامي.

<http://hz.turathalanbiaa.com/public/559.pdf>

ثانياً: البحوث والرسائل والأطاريح الجامعية

1. أبو الريحة، علي محمد جابر، (2016) "أثر الحوكمة والشفافية في تقويم أداء المصارف"، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة كربلاء.
2. الأعرجي، حيدر حميد جواد، (2014)، "دور الأبعاد المحاسبية لحوكمة المصارف في تحقيق جودة الأرباح"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة.
3. التميمي، عباس حميد يحيى، (2008) "أثر نظرية الوكالة في التطبيقات المحاسبية والحوكمة في الشركات المملوكة للدولة"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بغداد.
4. الجبوري، نسرين فاروق علي، (2007)، "معايير الحوكمة لتحسين الأداء في القطاع المصرفي"، بحث مقدم إلى مجلس الكلية التقنية الإدارية كجزء من متطلبات نيل درجة الدبلوم العالي في التقنيات المالية والمحاسبية.
5. الجنابي، ريم محسن خضير، (2008) "أثر حوكمة الشركات في القيمة السوقية لأسهم رأس المال في الشركات المصرفية" رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة بغداد.
6. الحلاوي، علي حسين عليوي، (2010)، "حوكمة الشركات وأثرها في تحسين أداء منظمات الأعمال"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة كربلاء.



7. حميدي، كزار سليم عبد الزهرة، (2011)، "العلاقة بين حوكمة الشركات وتمهيد الدخل"، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الكوفة.
8. الخزاعي، اسعد غني جهاد، (2008)، "إطار مقترح لحوكمة الشركات الحكومية الممولة ذاتيا وانعكاسها على مهنة التدقيق الخارجي في العراق"، بحث مقدم إلى المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد.
9. خضير، بشرى فاضل، (2009) "الإفصاح عن المعلومات المحاسبية ودورها في حوكمة الشركات وآلياتها الداخلية"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بغداد.
10. دلول، محمود سعيد، (2010)، "دور الإفصاح عن التنبؤات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية في غزة.
11. ذياب، فراس علي، (2010)، "دور لجان التدقيق في تعزيز فاعلية حوكمة الشركات المساهمة في العراق"، بحث مقدم إلى هيئة الأمانة في المعهد العربي للمحاسبين القانونيين.
12. الشرع، علاء حسن كريم، (2008)، "مدى استخدام اساليب تقييم المشروعات الاستثمارية في الشركات الصناعية العراقية"، بحث مقدم الى المعهد العربي للمحاسبين القانونيين.
13. شريف، أثير أنور، "دور الحاكمية في عملية إعداد الموازنة العامة للدولة في العراق"، أطروحة دكتوراه في الإدارة العامة، جامعة بغداد.
14. الشمري، حسنين راغب طلب، (2010) "إنموذج مقترح لدور المحاسب الإداري في تنفيذ آليات حوكمة الشركات" رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة بغداد.
15. صالح، عمار عبد القادر، (2010) " دور المستثمرين في تقييم جودة الإبلاغ المالي وانعكاساته على اتخاذ القرار الاستثماري"، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
16. عاشور، حاتم كريم، (2015)، "جودة أداء مراقبي الحسابات في ظل حوكمة الشركات"، بحث مُقدم إلى المعهد العربي للمحاسبين القانونيين.
17. عبد الرحمن، نوره منير، (2015) "أثر قواعد الحوكمة على جودة التدقيق وانعكاسه على موثوقية القوائم المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، الجامعة المستنصرية.
18. العنابي، رواء لطيف رحيل، (2020)، "القياس والافصاح المحاسبي على وفق معيار الإبلاغ المالي الدولي رقم 13 وانعكاسهما على قيمة الوحدة الاقتصادية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة واسط.
19. الغانمي، جعفر فالج ناصر، (2017) "القياس والافصاح المحاسبي عن راس المال الفكري وأثرهما في قيمة الوحدة الاقتصادية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة القادسية.

20. الغانمي، فرقد فيصل جدعان، (2009)، "أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات في مصداقية التقارير المالية وفي تحديد وعاء ضريبة الدخل"، بحث مقدم إلى المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد.
21. الفتلاوي، ليلي ماجي مجيد، (2011)، "أثر تطبيق حوكمة في الحد من ممارسات إدارة الأرباح"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بغداد.
22. كاظم، وديع هاني، (2015)، "تقييم قرارات الاستثمار لقطاع الكهرباء في ظل الاستراتيجية الوطنية المتكاملة للطاقة"، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
23. المالكي، نضال عبد الله ياسين، (2008)، "تقييم أثر الثقافة المحاسبية في تعزيز قيمة الوحدة الاقتصادية"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بغداد.
24. المشهداني، ايمان شيحان عباس، (2009)، "أثر فهم الحوكمة المؤسسية في تحسين الأداء المالي الاستراتيجي للمصارف"، بحث مقدم إلى المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد.
25. المشهداني، بشرى نجم عبد الله، (2007)، "الإطار المقترح لحوكمة الشركات المساهمة"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بغداد.
26. المنصوري، مصطفى عبد الحسين علي، (2010)، "دور الحوكمة في تحسين الأداء الاستراتيجي للإدارة الضريبية"، بحث مقدم إلى المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد.
27. الموسوي، إيناس ناصر عكّله، (2010)، "أثر تكنولوجيا المعلومات المصرفية وحوكمة المصارف في تحقيق الرقابة السلوكية"، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء.
28. الموسوي، علاء حسن يوسف، (2017)، "العلاقة بين المسؤولية البيئية والابعاد المحاسبية للرفاعية الاجتماعية وأثرها على تعظيم قيمة الشركة"، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة القادسية.
29. مولود، داود سليمان، (2011)، "تأثير حوكمة الشركات على فاعلية الرقابة الداخلية، بحث مقدم إلى المعهد العربي للمحاسبين القانونيين.
30. نسمان، إبراهيم إسحاق، (2009)، "دور إدارات المراجعة الداخلية في تفعيل مبادئ الحوكمة" رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة.
31. النعيمي، عبد الواحد غازي محمد، (2011)، "تفعيل نظام الرقابة الداخلية في ظل حوكمة الشركات، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الموصل.
32. يعقوب، فيحاء عبد الله، (2006)، "التدقيق الداخلي ودوره في التحكم المؤسسي دراسة تطبيقية على المصارف العراقية الخاصة"، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.

### ثالثاً: الدوريات

1. الأثروشي، دليير سليم علي والانصاري، عبد الرسول صالح مهدي، (2019) "دور هيكل الملكية في ممارسات إدارة الأرباح في ضوء الشفافية وفق متغيرات الرقابة"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 2.
2. بخيت، محمد بهاء الدين محمد، صقر، احمد و الجربي، احمد عبد الجواد، (2019) "العوامل المالية وغير المالية المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية"، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، المجلد العاشر، العدد الثالث.
3. بدوى، هبة الله عبد السلام، (2017)، " أثر هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية "، بحث منشور في بوابة الباحث.  
[https://www.researchgate.net/publication/344041153\\_athr\\_hykl\\_almlknyt\\_wmstwy\\_alafsa\\_h\\_n\\_almsywylyt\\_alajtmayt\\_ly\\_qymt\\_alshrkt\\_drast\\_tbyqyt\\_ly\\_alshrkat\\_almqydt\\_balbwrs\\_talmsryt](https://www.researchgate.net/publication/344041153_athr_hykl_almlknyt_wmstwy_alafsa_h_n_almsywylyt_alajtmayt_ly_qymt_alshrkt_drast_tbyqyt_ly_alshrkat_almqydt_balbwrs_talmsryt)
4. البصري، عبد الرضا شفيق، وجاسم، بيداء فاضل، (2017) "دور الإفصاح الوارد بالقوائم المالية في ترشيد قرارات المستثمرين"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 110.
5. التميمي، عباس حميد يحيى وحسين، سطم صالح، (2017)، "تأثير جودة الابلاغ المالي في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية التراث الجامعة، العدد العشرون.
6. حسن، بشرى عبد الوهاب محمد ومحسن، حسين جليل، (2016)، "تأثير اليات حوكمة الشركات في ممارسات التحفظ المحاسبي"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 93، المجلد 22.
7. حسين، سطم صالح وخميس، حسين سبع، "الانخفاض في قيمة الموجودات الثابتة وأثره في قرارات الاستثمار"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15، العدد 45، 2019.
8. دخان، محمد سالم، (2018)، "أثر محددات هيكل الملكية في أداء الشركات المساهمة السورية"، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 5.
9. السعيد، بريكة والسمير، مسعي، (2009)، "تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، جامعة العربي بن مهدي.
10. السوداني، علي موات الصيهود، وعبد الجبار، رشا عبد الخالق عبد الجبار، (2017)، "دور ولاء العاملين في تعزيز الحصة السوقية بتوسيط استراتيجيات إدارة الموارد البشرية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 97، المجلد 23.

- 11.الشاهد، ريما محمود سليمان و العناتي، رضوان محمد، (2017)، "أثر هيكل الملكية وخصائص الشركات على جودة الأرباح"، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، المجلد السابع عشر، العدد الاول.
- 12.الصلاح، محمد سليمان، (2005)، "الاستفادة من أدوات الرقابة وإدارة المخاطر لخدمة حوكمة الشركات"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، الامارات العربية المتحدة، الشارقة.
- 13.الطائي، بشرى فاضل خضير، ومحمد، منى جبار، (2017)، "انعكاس الإبلاغ المالي عن راس المال الفكري على قرارات الاستثمار"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 95، المجلد 23.
- 14.الطائي، رياض نجم عبيد والجبوري، مهدي عطية، (2017)، "ترشيد القرارات المالية الاستراتيجية ودورها في تعظيم قيمة الشركة"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 9، العدد 4.
- 15.طلب، حسنين راغب، (2015)، "أثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخامس والأربعون.
- 16.عبد الزهرة، كرار سليم، (2016)، "قياس مستوى جودة الأرباح المحاسبية ومدى تأثرها بمحددات هيكل الملكية"، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد السادس، العدد الثالث.
- 17.علي، جابر محمد حسن، (2017)، "أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الأول، المجلد الرابع والخمسون.
- 18.الفضل، مؤيد محمد علي والجبوري، أزهر صبحي، (2018)، "العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في ضوء الخصائص المالية للشركة وهيكل الملكية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد 55، المجلد، 14.
- 19.الفضل، مؤيد محمد علي، (2018)، "العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في ضوء الملكية الادارية"، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الخامس، العدد الثاني.
- 20.الفضل، مؤيد محمد علي، الزبيدي، فراس خضير، راضي، نوال حربي، (2016)، "العلاقة بين كفاءة مجلس الادارة وجودة الافصاح المحاسبي في ضوء نظرية الوكالة"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 18، العدد 2.
- 21.كاظم، نبراس جاسم، (2015)، "تباين العائد على الاستثمار دالة لاختلاف الحصة السوقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد العاشر، العدد 32.
- 22.كاظم، هدى جبار، (2018)، "العوائد الاستثمارية وتأثيرها على القيمة المصرفية"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 10، العدد 4.

23. المزوري، عابد حسن رشيد، والشجيري، محمد حويش علاوي، (2010)، "أثر جودة الإبلاغ المالي في قيمة المنشأة"، مجلة كلية الرافدين الجامعة، العدد 26.
24. المعيني، سعد سلمان عواد وزباد، هدى سلمان، (2016)، "تأثير جودة الأرباح على القيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة"، مجلة التقني، المجلد التاسع والعشرون، العدد الأول.
25. المولى، ايمان عبد المطلب حسن، (2018)، "أهمية المعرفة المالية في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العدد 43، المجلد 3.
26. النجار، جميل حسن، (2017)، " أثر كل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة، والأداء المالي، والسياسة المالية على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 13، العدد 3.
27. النعيمي، شهاب الدين حمد، (2012)، "التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's Q"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد السابع، العدد 20.
28. ياسين، سمير طه، (2014)، "دور الخدمات التأكيدية لمراقب الحسابات في ترشيد القرارات الاستثمارية"، وقائع المؤتمر العلمي الاول لجامعة جيهان.
29. يوسف، علي، (2012)، "أثر محددات هيكل ملكية المنشأة في تحفظ التقارير المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الاول.

### المصادر الأجنبية

#### **First: Books**

1. Albrecht, W. Steve, Stice, Earl K.& Stice, James D, (2011), "Financial Accounting", 11th Edition.
2. Aluchna, Maria, and Samuel O. Idowu. (2017) "Responsible corporate governance". Springer.
3. Bateman, Thomas S., Scott A. Snell, and Robert Konopaske, (2017) "Management: Leading & Collaborating in a Competitive World", 13e.
4. Bhimani, Alnoor, Horngren, Charles T., Datar, Srikant M, & Rajan, Madhav V,(2015) "Management And Cost Accounting", Seventh Edition.
5. Blocher, Edward J., et al, (2019)"Cost Management A Strategic Emphasis", Eighth Edition.

6. Bodie, ZVI, & Kane, Alex, Marcus, Alan J, (2018) "Investments", Eleventh Edition.
7. Braun, Karen Wilken & Tietz, Wendy M. (2015) "Managerial Accounting. Global Edition". Fourth ed.
8. Brealey, Richard A, Myers, Stewart C. & Allen, Franklin, (2020) "Principles of corporate finance", thirteenth edition.
9. Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, Franklin Allen. (2011) "Principles Of Corporate Finance". Tenth Edition.
10. Brewer, Peter C., Garrison, Ray H. Noreen, Eric W. (2019) " Introduction To Managerial Accounting ", Eighth Edition.
11. Calder, Alan. (2008) "Corporate governance: A practical guide to the legal frameworks and international codes of practice". Kogan Page Publishers.
12. David, Fred R. & David Forest R., (2017) "Strategic Management concepts and cases", Sixteenth edition.
13. Dess, Gregory G., et al. (2019) "Strategic management: Text and cases". McGraw-Hill/Irwin.
14. Dess, Gregory G., (2019) "Strategic management: text and cases", ninth edition.
15. Deventer, Van. Donald R., Kenji Imai, And Mark Mesler. (2013) "Advanced Financial Risk Management: Tools And Techniques For Integrated Credit Risk And Interest Rate Risk Management". John Wiley & Sons, Second Edition.
16. Donleavy, Gabriel, (2018) "An Introduction To Accounting Theory", 2nd Edition.
17. Doupnik, Timothy S., and M. Hector B. Perera. (2007) "International accounting. New York: McGraw-Hill.
18. Drury, Colin , (2012) "Management And Cost Accounting", Eighth Edition.
19. Du Plessis, Jean Jacques, Anil Hargovan, and Jason Harris. (2011) "Principles of contemporary corporate governance". Cambridge University Press.

20. Eckbo, B. Espen, (2007) "Handbook Of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance" Volume 1.
21. Ehrhardt, Michael C., And Eugene F. Brigham. (2011) "Financial Management: Theory And Practice", South-Western Cengage Learning, Thirteenth Edition.
22. Elasrag, Hussein. (2014) "Corporate governance in Islamic Finance: Basic concepts and issues".
23. Garrison, Ray H., Noreen, Eric W. & Brewer, Peter C., (2012) "Managerial accounting", Fourteenth Edition.
24. Gitman, Lawrence J., Roger Juchau, and Jack Flanagan. (2015) "Principles of managerial finance". Pearson Higher Education AU.
25. Harrison, Walter T., Horngren, Charles T. , Thomas, C. William, (2014) "Financial Accounting International Financial Reporting Standards", Ninth Edition.
26. Hilton, Ronald W., and David E. Platt. (2020) "Managerial accounting: creating value in a dynamic business environment". Twelfth Edition.
27. Holm, Len, (2019) "Cost Accounting And Financial Management For Construction Project Managers".
28. Horngren, Charles T, & others, (2014) "Introduction to Management Accounting", Sixteenth Edition.
29. Horngren, Charles T., Srikant M. Datar, and Madhav V. Rajan. (2015) "Cost accounting: A managerial emphasis".
30. Kim, Suk H., And Seung H. Kim. (2006) "Global Corporate Finance: Text And Cases". John Wiley & Sons, Sixth Edition.
31. Kinicki , Angelo & Williams, Brian K., (2018) "Management A Practical Introduction", Eight Ed.
32. Kinicki, Angelo, & Williams Brian K. (2012) "Management: A practical introduction", eight Edition.

- 33.Li, Wing Sun. (2018) "Strategic Management Accounting." Management For Professionals.
- 34.Libby, Robert, et al. (2019) "Financial accounting". Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- 35.Merchant, Kenneth A., and Wim A. Van der Stede. (2017) "Management control systems: performance measurement", evaluation and incentives. Pearson Education, Fourth edition.
- 36.Mowen, Maryanne M. Hansen Don R. & Heitger Dan L., (2014) "Cornerstones Of Managerial Accounting", Fifth Edition.
- 37.Nobles, Tracie Miller. Mattison, Brenda & Matsumura Ella Mae, (2018) "Financial & Managerial Accounting", sixth edition.
- 38.Pani, S.P, (2009) "Business Ethics And Corporate Governance", Utkal University Syllabi-Book Mapping Table Business Ethics And Corporate Governance.
- 39.Pike, Richard, And Bill Neale. (2006) "Corporate Finance And Investment: Decisions & Strategies", Pearson Education, Sixth Edition.
- 40.Rick, Hayes, et al. (2005) "Principles of Auditing: An Introduction to International Standards on Auditing." Person Education Limited (UK).
- 41.Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield , Bradford D. Jordan. (2019) "Fundamentals Of Corporate Finance" Twelfth Edition, Mcgraw Hill.
- 42.Scott, William R. (2015) "Financial Accounting Theory", Seventh Edition.
- 43.Skoglund, Jimmy. Chen, Wei., (2015) "Financial Risk Management Applications In Market, Credit, Asset And Liability Management And Firmwide Risk".
- 44.Smart, Scott B., Gitman, Lawrence J., Joehnk, Michael D., (2017) "Fundamentals of Investing", Thirteenth edition.
- 45.Weygandt , Jerry J., Kimmel , Paul D., & Kieso, Donald E., (2013) "Accounting Principles", 11ed.



46. Weygandt, Jerry J., Kimmel, Paul D., Kieso, Donald E. (2018) "Managerial Accounting Tools for Business Decision Making", Eighth Edition.
47. Whitecotton, Stacey, Robert Libby, and Fred Phillips. (2020) "Managerial accounting". Fourth Edition.
48. Whittington, O. Ray and Pany Kurt, (2016) "Principles of Auditing & Other Assurance Services", Twentieth Edition.
49. Zimmerman, Jerold L., (2017) "Accounting For Decision Making And Control", Ninth Edition.

### **Second: Articles & Thesis:**

1. Abbas, Nasir, et al. (2018) "Impact of investment efficiency on cost of equity: an empirical study on shariah and non shariah compliance firms listed on Pakistan Stock Exchange." Pakistan Administrative Review 2.3.
2. Abdullah, Nik Anis Idayu Nik, Mazurina Mohamad Ali, and Noor Hasniza Haron. (2017) "Ownership structure, firm value and growth opportunities: Malaysian evidence." Advanced Science Letters 23.8.
3. Aboud, Ahmed, And Ahmed Diab. (2018) "The Impact Of Social, Environmental And Corporate Governance Disclosures On Firm Value: Evidence From Egypt." Journal Of Accounting In Emerging Economies, Vol. 8 No. 4.
4. Agyei-Boapeah, Henry, et al. (2020) "IFRS adoption and firm value African evidence. Accounting Forum". Vol. 44. No. 3. Routledge.
5. Alam, Nafis, And Amit Gupta. (2018). "Does Hedging Enhance Firm Value In Good And Bad Times." International Journal Of Accounting And Information Management, Vol. 26 No. 1.
6. Al-Khouri, Ritab. (2006) "Corporate governance and firms value in emerging markets: The case of Jordan." Journal of Transnational Management 12.1.
7. Al-Manaseer, M. F. A., et al. (2012) "The impact of corporate governance on the performance of Jordanian banks." European Journal of Scientific Research 67.3.

8. Al-Najjar, Basil, and Dana Al-Najjar. (2017) "The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence." *Journal of Small Business and Enterprise Development*.
9. Altaf, Nufazil. (2018). "Do Financial Development And Law Enforceability Effect The Relationship Between Net Working Capital And Firm Value? Empirical Evidence From Asia." *American Journal Of Business*, Vol. 33 No.3.
10. Alves, Helena Susana Afonso. (2011) "Corporate Governance determinants of voluntary disclosure and its effects on information asymmetry: an analysis for Iberian Peninsula listed companies". Diss. FEUC.
11. Alwshah, Khaldoun Abd Allh Mahmoud. (2009) The impact of corporate governance and ownership structure on performance and financial decisions of firms: evidence from Jordan. Diss. University of Hull.
12. Amzat, Ismail Hussein, and Datuk Abdul Rahman Idris. (2012) "Structural equation models of management and decision-making styles with job satisfaction of academic staff in Malaysian Research University." *International Journal of Educational Management*.
13. Aretz, Kevin, And Söhnke M. Bartram. (2010) "Corporate Hedging And Shareholder Value." *Journal Of Financial Research* 33(4).
14. Aronoff, Craig, and John Ward. (2011) "Family business ownership: How to be an effective shareholder". Springer.
15. Azhar, Abdullah Bin, et al. (2019) "The Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency: An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange (PSX)." *Pakistan Administrative Review* 3.2.
16. Bachiller, Patricia, Sabri Boubaker, And Salma Mefteh-Wali. (2020) "Financial Derivatives And Firm Value: What Have We Learned?" *Finance Research Letters* (January).
17. Bae, G. S., Choi, S. U., Dhaliwal, D. S., & Lamoreaux, P. T., (2017) "Auditors and client investment efficiency", *The Accounting Review*, 92(2).

18. Bardos, Katsiaryna Salavei, Mine Ertugrul, And Lucia Silva Gao. (2020) "Corporate Social Responsibility, Product Market Perception, And Firm Value." *Journal Of Corporate Finance*, 62.
19. Bendle, Neil Thomas, and Moeen Naseer Butt. (2018) "The misuse of accounting-based approximations of Tobin's q in a world of market-based assets." *Marketing Science* 37.3.
20. Benlemlih, Mohammed, and Mohammad Bitar. (2018) "Corporate social responsibility and investment efficiency." *Journal of Business Ethics* 148.3.
21. Beuselinck, Christof, et al. (2017) "The value of government ownership during the global financial crisis." *Journal of corporate Finance* 42.
22. Bhandari, Avishek, and Javakhadze David. (2017) "Corporate social responsibility and capital allocation efficiency." *Journal of Corporate Finance* 43.
23. Biddle, Gary C., Gilles Hilary, and Rodrigo S. Verdi. (2009) "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?." *Journal of accounting and economics* 48.2-3.
24. Borisova, Ginka, et al. (2009) "Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU." *Journal of Banking & Finance* 36.11.
25. Brahmana, Rayenda Khresna, Doddy Setiawan, and Chee Wooi Hooy. (2019) "Controlling shareholders and the effect of diversification on firm value: evidence from Indonesian listed firms." *Journal of Asia Business Studies*.
26. Briozzo, Anahí, Diana Albanese, and Diego Santolíquido. (2017) "Corporate governance, financing and gender: A study of SMEs from Argentinean Securities Markets." *Contaduría y administración* 62.2.
27. Chen, D., et al. (2015) "How do state and family ownership affect internal capital markets? Evidence from Chinese business groups.".
28. Chen, Feng, et al. (2011) "Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets." *The accounting review* 86.4.

- 29.Chen, Jianguo, David J. Smith, & Carolyn G. Wirth. (2017) "How is investment efficiency related to investment transparency?." 30th Australasian Finance and Banking Conference.
- 30.Chen, Jun, et al. (2018) "Corporate philanthropy and investment efficiency: Empirical evidence from China." Pacific-Basin Finance Journal 51.
- 31.Chen, Luzhen. (2012)"The effect of ownership structure on firm performance: Evidence from non-financial listed companies in Scandinavia." Finance & International Business 4.11 .
- 32.Chen, Ruiyuan, et al. (2017) "Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations." Journal of Corporate Finance 42.
- 33.Chen, Shimin, et al. (2011) "Government intervention and investment efficiency: Evidence from China." Journal of Corporate Finance 17.2 (2011).
- 34.Chen, Yuezhao. Agency issues and the effects of corporate governance mechanisms on agency costs in Chinese listed companies. Cardiff University, 2010.
- 35.Choi, Hyang Mi, Wonsik Sul, and Sang Kee Min. (2012) "Foreign board membership and firm value in Korea." Management Decision.
- 36.Choi, Sunghee, Md Abdus Salam, And Youngshin Kim. (2020) "Foreign Currency Derivative Usage And Firm Value In Bangladesh: Comparative Analysis Between Exporters And Non-Exporters Under Exchange Rate Movements." International Journal Of Emerging Markets.
- 37.Chowdhury, Reza H., Chun, Wootae. , Choi, Sungchul., & Friend, Kurtis, (2020)"Brand And Firm Values In Distinct National Cultures", Asia Pacific Journal Of Marketing And Logistics.
- 38.Dakhelalla, Ranya Fathallah. (2014) "The impact of corporate governance principles on board characteristics: an Australian study".
- 39.Darko, Disraeli, et al. (2018) "Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana stock exchange." Corporate Governance: The International Journal of Business in Society.

- 40.Deswanto, Refandi Budi, And Sylvia Veronica Siregar. (2018) "The Associations Between Environmental Disclosures With Financial Performance, Environmental Performance, And Firm Value." *Social Responsibility Journal*, Vol. 14 No. 1.
- 41.Detthamrong, Umawadee, Nongnit Chancharat, and Chaiporn Vithessonthi. (2017)"Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand." *Research in International Business and Finance* 42.
- 42.Di Yu Lei. Privatization, (2009)"Ownership Structure and Performance of China Listed Companies in Split Share Structure Reform". Diss. University of Maryland University College.
- 43.Dong, Xinyang, Weijia Dong, and Xin Lv. (2020)"Impact of environmental policy on investment efficiency: Evidence from the oil and gas sector in Canada." *Journal of Cleaner Production*, 252.
- 44.Dora, Yenny Maya, (2015) "Development Concept Of Value, Value Creation And Customer Value Creation", The Inaugural Conference On Management And Sustainability In Asia, April 29 To May 1.
- 45.Döring, Simon, et al. (2020)"Cross-country determinants of institutional investors' investment horizons." *Finance Research Letters* 39.
- 46.Du, Heng. (2009) "Does family ownership create or destroy value: evidence from Canada". Diss. Concordia University.
- 47.Elaoud, Assawer, and Anis Jarboui. (2017)"Auditor specialization, accounting information quality and investment efficiency." *Research in International Business and Finance* 42.
- 48.Elberry, Noha, and Khaled Hussainey. (2020)"Does corporate investment efficiency affect corporate disclosure practices?." *Journal of Applied Accounting Research*.
- 49.ElGhouti, Amal. (2014) "Effect of ownership structure on firm stock returns and financial performance: evidence from the Egyptian stock market."

- 50.Fen, Foo Wei, Et Al, (2012) "Capital Structure Affects Firm Value: Technology Sector In Malaysia", A Research Project Submitted In Partial Fulfilment Of The Requirement For The Degree Of Bachelor Of Business Administration (Hons) Banking And Finance, University Tunku Abdul Rahman.
- 51.Feng, Ying. (2017) "The Effectiveness of Corporate Governance Mechanisms and Leadership Structure: Impacts on strategic change and firm performance" No. EPS-2017-389-S&E.
- 52.Firth, Michael, Lingmin Xie, and Yuanyuan Zhang. (2015) "How do analysts' forecast characteristics relate to investment efficiency". Working paper, Lingnan University, 2015.
- 53.Gallarza, Martina G., Gil Irene, (2008) "The Concept Of Value And Its Dimensions: A Tool For Analysing Tourism Experiences",Tourism Review, Vol. 63 No. 3.
- 54.García-Meca, Emma, and Juan Pedro Sánchez-Ballesta. (2011)"Firm value and ownership structure in the Spanish capital market." Corporate Governance: The international journal of business in society .
- 55.Geldenhuys, Jurie. (2014) "The Benefits of Adding a Cost Function to Tobin'sq as an Investment Style on the JSE". Diss. University of Pretoria.
- 56.Gomariz, Fuensanta Cutillas, and Ballesta, Juan Pedro Sánchez. (2013) "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency." Journal of banking & finance 40.
- 57.Gyamerah, Samuel, and Albert Agyei. (2016)"OECD principles of corporate governance: Compliance among Ghanaian listed companies." International Journal of Advanced Multidisciplinary Research 3.11 .
- 58.Haosana, Cincin. (2012) "Pengaruh return On Asset dan Tobin's Q terhadap Volume Perdagangan Saham pada Perusahaan Retail yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia." Unpublished Undergraduate thesis, Universitas Hasanuddin, Makassar .
-

- 59.Harun, Mohd Shukor, Khaled Hussainey, Khairul Ayuni Mohd Kharuddin, And Omar Al Farooque. (2020) "Csr Disclosure, Corporate Governance And Firm Value: A Study On Gcc Islamic Banks." International Journal Of Accounting And Information Management 28(4).
- 60.He, Jie Jack, and Jiekun Huang. (2014) "Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings." The Review of Financial Studies 30.8.
- 61.He, Ping, Kun Wang, and Xing Xiao. (2016)"Does Government Control Always Reduce Firm Value? Theory and Evidence from China." The Political Economy of Chinese Finance. Emerald Group Publishing Limited.
- 62.Hjelm, Richard, and Jesper Sundin. (2016) "Institutional ownership: and its implication on firm performance." .
- 63.Holmes, Joli Kathryn. (2017) "Monitoring with the Media: Social Media as a Corporate Governance Mechanism." .
- 64.Hu, Jinshuai, Haiyan Jiang, & Mark Holmes. (2019) "Government subsidies and corporate investment efficiency: Evidence from China." Emerging Markets Review 41.
- 65.Huang, Kelly. (2020)"Management Forecast Errors and Corporate Investment Efficiency." Journal of Contemporary Accounting & Economics .
- 66.Huang, Xiaoran, and Jun-Koo Kang. (2017) "Geographic concentration of institutions, corporate governance, and firm value." Journal of Corporate Finance 47 .
- 67.Huberts, R. W. C. (2014) "Family ownership, multiple blockholders and acquiring firm performance." .
- 68.Iannotta, Giuliano, Giacomo Nocera, and Andrea Sironi. (2013)"The impact of government ownership on bank risk." Journal of Financial Intermediation 22.2 .

- 69.Ibdah, Khalid, (2018)"The effect of strategic thinking patterns on the efficiency of decision making process in Jordanian companies of insurance", Archives of Business Research, Vol.6, No.1.
- 70.Imelda, Elsa & Sheila Sheila , (2017)"The Influence Of Capital Structure, Dividend Policy And Ownership Structure On Firm Value", International Journal Of Economic Perspectives, Volume 11, Issue 4.
- 71.Ismail Khan, Norziaton. (2013) "Internal governance mechanisms and audit fees: the moderating role of political connection and regulatory oversight". Diss. University of Malaya.
- 72.Isshaq, Zangina, Godfred A. Bokpin, and Joseph Mensah Onumah. (2009) "Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange." The Journal of Risk Finance .
- 73.Iswajuni, Iswajuni, Arina Manasikana & Soengeng Soetedjo, (2018) "The Effect Of Enterprise Risk Management (Erm) On Firm Value In Manufacturing Companies Listed On Indonesian Stock Exchange Year 2010-2013", Asian Journal Of Accounting Research Vol. 3 No. 2.
- 74.Jacob o. Ame, arumona j. O. And erin o. A, (2017) "impact of ownership structure on firm performance: evidence from listed manufacturing firms in nigeria" international journal of accounting, finance and information system (IJAFIS).
- 75.Jara, Mauricio, et al. (2019)"Corporate governance in Latin American firms: Contestability of control and firm value." BRQ Business Research Quarterly 22.4.
- 76.Kabir, Md Nurul, et al. (2020)"Institutional and foreign ownership vis-à-vis default risk: Evidence from Japanese firms." International Review of Economics & Finance 69 .
- 77.Kamaliah, (2020) "Disclosure Of Corporate Social Responsibility (Csr) And Its Implications On Company Value As A Result Of The Impact Of Corporate



- Governance And Profitability", International Journal Of Law And Management, Vol. 62 No. 4.
- 78.Karim, Saima, and Muhammad Ilyas.(2020)"Foreign institutional investors and the contribution of cash and dividend to firm's value." Managerial Finance.
- 79.Kaur, Parmjit, and Randeep Kaur. (2019) "Effects of Strategic Investment Decisions on Value of Firm: Evidence from India." Paradigm 23.1.
- 80.Keynonen, Olga. (2018) "Evaluation of the impact of ownership structure on Environmental and Social performance: Evidence from Swedish companies.".
- 81.Kholmurodova, Adiba. (2009),"Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Denmark" M.Sc. thesis in Business Administration, Finance and International Business.
- 82.Kim, Keehwan, and Ohjin Kwon. (2015) "The investment efficiency of private and public firms: Evidence from Korea." Journal of Applied Business Research (JABR) 31.4.
- 83.Klepáčová, Helena, (2014)"Evaluation of Economic Efficiency of Investment Project", faculty of business and management institute of economics.
- 84.Kutllovci, Enver, Venet Shala, And Burim Troni. (2012) "Business Strategy, The Key Determinants Of Sme Growth In Kosovo." International Journal Of Advances In Management And Economics, Vol.1, Issue 3.
- 85.Lara, Juan Manuel García, Beatriz García Osma, and Fernando Penalva. (2016)"Accounting conservatism and firm investment efficiency." Journal of Accounting and Economics 61.1.
- 86.Laux, Volker, and Ray Korok. (2020) "Effects of accounting conservatism on investment efficiency and innovation." Journal of Accounting and Economics 70.1.
- 87.Lawal, Robert yetunde and sakariyahu, ola rilwan, (2018) " Ownership structure and firm value: tobin-q and mva approach ".

88. Le, Thi Phuong Vy. (2015) "Ownership structure, capital structure and firm performance: a study of Vietnamese listed firms." .
89. Lee, Mark A. & Stinson, David D., (2014) "Organizational decision making models: comparing and contrasting to the stinson wellness model." *European Journal of Management*, 14 (3) .
90. Li, Qingyuan, and Tielin Wang. (2010) "Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience." *Nankai Business Review International*.
91. Li, Ting, and Nataliya Zaiats. (2017) "Corporate governance and firm value at dual class firms." *Review of Financial Economics* .
92. Li, Yanqiong, Jie He, and Min Xiao. (2019) "Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency." *International Review of Economics & Finance* 63.
93. Linhares, Flavio Sergio, Fábio Moraes da Costa, and Aziz Xavier Beiruth. (2018) "Earnings management and investment efficiency." *Revista Brasileira de Gestão de Negócios* 20.2.
94. Marimuthu, Maran. (2017) "Ownership Structure and Firm Value: An Insider Ownership Effect." *Global Business & Management Research* 9 .
95. Mazboudi, Mohamad, and Iftekhar Hasan. (2018) "Secrecy, information shocks, and corporate investment: Evidence from European Union countries." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 54.
96. Melinda, Anna, And Ratna Wardhani. (2020) "The Effect Of Environmental, Social, Governance, And Controversies On Firms' Value: Evidence From Asia." *Advanced Issues In The Economics Of Emerging Markets*. Emerald Publishing Limited.
97. Mian Du Siyan Chen Huan Shao, (2014) "Corporate governance: institutional arrangement or market choice?", *Chinese Management Studies*, Vol. 8 Iss 4.

- 98.Min, Byung-Seong, And Peter Verhoeven. (2013) "Outsider Board Activity, Ownership Structure And Firm Value: Evidence From K Orea." *International Review Of Finance* 13.2.
- 99.Mintah, Peter Agyemang, And Hannu Schadewitz. (2019) "Gender Diversity And Firm Value: Evidence From Uk Financial Institutions." *International Journal Of Accounting & Information Management*.
- 100.Möller, Eva, and Samuel Öquist. (2019) "Investing for a sustainable future: drivers and barriers for sustainable venture capital investment decisions", Master's Thesis Department of Business Studies Uppsala University.
- 101.Muramiya, Katsuhiko, and Tomomi Takada. (2015) "Cross-Shareholdings and Information Environment". No. 15-20.
- 102.Murniati, Sitti, et al. (2019) "Effect of investment decisions, financing decisions and dividend policy on profitability and value of the firm." *International Journal of Accounting & Finance in Asia Pasific (IJAFAP)* 2.1.
- 103.Naeem, Kashif, and Matthew C. Li. (2019)"Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms." *International Review of Financial Analysis* 62.
- 104.Nazir, Mian Sajid, and Talat Afza. (2018) "Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value? Evidence from an emerging market." *Future Business Journal* 4.1.
- 105.Ni, Yensen, Huang, Paoyu, Cheng, Yirung , & Huang, Wan-Chi, (2020) "Does The Role Of Relatives On Ownership Structure Affect Firm Value?", *Review Of Business: Interdisciplinary Journal On Risk And Society* 40, No. 1.

- 106.Ni, Yensen, Yi-Rung Cheng, and Paoyu Huang. (2020)"Do intellectual capitals matter to firm value enhancement? Evidences from Taiwan." Journal of Intellectual Capital .
- 107.Nurlela, Nurlela, et al. (2019) "The influence of investment decisions and financing decisions on firm value with profitability as intervening variables (empirical study on companies listed in Indonesian Sharia Stock Index)." International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding 6.2.
- 108.O'connell & Ward, Anne Marie. (2020) "Shareholder Theory/ Shareholder Value" Encyclopedia Of Sustainable Management, Springer International Publishing.
- 109.O'Callaghan, Steve. (2015) "Agency Problems and Ownership Structure in Large Private Firms in the UK". Bangor University (United Kingdom).
- 110.Paniagua, Jordi, Rafael Rivelles, and Juan Sapena. (2018) "Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure." Journal of Business Research 89.
- 111.Pedersen, Torben, and Steen Thomsen. (2003) "Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity." Journal of Management and Governance 7.1.
- 112.Phillips, Emir, (2018) "An FSB board member can better align corporate governance with SIFI sustainability." The Quarterly Review of Economics and Finance 70.C .
- 113.Pratyaksa, Rorian, et al. (2015) "The influence of unrelated diversification and ownership structure on firm value: Evidence from Philippine conglomerates." DLSU Business & Economics Review 25.1 .
- 114.Rad, Seyed Sajad Ebrahimi, Et Al. (2016) "Financial Information Quality And Investment Efficiency: Evidence From Malaysia." Asian Academy Of Management Journal Of Accounting & Finance 12.1.

- 115.Rajverma, Abhinav Kumar, et al. (2019)"Ownership structure influencing the joint determination of dividend, leverage, and cost of capital." *Cogent Economics & Finance* 7.1 .
- 116.Rashed, Ahmed, et al. (2018) "Ownership Structure and Investment Efficiency: Evidence from Egypt." *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 8.4.
- 117.Ruan, Wenjuan, Gary Tian, and Shiguang Ma. (2011)"Managerial ownership, capital structure and firm value: evidence from china's civilian-run firms." *Australasian Accounting, Business and Finance Journal* 5.3.
- 118.Sabol, Andrija & Sverer, Filip (2017)" A Review Of The Economic Value Added Literature And Application, *Utms Journal Of Economics*, Vol. 8, Iss. 1.
- 119.Salvi, Antonio et al. (2020) "Online Information on Digitalisation Processes and Its Impact on Firm Value." *Journal of Business Research* (October).
- 120.Samet, Marwa, and Anis Jarboui. (2017)"How does corporate social responsibility contribute to investment efficiency?." *Journal of Multinational Financial Management* 40.
- 121.Schandorf, Timothy, Nll, Annan, (2019)"Assessment of asset allocation decision-making behaviour of private pension fund managers in ghana", a thesis submitted to the university of ghana business school in partial fulfilment for the requirement of the a ward of a master of science degree in development finance.
- 122.Scher, Mark J. (2003)" Bank-firm Cross-shareholding in Japan: What is it, why does it matter, is it winding down"?. UN.
- 123.Seok, Junhee, Youseok Lee, And Byung Do Kim. (2020) "Impact Of Csr News Reports On Firm Value." *Asia Pacific Journal Of Marketing And Logistics*, Vol. 32 No. 3.

- 124.Setianto, Rahmat Heru, (2020)"Corporate Diversification And Firms' Value In Emerging Economy: The Role Of Growth Opportunity", Journal Of Asian Business And Economic Studies.
- 125.Sheikh, Shahbaz. (2018) "Corporate Social Responsibility, Product Market Competition, And Firm Value." Journal Of Economics And Business 98(February).
- 126.Siagian, Ferdinand, Sylvia V. Siregar, and Yan Rahadian. (2013)"Corporate governance, reporting quality, and firm value: evidence from Indonesia." Journal of accounting in emerging economies.
- 127.Sidorchuk, Roman, (2015) "The Concept Of "Value" In The Theory Of Marketing", Asian Social Science, Vol. 11, No. 9.
- 128.Stultz, Richard. (2016) "An examination of the efficacy of Christian-based socially responsible investment funds", Doctoral Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Business Administration.
- 129.Sulong, Zunaidah, and Fauzias Mat Nor. (2008) "Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Value: Empirical Evidences From Malaysian Listed Firm." Management & Accounting Review (MAR) 7.2 .
- 130.Susanti, Neneng, Restiana, Nanda Gyska, (2018)"What's The Best Factor To Determining Firm Value",Jurnal Keuangan Dan Perbankan, 22(2):301–309.
- 131.Tan, SiowHooi, Shah Habibullah Muzafar, and SiowKian Tan. (2017) "Corporate governance and environmental responsibility." Annals of Tourism Research 63 .
- 132.Tayem, Ghada. (2015) "Ownership concentration and investment sensitivity to market valuation." Impact of structure on organisational performance of selected industrial and technical firms in Nigeria.
- 133.Thanatawee, Yordying. (2014)"Institutional ownership and firm value in Thailand." Asian Journal of Business and Accounting 7.2 .

134. Thenmozhi M. & Sasidharan, Aghila, (2020) "Does Board Independence Enhance Firm Value Of State-Owned Enterprises? Evidence From India And China", *European Business Review*.
135. Thuhoye, Leoson Deus (2017) "The Role of Accounting Information on Investment Decision: A Case of Tanesco Morogoro Municipal". Masters thesis, The Open University of Tanzania.
136. Tong, Guanqun. (2010) "Ownership, control and firm performance in Europe". Diss. Loughborough University.
137. Tran, Quoc Trung. (2020) "Foreign ownership and investment efficiency: new evidence from an emerging market." *International Journal of Emerging Markets* .
138. Tuanh, Vu Thanh, et al. (2013) "Cross ownership of financial institutions and corporations in Vietnam-An assessment and recommendations." .
139. Tunay, K. Batu, and Serhat Yüksel. (2017) "The relationship between corporate governance and foreign ownership of the banks in developing countries." *Contaduría y Administración* 62.5.
140. Ullah, Irfan, et al. (2020) "Board diversity and investment efficiency: evidence from China." *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
141. Ullah, Irfan, Hongxing Fang, and Khalil Jebran. (2019) "Do gender diversity and CEO gender enhance firm's value? Evidence from an emerging economy." *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
142. Ullah, Irfan, Muhammad Ansar Majeed, and Hong-Xing Fang. (2020) "Female CEOs and corporate investment efficiency: Evidence from China." *Borsa Istanbul Review*.
143. Veltri, Stefania, And Antonella Silvestri. (2011) "Direct And Indirect Effects Of Human Capital On Firm Value: Evidence From Italian Companies" *Journal Of Human Resource Costing & Accounting*, Vol. 15 No. 3.

144. Verdi, Rodrigo S. (2006) "Financial reporting quality and investment efficiency." Available at SSRN 930922 .
145. Vuorinen, Vesa. (2019) "The Corporate Objective: Meta-Synthesis Of Legal, Economic And Managerial Literatures On The Shareholder Value Maximization As A Corporate Objective", Master's Thesis In Strategic Business Development, University Of Vaasa The.
146. Wang, Zheng. (2018) Three essays in corporate investment decisions. Diss. University of California, Santa Barbara.
147. Wasiuzzaman, Shaista. (2015) "Working Capital And Firm Value In An Emerging Market." International Journal Of Managerial Finance, Vol. 11 No. 1.
148. Weeder, David. (2018) "The impact of corporate governance provisions on R&D intensity: a closer look at corporate governance in an international perspective."
149. Yang, Xiaoping, et al. (2020) "Online social networks, media supervision and investment efficiency: An empirical examination of Chinese listed firms." Technological Forecasting and Social Change 154.
150. Yao, Qiong, Et Al. (2019) "Does Eco-Innovation Lift Firm Value? The Contingent Role Of Institutions In Emerging Markets." Journal Of Business & Industrial Marketing, Volume 34 · Number 8.
151. Yasir, Muhammad, (2018) "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency", A thesis submitted in partial fulfillment for the degree of Master of Science.
152. Yeh, Yin-Hua. (2017) "Corporate governance and family succession: New evidence from Taiwan." Pacific-Basin Finance Journal 57 .
153. Yläinen, Emilia, (2017) "Evaluation of alternative capital investment projects—Authoring a fictional teaching case" Master's Thesis, Department of Finance, University of oulu, oulu Business School.



- 154.Zahedi, Javad, Elahe Talebi, and Shadi Laal Aval. (2015) "Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value." International Journal of Management, Accounting and Economics .
- 155.Zdražil, Tomáš , (2009) "Investment Decisions", faculty of business and management institute of economics.
- 156.Zhai, Jinbu, and Yutao Wang. (2016) "Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice." China Journal of Accounting Research 9.4.
- 157.Zhang, Yongkui, Qian Peng, And Haixiang Wei. (2018) “Creating Competitive Advantage Through Strategic Csr—Moderating Effect Of Shared-Value Activities.” Ippta: Quarterly Journal Of Indian Pulp And Paper Technical Association , Vol. 30, E4.
- 158.Zheka, Vitaliy. (2003) "Corporate governance, ownership structure and corporate efficiency: the case of Ukraine." Managerial and Decision Economics 26.7 .
- 159.Zhu, Xuechang ,Lin Yu , (2018) "Does Lean Manufacturing Improve Firm Value", Journal Of Manufacturing Technology Management, Vol. 28 Issue: 4.

### **Third: Internet**

1. <https://www.doccity.com/en/documents/downloading/?id=4308254>
2. <https://www.swview.org/blog/seven-characteristics-corporate-governance>
3. <https://www.emerald.com/insight/underDevelopment?>
4. <https://www.sciencedirect.com/>
5. <https://www.pdfdrive.com/>
6. <https://iasj.net/iasj?func=search&uiLanguage=ar>
7. [https://scholar.google.com/schhp?hl=ar&as\\_sdt=0,5](https://scholar.google.com/schhp?hl=ar&as_sdt=0,5)

الملاحق

## ملحق (1)

## البيانات الخاصة بهيكل الملكية

المصرف	السنة	اجمالي الأسهم	الملكية الادارية	الملكية العائلية	الملكية المؤسساتية	الملكية التبادلية	تركز الملكية	الملكية الاجنبية	الملكية الحكومية
الائتمان العراقي	2010	100000000000	76237944583	2908570549	75000000000	0	1	75000000000	
	2011	100000000000	80429186229	2007867331	80118558114	0	1	80118558114	
	2012	100000000000	81289254623	1771022368	91000000000	0	1	81000000000	
	2013	150000000000	121500000000	2572000000	136500000000	0	1	136500000000	
	2014	250000000000	210833000000	3514000000	227499000000	0	1	227499000000	
	2015	250000000000	210833000000	3515000000	227500000000	0	1	227500000000	
	2016	250000000000	210833000000	0	227500000000	0	1	227500000000	
	2017	250000000000	210833000000	0	227500000000	0	1	227500000000	
	2018	250000000000	203599085176	0	227500000000	0	1	227500000000	
	2019	250000000000	229111291485	0	227500000000	0	1	227500000000	
الاستثمار العراقي	2010	75020000000	4876300000	5626500000	2250600000	1	0	0	0
	2011	100000000000	7400000000	7500000000	3000000000	1	1	0	0
	2012	100000000000	6400000000	7500000000	9000000000	0	1	0	0
	2013	155000000000	11625000000	58125000000	13950000000	0	1	0	0
	2014	250000000000	107099751486	78306960915	5448031123	1	1	0	5448031123
	2015	250000000000	107099751486	78306960915	5448031123	0	1	0	5448031123
	2016	250000000000	107099751486	78306960915	5448031123	1	1	0	5448031123
	2017	250000000000	107099751486	78306960915	5448031123	1	1	0	5448031123
	2018	250000000000	107099751486	78306960915	5448031123	1	1	0	5448031123
	2019	250000000000	107099751486	78306960915	5448031123	1	1	0	5448031123
الأهلي العراقي	2010	50000000000	36224712809	0	36204497801	0	1	36204497801	
	2011	100000000000	72469895295	35200000	72408995602	0	1	72408995602	
	2012	100000000000	72646965576	0	72408995602	0	1	72408995602	
	2013	152000000000	120677507707	37859427	120427664258	0	1	120427664258	
	2014	250000000000	120894948951	0	120437664258	0	1	120437664258	

المصرف	السنة	اجمالي الأسهم	الملكية الادارية	الملكية العائلية	الملكية المؤسساتية	الملكية التبادلية	تركز الملكية	الملكية الاجنبية	الملكية الحكومية
	2015	250000000000	155095382975	0	204363664032	1	1	191863664032	
	2016	250000000000	155092741975	0	204363664032	1	0	191863664032	
	2017	250000000000	155092741975	0	204363664032	1	0	191863664032	
	2018	250000000000	155117070447	0	204363664032	1	0	191863664032	
	2019	250000000000	155122089878	0	204363664032	1	0	191863664032	
الخليج التجاري	2010	569900000000	18537048349	15727803913	0	1	1	0	
	2011	1039500000000	18537048349	15727803913	0	1	1	0	
	2012	1039500000000	24765183787	22619400237	2193542	1	0	0	
	2013	2500000000000	11234245648	0	2804386724	0	0	0	
	2014	3000000000000	13192844500	0	3267896102	1	0	0	
	2015	3000000000000	5403804350	0	3367896102	1	0	0	
	2016	3000000000000	87687968	0	5264068	1	0	0	
	2017	3000000000000	28513432202	0	28509322202	1	1	0	
	2018	3000000000000	44425432202	0	44421322202	1	1	0	
	2019	3000000000000	44474582134	0	44473104168	1	1	0	
الشرق الاوسط	2010	660000000000	13550978723	13479118170	4968261835	1	1	0	
	2011	1000000000000	11313341039	11257718063	14124523891	1	1	6242424137	
	2012	1500000000000	16658045063	16586577094	25790783376	1	1	1094078337	
	2013	1500000000000	16658045063	16586577094	11800000000	1	1	11351993981	
	2014	2500000000000	45249792	0	11800000000	1	1	11351993981	
	2015	2500000000000	44799792	0	11800000000	1	1	11351993981	
	2016	2500000000000	44799792	0	11800000000	0	0	11351993981	
	2017	2500000000000	6799792	63407379728	15376952559	0	1	0	
	2018	2500000000000	8831580	63339979728	15376952559	0	1	0	
	2019	2500000000000	8831580	63339979728	15376952559	0	1	0	
الموصل للتنمية والاستثمار	2010	500000000000	0	0	0	1	1	0	
	2011	750000000000	0	0	0	1	1	0	
	2012	2020000000000	0	0	0	1	1	0	

المصرف	السنة	اجمالي الأسهم	الملكية الادارية	الملكية العائلية	الملكية المؤسساتية	الملكية التبادلية	تركز الملكية	الملكية الاجنبية	الملكية الحكومية
	2013	202000000000	0	0	0	1	1	0	
	2014	202000000000	33813614917	0	75000000000	1	1	0	75000000000
	2015	252500000000	38518033751	0	93750000000	1	1	0	93750000000
	2016	252500000000	38518033751	0	93750000000	1	1	0	93750000000
	2017	252500000000	76461121970	0	33380471244	1	1	0	9375683538
	2018	252500000000	76461121970	0	33380471244	1	1	0	9375683538
	2019	252500000000	86762565988	0	12613652288	0	0	0	12613652288
	2010	50000000000	7995729999	70000000000	0	0	1	0	0
	2011	100000000000	15991458244	140000000000	0	0	1	0	
	2012	100000000000	15991458244	140000000000	0	0	1	0	
	2013	150000000000			0	0	1	0	
	2014	178859273334			0	0	1	0	
	2015	236859273334			0	0	1	0	
	2016	250000000000			0	0	1	0	
	2017	250000000000			0	0	1	0	
	2018	250000000000			0	0	1	0	
	2019	250000000000			0	0			
	2010	100000000000	592484109	0	592184434	0	0	313309557	
	2011	112900000000	709656014	0	59181780316	0	1	59181780316	
	2012	175000000000	671930978	0	91306313199	0	1	91183165339	
	2013	250000000000	862480867	0	130340169755	0	1	130261667770	
	2014	250000000000	1848399205	0	130261664770	0	1	130261670770	
	2015	250000000000	1798397205	0	130261664770	0	1	130261668770	
	2016	250000000000	1797783621	0	130261664770	0	1	130261664770	
	2017	250000000000	1797783621	0	130261664770	0	1	130261664770	
	2018	250000000000	1701981039	5382836495	144142499976	1	1	144142499976	
	2019	250000000000	1557907717	5422586495	147886821975	1	1	150636821975	
	2010	70000000000	20983050818	0	0	0	1	0	

المصرف	السنة	اجمالي الأسهم	الملكية الادارية	الملكية العائلية	الملكية المؤسساتية	الملكية التبادلية	تركز الملكية	الملكية الاجنبية	الملكية الحكومية
سومر التجاري	2011	100000000000	31472133514	0	0	0	1	0	
	2012	151000000000	23174442272	0	0	0	1	0	
	2013	187300000000	56585214897	37720000000	0	0	1	0	
	2014	250000000000	74729984027	49858928957	0	0	1	0	
	2015	250000000000	74735464860	49858928957	0	0	1	0	
	2016	250000000000	49865783708	49858928957	0	0	1	0	
	2017	250000000000	49869624687	49858928957	0	0	1	0	
	2018	250000000000	49869624687	49858928957	0	0	1	0	
	2019	250000000000	49869624687	49858928957	0	0	1	0	
اشور	2010	66700000000	26383851972	43447783507	5738766548	0	1	0	
	2011	66700000000	26383851912	48440609218	5738766548	0	1	0	
	2012	150000000000	48546979294	69799705268	40565225512	1	1	0	30189007577
	2013	210000000000	48403239139	113745554665	44207908335	1	1	0	30207908335
	2014	250000000000	38023100558	209101292660	33207908335	0	1	0	33207908335
	2015	250000000000	27253100558	184203292661	58187908335	0	1	0	33207908335
	2016	250000000000	27252234272	187779073329	58187908335	0	1	0	33207908335
	2017	250000000000	27250734273	187393073829	58187908335	0	1	0	33207908335
	2018	250000000000	27250884273	182571686562	58187908335	0	1	0	33207908335
الاتحاد العراقي	2010	50000000000	6891830572	34572219388	2006250000	0	1	0	0
	2011	59800000000	9834301196	38595885219	2399475000	0	1	0	0
	2012	100000000000	22648000000	64999000000	16364000000	0	1	0	0
	2013	152000000000	54832000000	59656000000	20096000000	0	1	0	0
	2014	252000000000	49606925641	49606925641	13106071610	0	1	0	10041860732
	2015	252000000000	49606925641	49606925641	13106071610	0	1	0	10041860732
	2016	252000000000	49606925641	49606925641	13106071610	0	1	0	10041860732
	2017	252000000000	49606925641	49606925641	13106071610	0	1	0	10041860732
	2018	252000000000	49606925641	49606925641	13106071610	0	1	0	10041860732

المصرف	السنة	اجمالي الأسهم	الملكية الادارية	الملكية العائلية	الملكية المؤسساتية	الملكية التبادلية	تركز الملكية	الملكية الاجنبية	الملكية الحكومية
التجاري العراقي	2010	100000000000	69001163061	1091037272	74552001435	0	1	54714149212	1006943339
	2011	100000000000	69001163061	1091037272	74552001435	0	1	54714149212	1006943339
	2012	100000000000	69001163061	1091037272	74552001435	0	1	54714149212	1006943339
	2013	150000000000	107195733717	6344090	119560547007	0	1	92417436412	
	2014	250000000000	178575211655	0	178349127157	0	1	136785372988	
	2015	250000000000	178575211655	0	178349127157	0	1	136785372988	
	2016	250000000000	179222372767	0	178996288287	0	1	161785372988	
	2017	250000000000	187504021066	0	187500300000	0	1	187500000000	
	2018	250000000000	187504021066	0	187500300000	0	1	187500000000	
	2019	250000000000	187504121066	0	187500300000	0	1	213263370680	
الشمال للتمويل والاستثمار	2010	100000000000	27650908702	51934002577	0	0	1	0	0
	2011	175000000000	38686591773	43406599441	0	1	1	0	0
	2012	210000000000	38737666372	88871942102	0	1	1	0	0
	2013	265000000000	82923124683	100790784082	0	1	1	0	0
	2014	300000000000	97205409064	114102774432	0	1	1	0	0
	2015	300000000000	53219934843	110432044057	0	1	1	0	0
	2016	300000000000	53231077628	110432044057	0	1	0	0	0
	2017	300000000000	56450744294	117930932088	0	1	0	0	0
	2018	300000000000	56442601419	96795139294	0	1	0	0	0
المتحد للاستثمار	2010	150000000000	150000000000	48870000000	25243500000	1	1	0	142500000
	2011	200000000000	4618809157	65159319461	33657883114	1	1	0	189588471
	2012	250000000000	49826092341	91215240059	40969421587	1	1	0	236985589
	2013	300000000000	54342510589	148676837759	23953525405	1	1	0	284382706
	2014	300000000000	33467013908	131388047777	23951425405	1	1	0	284382706
	2015	300000000000	32397312054	119388047777	33674810310	1	1	0	284382706
	2016	300000000000	12850149958	159129511682	21582493899	1	1	0	284382706
	2017	300000000000	304588804	159129511682	21582483899	1	1	0	284382706
	2018	300000000000	304588804	159129511682	21582483899	1	1	0	284382706

المصرف	السنة	اجمالي الأسهم	الملكية الادارية	الملكية العائلية	الملكية المؤسساتية	الملكية التبادلية	تركز الملكية	الملكية الاجنبية	الملكية الحكومية
	2019	300000000000	25274206522	166039222227	18473849503	1	1	0	285882706
المنصور للاستثمار	2010	75000000000	35183912221	14896222695	23142318230	0	1	23066863685	0
	2011	100000000000	35183912221	14896222695	23142318230	1	1	23066863685	0
	2012	236000000000	137268931379	23242766811	119944900527	0	1	119830964164	0
	2013	250000000000	149192749785	23529869230	127039580670	0	1	126939580670	0
	2014	250000000000	149669462697	23492869230	127039580670	1	1	126939580670	0
	2015	250000000000	145746505410	17100119470	127039580670	1	1	126939580670	0
	2016	250000000000	153172585637	17100119470	134367876900	0	1	134267876900	0
	2017	250000000000	155240539752	17100119470	135575721870	0	1	135475721870	0
	2018	250000000000	155103998199	17100119470	141071842239	0	1	141071842239	0
	2019	250000000000	155103998199	17100119470	141071842239	0	1	141071842239	0



## ملحق (2)

البيانات الخاصة بكفاءة القرارات الاستثمارية

المصرف	السنة	الاستثمار الفعلي	الموجودات السابقة	الاستثمار الفعلي مرجحا بالموجودات السابقة	نسبة النمو في الاييرادات	المتغير الوهمي	حاصل الضرب	البواقي الاحصائية
الائتمان العراقي	2010	421112553	363961161693	0.001157026	-0.35732	1	-0.35732	-0.024987018
	2011	332103000	594931934000	0.00055822	-0.158808207	1	-0.158808207	-0.012129607
	2012	228540000	444122919000	0.000514587	0.874611949	0	0	-0.013865661
	2013	300508000	561579222000	0.000535112	-0.124925054	1	-0.124925054	-0.009855929
	2014	11627000	602995583000	1.92821E-05	-0.092672953	1	-0.092672953	-0.008185535
	2015	155743000	625187059000	0.000249114	-0.142435168	1	-0.142435168	-0.011328858
	2016	221659000	612858579000	0.000361681	-0.258682091	1	-0.258682091	-0.019096145
	2017	227297000	513382999000	0.000442744	-0.065842121	1	-0.065842121	-0.005943332
	2018	508191000	476638010000	0.001066199	-0.166442027	1	-0.166442027	-0.01213909
	2019	4423591000	497694366000	0.008888168	-0.632632069	1	-0.632632069	-0.035918037
الاستثمار العراقي	2010	299065000	191558025000	0.001561224	-0.36057	1	-0.36057	-0.024803123
	2011	5995084000	246091571000	0.024361192	0.51539	0	0	0.009469022
	2012	3460740000	327719084000	0.010560081	0.11717	0	0	-0.004899587
	2013	394726000	378276838000	0.001043484	0.20678	0	0	-0.014288482
	2014	5612199000	520596472000	0.010780325	0.75633	0	0	-0.003768485
	2015	257200000	558655517000	0.000460391	0.1905	0	0	-0.014894775
	2016	383767000	551734351000	0.000695565	-0.298523208	1	-0.298523208	-0.02146291
	2017	953719000	577870247000	0.001650403	-0.240592145	1	-0.240592145	-0.016581187
	2018	758467867	573706555000	0.001322048	-0.365996902	1	-0.365996902	-0.025410164
	2019	226811370	607084862000	0.000373607	-0.147012632	1	-0.147012632	-0.011514651
الأهلي العراقي	2010	825645000	94052910000	0.008778516	-0.20704	1	-0.20704	-0.007178726
	2011	3005000000	107558290000	0.027938339	0.13163	0	0	0.012499278
	2012	9128000	184664616000	4.94302E-05	0.75046	0	0	-0.014507745
	2013	3632367673	337248548000	0.010770595	1.25985	0	0	-0.003060656

المصرف	السنة	الاستثمار الفعلي	الموجودات السابقة	الاستثمار الفعلي مرجحا بالموجودات السابقة	نسبة النمو في الايرادات	المتغير الوهمي	حاصل الضرب	البواقى الاحصائية
الخليج التجاري	2014	749088000	1608834972000	0.000465609	0.13357	0	0	-0.014970688
	2015	3710372767	1497823334000	0.002477177	-0.27999	1	-0.27999	-0.018425016
	2016	3231693000	592231994000	0.005456802	0.18586	0	0	-0.009904977
	2017	4453300000	579598327000	0.007683425	-0.29912	1	-0.29912	-0.014515504
	2018	2566048000	603980329000	0.004248562	-0.64226	1	-0.64226	-0.041210277
	2019	2072790000	525757058000	0.003942486	0.34833252	0	0	-0.011187755
	2010	7932981561	258650056326	0.030670713	-0.24138	1	-0.24138	0.012385718
	2011	2094849769	272031632749	0.007700758	-0.03404	1	-0.03404	0.003470404
	2012	2488228749	354046282299	0.007027976	0.35026	0	0	-0.008099519
	2013	28252187145	424766297564	0.066512309	1.07349	0	0	0.052415479
	2014	2262421516	781479239060	0.00289505	0.51658	0	0	-0.011995424
	2015	73419470201	52338463962	1.402782288	-0.69647	1	-0.69647	1.353648798
	2016	1706125808	800108667466	0.002132368	-0.3173	1	-0.3173	-0.021298901
	2017	636290898	802022034419	0.000793358	-0.69647	1	-0.69647	-0.048340132
	2018	1859370006	603312989740	0.003081933	-0.35964	1	-0.35964	-0.023219373
	2019	674950342	578336518931	0.001167055	-0.227036738	1	-0.227036738	-0.016145676
	2010	12585798583	557540022098	0.022573803	-0.18692	1	-0.18692	0.007980405
	2011	2562854853	580125543187	0.004417759	-0.10973	1	-0.10973	-0.004943278
	2012	10856925052	657749396786	0.016506173	0.45852	0	0	0.001532958
2013	10596478437	818969589919	0.012938794	0.233815	0	0	-0.002354645	
2014	15506585571	774180018936	0.02002969	-0.03614	1	-0.03614	0.015656987	
2015	22821307735	683076386655	0.033409598	-0.35608	1	-0.35608	0.007349608	
2016	2170139000	675123601662	0.003214432	-0.99917	1	-0.99917	-0.066437723	
2017	1266884000	656850484000	0.001928725	-0.24484	1	-0.24484	-0.016590808	
2018	4824607000	770690000000	0.006260114	0.40543	0	0	-0.008788759	
2019	1865329000	800749802000	0.002329478	0.300727953	0	0	-0.012868604	
2010	1378043576	205310508845	0.006711997	0.1148	0	0	-0.008751048	

المصرف	السنة	الاستثمار الفعلي	الموجودات السابقة	الاستثمار الفعلي مرجحا بالموجودات السابقة	نسبة النمو في الايرادات	المتغير الوهمي	حاصل الضرب	البواقي الإحصائية
الموصل للتنمية والاستثمار	2011	73303035	186010790693	0.000394079	0.3412	0	0	-0.014746327
	2012	979374584	258603105014	0.003787173	0.14823	0	0	-0.011628232
	2013	170574010	472979957739	0.000360637	0.3364	0	0	-0.014786609
	2014	425009344	560875574786	0.00075776	1.23924	0	0	-0.013102862
	2015	958452853	348145109350	0.002753027	-0.80842	1	-0.80842	-0.053969048
	2016	-507168233	356478345227	-0.001422718	0.13844	0	0	-0.016852074
	2017	841280604	409407169153	0.002054875	0.14012	0	0	-0.013372087
	2018	49464465122	409407169153	0.120819734	0.07695	0	0	0.105302749
	2019	1698288935	409740060338	0.004144796	-0.158220054	1	-0.158220054	-0.008503163
	2010	6212006000	168521549399	0.03686179	0.068	0	0	0.021332051
بابل	2011	6988091865	201242641577	0.034724707	0.1151	0	0	0.019262089
	2012	3032030081	271377273068	0.011172749	0.24	0	0	-0.004111876
	2013	3848051380	303653144370	0.012672523	-0.1833	1	-0.1833	-0.001675492
	2014	141522036	328166929674	0.00043125	0.34149	0	0	-0.014708743
	2015	531201120	312027435860	0.001702418	-0.15	1	-0.15	-0.01038834
	2016	42543049346	358698930611	0.118603781	0.17148	0	0	0.10322151
	2017	3393841790	344486645055	0.009851882	-0.18019	1	-0.18019	-0.00428532
	2018	781568926	328532782697	0.002378968	0.17464	0	0	-0.0129988
	2019	286540750	375666557542	0.000762753	-0.207425271	1	-0.207425271	-0.015220605
	2010	18239542000	661618927000	0.027568047	-0.07553	1	-0.07553	0.020525274
بغداد	2011	5657442000	804688378000	0.0070306	0.00364	0	0	-0.008590858
	2012	1428696000	699368971000	0.002042836	0.36599	0	0	-0.013062242
	2013	12381919000	1046719009000	0.011829267	0.12737	0	0	-0.003615865
	2014	1417382000	1764904558000	0.000803093	0.3505	0	0	-0.01432406
	2015	2212514000	1827505325000	0.001210674	-0.10025	1	-0.10025	-0.007507757
	2016	752943000	1479042593000	0.000509075	-0.07874	1	-0.07874	-0.00675129
	2017	6460787000	613686511649	0.01052783	-0.26469	1	-0.26469	-0.009337245

المصرف	السنة	الاستثمار الفعلي	الموجودات السابقة	الاستثمار الفعلي مرجحا بالموجودات السابقة	نسبة النمو في الايرادات	المتغير الوهمي	حاصل الضرب	البواقى الاحصائية
	2018	2018555000	1090587442000	0.001850888	-0.31615	1	-0.31615	-0.021502428
	2019	7858527000	1113538558000	0.007057256	0.121204502	0	0	-0.008396662
	2010	538887498	94982200383	0.005673563	0.9236	0	0	-0.008636873
	2011	1978315000	119936262516	0.016494719	-0.213	1	-0.213	0.000133475
	2012	8494290000	168098367000	0.050531663	1.365	0	0	0.03685026
	2013	525523000	270188999000	0.00194502	1.673	0	0	-0.011297456
	2014	5866133000	310658826000	0.018882879	0.9733	0	0	0.00464327
	2015	6697586000	419761171000	0.015955706	0.1924	0	0	0.000603247
	2016	4223721000	365439007000	0.011557937	0.10585	0	0	-0.003917863
	2017	11997445000	351772887000	0.034105656	0.08867	0	0	0.018605373
	2018	8447946000	390176184000	0.021651619	-0.51224	1	-0.51224	-0.014993752
	2019	2505796000	409535591000	0.006118628	-0.486352991	1	-0.486352991	-0.028771979
	2010	289261025	160435129314	0.001802978	-0.115284018	1	-0.115284018	-0.007934541
	2011	195226163	139371309797	0.001400763	0.261151482	0	0	-0.013853719
	2012	15151850968	169295071626	0.089499658	0.40474	0	0	0.074449802
	2013	7095046640	267892762557	0.026484652	0.1048	0	0	0.011007356
	2014	-7731826000	355829503000	-0.021729019	0.07738	0	0	-0.037245391
	2015	20684287000	436248512000	0.047414	0.01664	0	0	0.031811068
	2016	1711108000	407730097000	0.004196668	-0.89599	1	-0.89599	-0.058461381
	2017	1260825000	382770655000	0.003293944	-0.41136	1	-0.41136	-0.026513228
	2018	305898000	375795746000	0.000814001	0.15174	0	0	-0.014596402
	2019	-2295432000	467479690000	-0.004910228	-0.059131604	1	-0.059131604	-0.010841428
	2010	1433845766	118890253528	0.012060247	1.189888057	0	0	-0.001870706
	2011	111895288	105562475828	0.001059991	-0.448968769	1	-0.448968769	-0.031296509
	2012	1917060578	144643049216	0.013253735	3.629664721	0	0	0.002799674
	2013	1032513620	614981629522	0.001678934	1.549950124	0	0	-0.011738899
	2014	1588797120	494335198289	0.003214008	-0.177534747	1	-0.177534747	-0.010743206

المصرف	السنة	الاستثمار الفعلي	الموجودات السابقة	الاستثمار الفعلي مرجحا بالموجودات السابقة	نسبة النمو في الايرادات	المتغير الوهمي	حاصل الضرب	البواقي الاحصائية
	2015	4581961957	701334409480	0.006533206	-0.133910438	1	-0.133910438	-0.004466914
	2016	-4347975000	631419566400	-0.006886031	-0.684347249	1	-0.684347249	-0.055197774
	2017	803372000	629577906000	0.001276049	-0.268068558	1	-0.268068558	-0.018818043
	2018	4590087000	589412382000	0.007787565	0.029502335	0	0	-0.007797037
التجاري العراقي	2010	402597941	208304265378	0.00193274	-0.009098239	1	-0.009098239	-0.000606925
	2011	323739385	204163838149	0.001585684	-0.148618715	1	-0.148618715	-0.010411443
	2012	651749053	15491713809	0.042070817	0.108894	0	0	0.026599355
	2013	283363071	293436517502	0.000965671	0.01184	0	0	-0.014644101
	2014	300309776	334843250328	0.000896867	-0.09899	1	-0.09899	-0.007736154
	2015	258085185	449272568429	0.000574451	0.00337	0	0	-0.015047392
	2016	576791000	390117472000	0.001478506	0.00334	0	0	-0.014143379
	2017	414653000	423858471000	0.000978282	0.32919	0	0	-0.014179239
	2018	300811000	460702017000	0.00065294	-0.17158	1	-0.17158	-0.012900629
	2019	967220000	444138292000	0.002177745	-0.028339739	1	-0.028339739	-0.001666214
	2010	17390954549	515069815860	0.033764267	0.265141296	0	0	0.018515471
	2011	81671641	889683438816	9.17985E-05	0.416585706	0	0	-0.014941176
	2012	57927031	919061767000	6.30284E-05	0.41896	0	0	-0.014966563
2013	438262454	1604621653000	0.000273125	0.01652	0	0	-0.015329978	
2014	24037138	1608634972000	1.49426E-05	-0.27999	1	-0.27999	-0.02088725	
2015	9613989	1497823334000	6.41864E-06	-0.49114	1	-0.49114	-0.035208679	
2016	101261615	850433998000	0.000119071	-0.28974	1	-0.28974	-0.02144403	
2017	-800502000	603720601000	-0.001325948	-0.64734	1	-0.64734	-0.047129137	
2018	201051000	462549416000	0.000434658	-0.656482	1	-0.656482	-0.045988226	
2010	3407634000	439745296000	0.007749108	1.030365505	0	0	-0.006409178	
2011	3407634000	518599704000	0.006570837	0.227302147	0	0	-0.008731883	
2012	33484131000	655825769000	0.051056443	0.37158	0	0	0.035959331	
2013	4384443000	706408071000	0.006206672	-0.22342	1	-0.22342	-0.010860896	

المصرف	السنة	الاستثمار الفعلي	الموجودات السابقة	الاستثمار الفعلي مرجحا بالموجودات السابقة	نسبة النمو في الايرادات	المتغير الوهمي	حاصل الضرب	البواقى الاحصائية
المنصور للاستثمار	2014	17364614019	754864888000	0.023003605	-0.34488	1	-0.34488	-0.002297188
	2015	-1952543678	543486780474	-0.003592624	-0.05243	1	-0.05243	-0.009069553
	2016	2340532797	581243597209	0.004026767	-0.47297	1	-0.47297	-0.029956668
	2017	5065627394	526401681357	0.009623122	-2.23249	1	-2.23249	-0.143630222
	2018	2739180000	519396084598	0.005273779	-0.00354	1	-0.00354	0.003110882
	2019	1090531123	515535374763	0.002115337	-0.289415116	1	-0.289415116	-0.019425742
	2010	3067076788	141264402242	0.021711604	-0.078915492	1	-0.078915492	0.014439343
	2011	3550889385	172410576546	0.020595543	-0.44842484	1	-0.44842484	-0.011724087
	2012	2439638254	264827996061	0.009212161	1.05251	0	0	-0.004914567
	2013	2661255339	407543556833	0.00652999	0.75559	0	0	-0.008019875
	2014	22731878346	789087960708	0.028807788	-0.12659	1	-0.12659	0.018303888
	2015	5353878346	883005043769	0.006063248	0.12606	0	0	-0.009383751
	2016	6237729721	1075589237036	0.00579936	-0.32013	1	-0.32013	-0.017823742
	2017	9847349721	1104063814321	0.008919185	-0.93201	1	-0.93201	-0.056180497
	2018	3288031347	1316451509457	0.002497647	0.29415	0	0	-0.012709809
	2019	1503563470	1550293820379	0.000969857	-0.387457261	1	-0.387457261	-0.027217056

## ملحق (3)

## البيانات الخاصة بقيمة المصرف

قيمة Q	TA	DEBT	الموجودات قصيرة الاجل	المطلوبات قصيرة الاجل	MVT	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم الواحد	السنة	المصرف
1.1847	594931934000	-133761646301	593600121041	459838474740	245000000000	100000000000	2.45	2010	الائتمان العراقي
1.4684	444122919000	-150768420000	442925852000	292157432000	360000000000	100000000000	3.6	2011	
1.1059	561579222000	-172650410000	558682149000	386031739000	235000000000	100000000000	2.35	2012	
1.2727	602995583000	-194172017000	600088233000	405916216000	361500000000	150000000000	2.41	2013	
0.9557	625187059000	-287305294000	622321210000	335015916000	262500000000	250000000000	1.05	2014	
0.7505	618517645000	-298982979000	615690773000	316707794000	147500000000	250000000000	0.59	2015	
0.7676	513382999000	-303974822000	510542621000	206567799000	187500000000	250000000000	0.75	2016	
0.6948	476638010000	-312533221000	473714493000	161181272000	170000000000	250000000000	0.68	2017	
0.5710	497694366000	-311000665000	495196726000	184196061000	100000000000	250000000000	0.4	2018	
0.6371	522536851000	-288056762000	513466963000	225410201000	107500000000	250000000000	0.43	2019	
1.0186	246091571000	-80272227000	237908603000	157636376000	93024800000	75020000000	1.24	2010	الاستثمار العراقي
0.9325	327719084000	-103518778000	314130188000	210611410000	95000000000	100000000000	0.95	2011	
0.9536	378276838000	-102938418000	362657589000	259719171000	101000000000	100000000000	1.01	2012	
0.9308	520596472000	-171253581000	505493395000	334239814000	150350000000	155000000000	0.97	2013	
0.9396	558655517000	-266397264000	541303525000	274906261000	250000000000	250000000000	1	2014	
0.7922	551734351000	-268047953000	535153920000	267105967000	170000000000	250000000000	0.68	2015	
0.7581	577870247000	-274324156000	562401667000	288077511000	150000000000	250000000000	0.6	2016	
0.6882	573706555000	-263072672000	552916776000	289844104000	105000000000	250000000000	0.42	2017	
0.6490	607084862000	-263595869000	587579113000	323983244000	70000000000	250000000000	0.28	2018	
0.6336	529829506000	-243341251000	511544279000	268203028000	67500000000	250000000000	0.27	2019	
0.8846	107558290000	-49047845000	103692661000	54644816000	40500000000	50000000000	0.81	2010	الأهلي العراقي
0.8894	184664616000	-101429360000	180676890000	79247530000	85000000000	100000000000	0.85	2011	
0.7905	337248548000	-148924012000	331512115000	182588103000	84000000000	100000000000	0.84	2012	
0.3099	1608834972000	-159924766763	533836892763	373912126000	124640000000	152000000000	0.82	2013	
0.3856	1497823334000	-248426101280	600974725295	352548624015	225000000000	250000000000	0.9	2014	
0.7706	535764591305	-237990981839	513359246592	275368264753	137500000000	250000000000	0.55	2015	
0.6798	578847033000	290446063931	562086069	291008150000	102500000000	250000000000	0.41	2016	

قيمة Q	TA	DEBT	الموجودات قصيرة الاجل	المطلوبات قصيرة الاجل	MVT	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم الواحد	السنة	المصرف
0.7215	603980326000	317674053892	586953108	318261007000	117500000000	250000000000	0.47	2017	الخليج التجاري
0.6712	525757058000	-238679808000	506587121000	267907313000	850000000000	250000000000	0.34	2018	
0.8354	632802650000	-231028573000	607189716000	376161143000	152500000000	250000000000	0.61	2019	
0.9508	272031632749	-45151976737	252504527033	207352550296	51291000000	569900000000	0.9	2010	
0.9593	354046282299	-99266768388	333928294403	234661526015	104989500000	103950000000	1.01	2011	
0.9130	424766297564	-127090964868	401601546920	274510582052	113305500000	103950000000	1.09	2012	
0.9772	781479239060	-263525866348	739693298451	476167432103	287500000000	250000000000	1.15	2013	
0.9053	816478697199	-294963255335	764140233237	469176977902	270000000000	300000000000	0.9	2014	
0.7904	810971493477	-272991054310	760989595237	487998540927	153000000000	300000000000	0.51	2015	
0.7722	802022034419	-274743289988	759031540134	484288250146	135000000000	300000000000	0.45	2016	
0.6621	603312989740	-275204747408	557630396382	282425648974	117000000000	300000000000	0.39	2017	
0.5548	578336518931	-266917833649	530781426674	263863593025	570000000000	300000000000	0.19	2018	
0.5180	549154530701	-260845069859	503281542359	242436472500	420000000000	300000000000	0.14	2019	
0.9802	580125543187	-25163270277	521190461224	496027190947	726000000000	660000000000	1.1	2010	الشرق الاوسط
1.0979	657749396786	-71417943356	601535848941	530117905585	192000000000	100000000000	1.92	2011	
1.0382	818969589919	-115468691461	746692089052	631223397591	219000000000	150000000000	1.46	2012	
1.0481	774180018936	-117317196325	688717620052	571400423727	240000000000	150000000000	1.6	2013	
0.7700	683076386655	-213239230229	589241205224	376001974995	150000000000	250000000000	0.6	2014	
0.7771	675123601662	-180928344742	578091374172	397163029430	127500000000	250000000000	0.51	2015	
0.7262	656850484000	-153270694000	522759700000	369489006000	107500000000	250000000000	0.43	2016	
0.7747	770690000000	-128790000000	638329000000	509539000000	875000000000	250000000000	0.35	2017	
0.7066	800749802000	-173392553000	706674822000	533282269000	325000000000	250000000000	0.13	2018	
0.6319	658231494000	-173828471000	564769669000	390941198000	250000000000	250000000000	0.1	2019	
1.0207	186010790693	-56711702636	178332208285	121620505649	682500000000	500000000000	0.91	2010	الموصل للتنمية والاستثمار
1.7098	258603105014	-81697829741	251145759769	169447930028	272700000000	750000000000	1.35	2011	
0.8927	472979957739	-216583253289	467133272319	250550019030	171700000000	202000000000	0.85	2012	
0.8478	560875574786	-254717525785	554473976277	299756450492	175740000000	202000000000	0.87	2013	
0.6683	348145109350	-256958934796	342164251541	85205316745	147460000000	202000000000	0.73	2014	
0.4542	365478345227	-257334933211	360205590500	102870657289	631250000000	252500000000	0.25	2015	
0.6970	410055008175	-261223910377	405640969865	144417059488	141400000000	252500000000	0.56	2016	
0.5363	409407169153	-266152453973	404916762693	138764308720	808000000000	252500000000	0.32	2017	



قيمة Q	TA	DEBT	الموجودات قصيرة الاجل	المطلوبات قصيرة الاجل	MVT	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم الواحد	السنة	المصرف
0.4500	409740060338	-213016246221	356982147100	143965900879	40400000000	252500000000	0.16	2018	بابل
0.4440	410167917709	-214086700859	355793674524	141706973665	40400000000	252500000000	0.16	2019	
0.9188	201242641577	-40433802366	181842736796	141408934430	43500000000	50000000000	0.87	2010	
0.9007	271377273068	-80224410843	244655959034	164431548191	80000000000	100000000000	0.8	2011	
0.8881	303653144370	-82591580145	274275274975	191683694830	78000000000	100000000000	0.78	2012	
3.7092	328166929674	-119223072317	286457777149	167234704832	105000000000	150000000000	7	2013	
0.6142	312027435860	-120104425270	241987200913	121882775643	69755116600	178859273334	0.39	2014	
0.5092	358698930611	-170283298891	284258216937	113974918046	68689189267	236859273334	0.29	2015	
0.4694	344486645055	-190121537037	269339666773	79218129736	82500000000	250000000000	0.33	2016	
0.4105	328532782697	-193347877302	253211891023	59864013721	75000000000	250000000000	0.3	2017	
0.4012	375666557542	-198053068667	301275365203	103222296536	47500000000	250000000000	0.19	2018	
0.4252	427424159717	-200576039685	354829995475	154253955790	27500000000	250000000000	0.11	2019	
1.2692	804688378000	-88533055000	930807750000	842274695000	179000000000	100000000000	1.79	2010	بغداد
1.6137	699368971000	-105606795000	841254291000	735647496000	392892000000	112900000000	3.48	2011	
1.3455	1046719009000	-164005699000	1257407835000	1093402136000	315000000000	175000000000	1.8	2012	
1.1268	1764904558000	-234451581000	1708093725000	1473642144000	515000000000	250000000000	2.06	2013	
1.0520	1827505325000	-235001581000	1770087708000	1535086127000	387500000000	250000000000	1.55	2014	
0.9539	1649536698000	-212144152000	1493192477000	1281048325000	292500000000	250000000000	1.17	2015	
0.9539	1200424117000	-125301910000	1042904322000	917602412000	227500000000	250000000000	0.91	2016	
0.8858	1090152647000	-126668734000	939879339000	813210605000	152500000000	250000000000	0.61	2017	
0.8256	1113538558000	-222525262000	1069321100000	846795838000	72500000000	250000000000	0.29	2018	
0.8246	1132744205000	-222867419000	1081970200000	859102781000	75000000000	250000000000	0.3	2019	
0.8412	119936262516	-68209443108	112397753441	44188310333	56700000000	70000000000	0.81	2010	
0.8572	168098367000	-96878369000	158976895000	62098526000	82000000000	100000000000	0.82	2011	
0.9826	270188999000	-141929746000	253384233000	111454487000	154020000000	151000000000	1.02	2012	سومر التجاري
0.9704	310658826000	-179717596000	293893714000	114176118000	187300000000	187300000000	1	2013	
0.9765	419761171000	-239147797000	399055788000	159907991000	250000000000	250000000000	1	2014	
0.9291	369588287000	-236636928000	342515117000	105878189000	237500000000	250000000000	0.95	2015	
0.8804	351697600000	-245753269000	330386964000	84633695000	225000000000	250000000000	0.9	2016	
0.8911	390126545000	-242701492000	365348172000	122646680000	225000000000	250000000000	0.9	2017	
0.8940	409535591000	-241359540000	382471008000	141111468000	225000000000	250000000000	0.9	2018	

قيمة Q	TA	DEBT	الموجودات قصيرة الاجل	المطلوبات قصيرة الاجل	MVT	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم الواحد	السنة	المصرف
0.5931	350378452000	-237619161000	317938851000	80319690000	127500000000	250000000000	0.51	2019	
0.8718	139371309797	-69407904285	132217501704	62809597419	58696000000	66700000000	0.88	2010	اشور
0.8903	169295071626	-70786278169	155472957300	84686679131	66033000000	66700000000	0.99	2011	
0.8842	267892762553	-153031120161	250399854639	97368734478	139500000000	150000000000	0.93	2012	
0.7877	355829503076	-206670825967	331550831464	124880005497	155400000000	210000000000	0.74	2013	
0.9157	436248512000	-242218521000	409192757000	166974236000	232500000000	250000000000	0.93	2014	
0.6399	451830440000	-241065929000	422705928000	181639999000	107500000000	250000000000	0.43	2015	
0.5620	382770655000	-224187844000	354318005000	130130161000	85000000000	250000000000	0.34	2016	
0.4921	376315630000	-236657631000	346847005000	110189374000	75000000000	250000000000	0.3	2017	
0.5488	467479690000	-238839404000	437910540000	199071136000	57500000000	250000000000	0.23	2018	
0.5125	424655845000	-242290972000	399907245000	157616273000	60000000000	250000000000	0.24	2019	
0.8524	105562475828	-52088648014	97073213137	44984565123	45000000000	50000000000	0.9	2010	الاتحاد العراقي
0.9888	144643049216	-56268173948	136504787666	80236613718	62790000000	59800000000	1.05	2011	
0.9717	614981629522	-109097585871	603673807846	494576221975	103000000000	100000000000	1.03	2012	
0.9793	494335198289	-198053592947	476963175256	278909582309	205200000000	152000000000	1.35	2013	
0.9468	701334409480	-250693768549	680337630337	429643861788	234360000000	252000000000	0.93	2014	
0.8607	631419566400	-237668057248	607219844658	369551787410	173880000000	252000000000	0.69	2015	
0.7457	629577906000	-241045742000	609728566000	368682824000	100800000000	252000000000	0.4	2016	
0.6812	589412382000	-240970950000	569399344000	328428394000	73080000000	252000000000	0.29	2017	
0.6573	548551108000	-237119835000	524628047000	287508212000	73080000000	252000000000	0.29	2018	
1.2178	204163838149	-92902697523	202527642605	109624945082	139000000000	100000000000	1.39	2010	
0.9669	247446296459	-133634905576	245896672640	112261767064	127000000000	100000000000	1.27	2011	التجاري العراقي
0.9448	293436517502	-141396727876	291632986090	150236258214	127000000000	100000000000	1.27	2012	
0.8251	334843250328	-194981196993	333245269275	138264072282	138000000000	150000000000	0.92	2013	
0.7343	449272568429	-282959567036	447846894285	164887327249	165000000000	250000000000	0.66	2014	
0.5862	414889153817	-273251070280	413938925600	140687855320	102500000000	250000000000	0.41	2015	
0.6182	423858471000	-280316367000	422357801000	142041434000	120000000000	250000000000	0.48	2016	
0.6330	460702017000	-289798881000	458942200000	169143319000	122500000000	250000000000	0.49	2017	
0.6258	444138292000	-281898896000	442359683000	160460787000	117500000000	250000000000	0.47	2018	
0.6511	449777104000	-268762195000	446610045000	177847850000	115000000000	250000000000	0.46	2019	
1.0542	889683435000	-112295971000	850230314000	737934343000	200000000000	100000000000	2	2010	

قيمة Q	TA	DEBT	الموجودات قصيرة الاجل	المطلوبات قصيرة الاجل	MVT	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم الواحد	السنة	المصرف
1.1458	919061767000	-98584973000	799896395000	701311422000	351750000000	175000000000	2.01	2011	الشمال للتمويل والاستثمار
1.1608	1604621653000	-91735144000	1420981605000	1329246461000	533400000000	210000000000	2.54	2012	
1.1449	1608634972000	-227125769000	1520276956000	1293151187000	548550000000	265000000000	2.07	2013	
0.9870	1497823334000	-253854426000	1417173605000	1163319179000	315000000000	300000000000	1.05	2014	
0.7047	850433998000	-254507840000	775826086000	521318246000	780000000000	300000000000	0.26	2015	
0.5500	603720601000	-247885029000	543913620000	296028591000	360000000000	300000000000	0.12	2016	
0.4960	462549416000	-238606235000	408039341000	169433106000	600000000000	300000000000	0.2	2017	
0.4112	416054286000	-228519542000	366596625000	138077083000	330000000000	300000000000	0.11	2018	
1.1543	518599704000	-173639830000	508252198000	334612368000	264000000000	150000000000	1.76	2010	المتحد للاستثمار
1.4430	655825769000	-233691100000	642070629000	408379529000	538000000000	200000000000	2.69	2011	
1.2120	706408071000	-263025291000	659168799000	396143508000	460000000000	250000000000	1.84	2012	
1.0201	754864888000	-287209549000	703241183000	416031634000	354000000000	300000000000	1.18	2013	
0.8088	543486780474	-262218906857	488790613196	226571706339	213000000000	300000000000	0.71	2014	
0.6375	581243597209	-263399032612	522926078716	259527046104	111000000000	300000000000	0.37	2015	
0.6035	526401681357	-243987170305	468685696179	224698525874	930000000000	300000000000	0.31	2016	
0.5602	519396084598	-241071223611	463029611126	221958387515	690000000000	300000000000	0.23	2017	
0.4632	515535374763	-248806365890	460611659466	211805293576	270000000000	300000000000	0.09	2018	
0.5326	604313971998	-249853200284	550695495019	300842294735	210000000000	300000000000	0.07	2019	
1.1177	172410576546	-81002840294	168702267000	87699426706	105000000000	75000000000	1.4	2010	المنصور للاستثمار
1.0718	271896646125	-102411032032	264827996561	162416964529	129000000000	100000000000	1.29	2011	
1.0978	407543556833	-241499417968	398622886385	157123468417	290280000000	236000000000	1.23	2012	
1.1963	789087960708	-269950666278	778932508703	508981842425	435000000000	250000000000	1.74	2013	
0.9187	883005043769	-270193593626	871406578223	601212984597	210000000000	250000000000	0.84	2014	
0.9338	1075843492887	-273107418322	1060227926103	787120507781	217500000000	250000000000	0.87	2015	
0.9637	1104063814321	-287534465298	1104063814321	816529349023	247500000000	250000000000	0.99	2016	
0.9297	1316451509457	-263524623631	1289879369637	1026354746006	197500000000	250000000000	0.79	2017	
0.9098	1550293820379	-267548952590	1520556218997	1253007266407	157500000000	250000000000	0.63	2018	
0.9233	1461478909568	-249331753828	1431149408658	1181817654830	167500000000	250000000000	0.67	2019	

## Abstract:

The research aims to study the impact and the theoretical and practical relationship between each of the ownership structure, the efficiency of investment decisions, and the value of the company, by applying it in (15) of the Iraqi private banks listed in the Iraq Stock Exchange for the period from 2010 to 2019 and by (148) views.

The research variables were quantitatively measured based on the published financial reports of the Iraqi private banks, as well as conducting the approved statistical tests such as the binary test, one-way anova, linear regression, correlation coefficient, T test and F test. ) In addition to path analysis by using the Statistical Package for Social Sciences (SPSS) and Eviews, as well as the AMOS statistical program. Among the most important findings of the research is that the ownership structure is one of the important governance mechanisms and affects its quality and as a result in the decisions that are taken by the company. Iraqi banks, and based on what was reached in the above, the research recommends the supervisory authorities and the bodies responsible for the financial markets to strengthen governance mechanisms to prevent the control of any of the share-owning authorities and control their decisions, and as a result not to protect small shareholders, as well as study and analyze data for making investment decisions in a detailed manner and following Methods of evaluating investment projects to prevent making investment decisions that result in huge irreversible losses.

**The Republic of Iraq  
Ministry of Higher Education and  
Scientific Research  
Karbala University/Faculty of  
Management and Economics  
Accounting Department**



# **The impact of the ownership structure on the efficiency of investment decisions and its reflection on the value of the company**

**Thesis submitted to the Board of the Faculty of Management and  
Economics - University of Karbala, which is part of the  
requirements for the degree of Doctor of Philosophy in  
Accounting**

**Of the student**

**Maher Najj Ali Al Saedi**

**Supervised by**

**Assistant prof.**

**Dr .Asaad Mohammed Ali Wahhab Al-Awwad**

**1443**

**2021**