كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

أثر ملكية الادارة على
أداء الشركات المدرجة في البورصة المصرية

The effect of managerial ownership on the performance of listed firms in the Egyptian exchange market

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الاعمال

اعداد الباحث

رضا محمد احمد رمضان

تحت اشراف

ا.د/ هيام حسن وهبه
أستاذ الاستثمار والتمويل
كلية التجارة – جامعة عين شمس
وكيل الكلية لشئون الدراسات العليا والبحوث

د/ طمان عرفات إبراهيم
أستاذ إدارة الاعمال المساعد
كلية التجارة – جامعة عين شمس

٢٠١٩

كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

اسم الباحث: رضا محمد احمد رمضان

عنوان الرسالة: أثر ملكية الادارة على أداء الشركات المدرجة في البورصة المصرية

الدرجة العلمية: ماجستير في إدارة الاعمال

لجنة الحكم والمناقشة

الأستاذة الدكتورة / هيام حسن وهبه	مشرفا ورئيسا
أستاذ التمويل والاستثمار بكلية التجارة جامعة عين شمس	
ووكيل الكلية لشئون الدراسات العليا والبحوث	
الأستاذة الدكتورة / طمان عرفات إبراهيم	مشرف بالاشتراك
أستاذ إدارة الاعمال المساعد بكلية التجارة جامعة عين شمس	
الأستاذ الدكتور / محمد احمد لطفي وهدان	عضوا
أستاذ إدارة الاعمال المساعد بكلية التجارة جامعة عين شمس	
الدكتور / احمد فؤاد خليل	عضوا
المدير العام ببنك مصر	

تاريخ التشكيل: ٢٠١٩/٠٩/٢١. اجيزت الرسالة بتاريخ: / / .

موافقة مجلس الكلية: ٢٠١٨/٠٢/٢٤. موافقة مجلس الجامعة: ٢٠١٨/٠٥/١٤.

ختم الاجازة

كلية التجارة

قسم إدارة الأعمال

اسم الباحث: رضا محمد احمد رمضان

الدرجة العلمية: ماجستير إدارة الاعمال

القسم التابع له: إدارة الاعمال

اسم الكلية: التجارة

اسم الجامعة: عين شمس

سنة المنح:

قُلْ هَلْ يَسْتَوِي الَّذِينَ يَعْلَمُونَ وَالَّذِينَ لا يَعْلَمُونَ إِنَّمَا يَتَذَكَّرُ أُولُو الأَلْبَابِ [الزمر ٩]

إهداء

- إلى أبي.. ذلك النبع الصافي صاحب القلب الكبير.
- الي امي.. النّبع الذي استمدّ منه أسما مبادئ حياتي.
- الي زوجتي ورفيقة دربي ووردة حياتي "دعاء" وابنائي "اروي" و"احمد"
- الي اختي "اعتماد" واخي "مصطفي"
- الي أصدقائي " هاني خيري، سيد صلاح، محمد غريب، محمد رشاد".
- الي زملائي وزميلاتي الأعزاء.

أهدي إليكم رسالة الماجستير

داعيًا المولى –سبحانه وتعالى– أنْ يعلِّمَنا ما ينفعُنا وأنْ ينفعَنا بما عَلَّمَنا وأنْ يزيدَنا عِلْمًا.

الشكر والتقدير

يقول الله تعالى" وَمَن شَكَرَ فَإِنَّمَا يَشْكُرُ لِنَفْسِه" (النمل: ٤٠) ويقول رسوله الكريم "لا يشكر الله من لا يشكر الناس" وعرفاناً بالجميل,

فإنه ليسعدني أن اقدم أزكى التحيّات وأجملها وأنداها وأطيبها، لسيادة **الاستاذ الدكتور/ هيام وهبه** علي سعة صدرها وتحملها مشقة الاشراف علي البحث وتوجيهاتها المستمرة التي أثرت البحث والباحث في ذات الوقت، وقبول سيادتها الاشراف علي البحث يمثل شرف كبير للباحث ومزيد من القيمة المضافة للبحث والباحث ولأتوجد كلمات يمكنها التعبير عن هذا الفضل وعلي صبرها طوال فترة الاشراف.

الأستاذ الدكتورة / طمان عرفات لكم أسعدني وزادني تشريفاً قبول سيادتها الاشراف بالاشتراك علي الرسالة اتقدم لها بجزيل الشكر والتقدير على ما قدمته لي من جهد وتوجيهات ونصائح اثناء اعداد الرسالة.

كما أتوجه بخالص الشكر والامتنان والتقدير **الأستاذ الدكتور/ محمد وهدان** علي قبول سيادته الاشتراك في لجنة الحكم والمناقشة رغم انشغال سيادته، وتقديرا لما املاه علي الباحث من تعديلات تزيد من أهمية البحث.

كما أتوجه بخالص الشكر والعرفان **الأستاذ الدكتور/ احمد فؤاد** علي قبول سيادته الاشتراك في لجنة الحكم والمناقشة رغم انشغال سيادته، ولما املاه علي الباحث من نصح وارشاد يثري البحث.

ما كانت كلمات الشكر التي أسطرها، لتعطي كل ذي حق حقه، ولا تفي لصاحب الفضل بفضله إنما هي غيض من فيض، وقليل من كثير.

مستخلص الدراسة:

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الاعمال

اسم الباحث: رضا محمد احمد رمضان

عنوان الرسالة: "أثر ملكية الادارة على أداء الشركات المدرجة في البورصة المصرية"

هدفت هذه الدراسة الي البحث في مشكلة الوكالة واستخدام الية ملكية الإدارة كألية داخلية من اليات الحوكمة للحد من هذه المشكلة وبيان اثر هذه الملكية علي أداء الشركات وذلك باستخدام عينة مكونة من ٣٤ شركة مدرجة في مؤشر البورصة المصرية متساوي الاوزان EWI ٥٠EGX وشملت فترة الدراسة ثماني سنوات منذ عام ٢٠١٠ : ٢٠١٧ وتوصلت نتائج التحليل الاحصائي الي الأثر الإيجابي المعنوي لملكية الإدارة كاليه من اليات الحوكمة تعمل علي تقارب المصالح بين المساهمين والملاك ولها اثر إيجابي طردي مع أداء الشركة بما يتفق مع التوقعات النظرية، وأوضحت الدراسة الأثر السلبي لتكاليف الوكالة علي أداء الشركة وانه كلما كانت قرارات مجلس الإدارة جيدة ساهمت في زيادة قيمة المنشاة وفي انخفاض تكاليف الوكالة. وتوصلت أيضا الي معنوية النموذج المستخدم في تفسير العلاقة وتفسيره للتغير في أداء الشركة بنسبة ٧١.٥٨٪ وسلامة النموذج من المشاكل القياسية المتعارف عليها.

الكلمات المفتاحية: مشكلة الوكالة. حوكمة الشركات. أداء الشركات. ملكية الإدارة. تكاليف الوكالة. الشركات المصرية. نمو الشركات. الرافعة المالية. المخاطر المنتظمة. توزيعات الأرباح. البيانات الطولية المقطعية.

قائمة المحتويات

الفصل الأول: الاطار العام للدراسة		
أولا	مقدمــة الدراسة	٢
ثانيا	الدراسات السابقة الدراسات التي تناولت اليات الحوكمة وأثرها على أداء الشركة الدراسات السابقة التي تناولت ملكية الإدارة وأثرها على أداء الشركات	 ٣ ٦
ثالثا	الفجوة البحثية	١٠
رابعا	مشكلة الدراسة	١٠
خامسا	فروض الدراسة	١٠
سادسا	منهجية الدراسة - مجتمع الدراسة - عينة الدراسة - فترة الدراسة متغيرات الدراسة وكيفية قياسها والدراسات التي اتفقت معها	١١ ١١ ١١ ١٢
سابعا	اهداف الدراسة	١٣
ثامنا	أهمية الدراسة	١٤
الفصل الثاني: الإطار النظري لمشكلة الوكالة واليات حوكمة الشركات		
	مقدمــة	١٦
أولا	نظرية الوكالة - ماهية نظرية الوكالة - فروض نظرية الوكالة - المشكلات التي تنشئ عن الوكالة - الأسباب التي تؤدي الي ظهور مشكلة الوكالة مصادر تكاليف الوكالة	 ١٧ ١٨ ١٨ ١٩ ٢٠
ثانيا	حوكمة الشركات - مفهوم حوكمة الشركات - قواعد حوكمة الشركات - مبادئ حوكمة الشركات	 ٢٢ ٢٣ ٢٣

	- محددات تطبيق حوكمة الشركات - أهمية حوكمة الشركات - اليات حوكمة الشركات الخارجية - اليات حوكمة الشركات الداخلية	٢٤ ٢٥ ٢٦ ٢٧
ثالثا	ثالثا: ملكية الإدارة ملكية الإدارة وأداء الشركات	٣١
الفصل الثالث الإطار العملي لدراسة اثر ملكية الإدارة علي أداء الشركات		
	مقدمة	٤٨
أولا	مجتمع الدراسة	٤٨
ثانيا	عينة الدراسة	٤٨
ثالثا	مصادر جمع البيانات	٥٠
رابعا	فترة الدراسة	٥٠
خامسا	بيانات الدراسة والأسلوب الاحصائي المستخدم	٥١
سادسا	متغيرات الدراسة وكيفية قياسها	٥١
سادسا	التحليل الاحصائي - الوصف الاحصائي للمتغيرات الكمية - معاملات الارتباط بين المتغيرات - تقدير نماذج البانل داتا الثلاثة - اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة - اختبارات الكشف عن المشاكل القياسية - تفسير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة	 ٥٤ ٥٦ ٥٨ ٥٩ ٦٠ ٦١
	ملخص الدراسة	٦٤
	توصيات الدراسة	٦٥
	المراجع	٦٦
	الملاحق	٧٧

قائمة الجداول

رقم الجدول	البيان	الصفحة
١	وصف المتغيرات وكيفية قياسها والدراسات التي اتفقت معها	١٢
٢	جدول الدراسات السابقة	٣٣
٣	أسماء الشركات الممثلة في عينة الدراسة	٤٩
٤	توزيعات عينة الدراسة على القطاعات الصناعية المختلفة	٥٠
٥	الوصف الاحصائي للمتغيرات الكمية	٥٤
٦	مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات	٥٥
٧	تقدير نماذج البانل داتا	٥٨
٨	التوصيات	٦٥

الفصل الأول:

الاطار العام للدراسة

أولا: مقدمة الدراسة

اتفق الكثير من الأكاديميين والممارسين على ان التطبيق الجيد لمبادي الحوكمة يتوقف على مجموعة من الضوابط الداخلية والخارجية، ويعتبر أحد آليات الضوابط الداخلية هي منح مكافآت للمديرين والتي تقتضي بمنحهم حوافز ومكافآت إدارية وحق التملك في الشركة مع ضرورة ربط هذه المكافآت بأداء الشركة. وسوف تركز هذه الدراسة على أحد هذه الاليات وهي ملكية الإدارة وأثرها على أداء الشركة، وقد اشار ادم سميث في كتابه ثروة الأمم ١٧٧٦ الي آثار فصل الملكية عن الإدارة حيث قال "ان مديرين الشركات المساهمة يديرون اموال الاخرين فلا ينبغي ان نتوقع منهم حماية هذه الاموال بنفس القدر المتوقع من اصحاب الاموال أنفسهم". وفي إشارة اخري من بيريل ومينز ١٩٣٢ ان هناك صراع بين المديرين والمساهمين فعندما يكون المالك (الاصيل) لا يملك معلومات كافية عن الشركة او ليس لديه المهارة الكافية لإدارة الشركة فانه يوكل الي احد الافراد بإدارة الشركة وهم المديرين (الوكيل) وهم في بعض الاحيان يسعون لتحقيق مصالحهم الخاصة علي حساب تعظيم قيمة الشركة ، وأول من وضع الاطار النظري لقضية فصل الملكية عن الإدارة فيما عرف باسم مشكلة الوكالة هم جينسن وماكلينج ١٩٧٦ في المقال المنشور لهم عن نظرية المنشاة في ان عملية الفصل التقليدية بين الملكية والإدارة في الشركات المساهمة يمكن ان يفتح المجال لسعي المديرين لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين وانه يمكن التوفيق بين هذه المصالح من خلال إعطاء المديرين جزء من ملكية الشركة والذي يؤدي بدوره الي تحسين أداء المديرين وبالتالي زيادة قيمة الشركة وزيادة ثروتهم.

وقد ايدت العديد من الدراسات التطبيقية وجود علاقة إيجابية بين ملكية الإدارة وأداء الشركة والتي تؤدي الي توافق المصالح بين الملاك والمديرين مثل (Leland and Pyle ١٩٧٧,Palia and Lichtenberg ١٩٩٩) ، وهناك من يعارض وجود أي اثر للملكية الادارية علي الاداء مثل (Loderer and Martin ١٩٩٧, Cho ١٩٩٨, Himmelberg et al ١٩٩٩, Demsetz and Villalonga٢٠٠١, Bhabra ٢٠٠٧) ومن ناحية اخري هناك العديد من الدراسات توصلت الي ان هناك اثر ايجابي للملكية الادارية علي قيمة الشركة عند مستويات معينه من الملكية وعند مستويات اخري يتحول الي أثر سلبي، اي انه لا يتبع نمط معين وان هناك حد للملكية الادارية المثلي لا ينبغي ان تقل او تزيد عنه في الشركات مثل دراسة (Morck and Shleifer and Vishny ١٩٨٨, McConnell and Servaes ١٩٩٠, Ming-Yuan Chen ٢٠١٣, Belghitar and Kassimatis and Clark ٢٠١٥, Gaušaitė and Vedeckis ٢٠١٦).

ثانيا: الدراسات السابقة

١- الدراسات التي تناولت اليات الحوكمة وأثرها على أداء الشركة:

من خلال استقراء الباحث لنتائج الدراسات التطبيقية التي تناولت اثر اليات حوكمة الشركات علي أداء الشركات وجد ان العديد من الدراسات بحثت في قضية حجم مجلس الإدارة الامثل ومدي فاعليته، أشار Jensen ١٩٩٣ الي ان حجم مجلس الإدارة الأمثل هو الذي يتراوح بين سبعة او ثمانية أعضاء واعتبر ان هذا الحجم هو الذي يحسن من أداء الشركة ويقلل من سيطرة المدير التنفيذي على مجلس الإدارة، بينما يري كلا من Lipton and Lorsch ١٩٩٢ ان العدد الأمثل هو عشرة أعضاء حيث انه كلما كبر حجم مجلس الإدارة قلت فاعليته وانخفضت مراقبتهم ومراجعتهم للمديرين، وعن دراسة العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة ممثلا عنها بـ Tobin's q اخذ Yermack ١٩٩٦ عينة مكونة من ٤٥٢ شركة أمريكية للفترة من ١٩٨٤ حتى ١٩٩١ وجد علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة وهذا يتوافق مع الأدلة التي تدعي ان مجالس الإدارة الصغيرة هي الأكثر فاعلية، وأوضح Hermalin and Weisbach ٢٠٠٣ ان مجالس الإدارات ينخفض عددها مع مرور الزمن مما يشير الي ان الشركات والأسواق تدرك أهمية صغر مجلس الإدارة ومدي فاعليته واثره الإيجابي علي قيمة الشركة، ودعمت العديد من الدراسات ان يكون حجم مجلس الإدارة كبير مثل دراسة Pearce and Zahra ١٩٩٢ التي وجدت علاقة إيجابية بين مجالس الإدارة وأداء الشركة وهو ما يرجع الي ان مجالس الإدارة الكبيرة لديها العديد من الأشخاص في مختلف المجالات يمكن الاستفادة من خبراتهم عند اتخاذ القرارات ويتفق مع ذلك أيضا Dalton et al. ١٩٩٩ الذي وجد علاقة إيجابية ذو دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة. ويتفق مع ما وجده السيد ٢٠١١ عند دراسة أثر حجم مجلس الإدارة علي ٩٢ شركة مصرية مدرجة بالبورصة تمثل ١٩ قطاع للصناعة للفترة من ٢٠٠٠ – ٢٠٠٤ ووجد ان حجم مجلس الإدارة له اثر إيجابي علي أداء الشركة في حالة انفصال منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ويتحول هذا الأثر الي سلبي عند وجود ازدواجية في المنصبين للمدير التنفيذي.

وعن دراسة أثر هيكل الملكية كأحد اليات حوكمة الشركات وبين أداء الشركات اليابانية قام Sakai & Asaoka ٢٠٠٣ بدراسة ١٣٠ شركة للفترة ١٩٧٩-٢٠٠١ وجدوا ان تركز الملكية والملاك الأجانب لهم أثر إيجابي على أداء الشركة، في حين ان صغار الملاك وتشتت الملكية له أثر سلبي، وهذا على خلاف ما توصلت اليه دراسة Omran et al ٢٠٠٨ باستخدام عينة مكونة

من ٣٠٤ شركة ممثلة لبعض الدول العربية (مصر، الأردن، عمان، تونس) للفترة ٢٠٠٠- ٢٠٠٢ وجدت الدراسة ان تركز الملكية ليس له أثر على أداء الشركات العربية. ولا الفصل بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة،

وعند دراسة أثر ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي وأثره على أداء الشركة بحث السيد ٢٠٠٧ في ٩٢ شركة مصرية للفترة ٢٠٠٠ – ٢٠٠٤ واظهرت الدراسة نتائج متنوعة حيث وجدت أولا ان ازدواجية الرئيس التنفيذي ليس لها تأثير على أداء الشركة، وعند إضافة متغير لإظهار أثر التداخل بين نوع الصناعة وازدواجية منصب المدير التنفيذي وجد ان أثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي يختلف مع نوع الصناعة.

في دراسة موسعة لأليات حوكمة الشركات قام ٢٠٠٨ Hashim and Devi بدراسة العلاقة بين خصائص مجلس الادارة (استقلال مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، ومدة تعين مجلس الادارة) وبين جودة الأرباح، باستخدام بيانات ٢٨٠ شركة مدرجة في بورصة ماليزيا لعام ٢٠٠٤ اسفرت الدراسة عن وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مدة تعين مجلس الإدارة وجودة الأرباح وبين ملكية العائلة وجودة الأرباح، ولم تسفر النتائج عن اي علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة وجودة الأرباح.

في دراسة ٢٠٠٨ Florackis عن فاعلية اليات الحوكمة في خفض تكاليف الوكالة قام بدراسة ٨٩٧ شركة انجليزية للفترة من ١٩٩٩-٢٠٠٣ ووجد ان اليات الحوكمة تكون أكثر فاعلية في الشركات ذات النمو المرتفع ولها تأثير إيجابي على تكاليف الوكالة وأداء الشركة

وفي دراسة ٢٠١٤ El-Faitouri حول ما إذا كانت خصائص مجلس الإدارة لها تأثير على أداء الشركات وبدراسة عينة مكونة من ٦٤٣ شركة بريطانية للفترة من ١٩٩٩ – ٢٠٠٩. اسفرت النتائج عن أنه لا توجد علاقة بين خصائص مجلس الإدارة وأداء الشركة ممثلا بـ Tobin's q وان مجلس الإدارة الحالي يتم تحديده بناء على أداء الشركة السابق، بينما في دراسة وهبة ٢٠١٥ لعدد ٤٠ شركة مصرية مدرجة للفترة ٢٠٠٨ – ٢٠١٠ عن أثر خصائص مجلس الإدارة على أداء الشركات اسفرت نتائج الدراسة عن ان نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذين له أثر سلبي على أداء الشركة في ظل ازدواجية منصب المدير التنفيذي.

وجدت وهبه ٢٠١٤ في دراسة هل الملكية الإدارية تحدد نوع العلاقة (إيجابية ام سلبية) وشكل العلاقة (توجد ام لا توجد) بين الديون (كألية خارجية لحوكمة الشركات) وأداء الشركة ممثلا عنه(Tobin's q and ROA) ومدي تأثير ذلك علي هيكل الملكية الأمثل للأكثر خمسين شركة

نشاطا المدرجة بالبورصة المصرية وشملت الدراسة ٤٠ شركة تغطي ١١ قطاعا صناعيا مختلفا للفترة من ٢٠٠٨ – ٢٠١٠ باستخدام أسلوب تحليل البيانات الطولية (بانل داتا) واسفرت النتائج على ان الملكية الإدارية متغير محدد للعلاقة بين أداء الشركة والديون وان الدين كألية واحدة من اليات الحوكمة ليس فعالا في تحديد هيكل الملكية الأمثل و من المرجح ان تكون هناك اليات اخري للحوكمة يتوقف عليها وكذلك بعض المتغيرات الأخرى الداخلية والخارجية للشركة.

ودراسة (غريب ٢٠١٥) عن أثر الاليات الداخلية للحوكمة (ملكية الإدارة، ملكية كبار المساهمين، حجم مجلس الإدارة واستقلاليته) على الأداء المالي للبنوك السعودية قامت الدراسة عن الفترة من ٢٠٠٨ – ٢٠١٤ على جميع البنوك السعودية وتوصل الي تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية لملكية الإدارة وحجم مجلس الإدارة على أداء البنوك السعودية وتؤكد هذه النتيجة على أهمية الملكية الإدارية ودورها في تخفيض تكلفة الوكالة وتحقيق التوافق بين مصالح المساهمين والمديرين.

وجد Amoateng et al ٢٠١٧ عند دراسة ١٠٠ شركة صغيرة ومتوسطة في غانا للفترة ٢٠١٢–٢٠١٦ عن أثر اليات حوكمة الشركات على أداء الشركات الصغيرة والمتوسطة نتائج على ان الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير التنفيذي له أثر سلبي على هامش صافي الربح والعائد على الأصول والعائد علي حق الملكية وفسر الباحث ذلك الي ان ذلك مقبول من الناحية الاقتصادية في الشركات الصغيرة والمتوسطة، جنس مجلس الإدارة (ذكر ام انثي) وملكية الإدارة لها اثر إيجابي علي هامش صافي الربح والعائد علي الأصول، وان الملكية الإدارية لها علاقة إيجابية غير معنوية مع العائد على الأصول والعائد علي حق الملكية.

في دراسة Owusu ٢٠١٨ عن أثر هيكل الملكية وآليات حوكمة الشركات في تخفيض تكاليف الوكالة في غانا لفترة الدراسة من ٢٠٠٠ – ٢٠٠٩ توصلت الدراسة الي ان صغر حجم مجلس الإدارة ووجود مراجع خارجي للحسابات ولجان المراجعة له أثر إيجابي في انخفاض تكاليف الوكالة، ووجدت الدراسة أيضا أن الملكية الإدارية وملكية المؤسسات تقلل من تكاليف الوكالة. ولم تجد الدراسة أي أثر ذو دلالة احصائية لازدواجية منصب المدير التنفيذي ونسبة المديرين غير التنفيذيين في مجلس الإدارة على تكاليف الوكالة، مما يشير الي أن ليس جميع آليات حوكمة الشركات الخاصة بمجلس الادارة فعالة في تخفيض تكاليف الوكالة.

وفي دراسة اختبارية للعلاقة بين اليات حوكمة الشركات والأداء درس شاكر ٢٠١٦ عدد ٥٦ شركة مصرية مدرجة لعام ٢٠٠٧ ووجد ان وجود نسبة من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة ووجود لجان للمراجعة و الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي له آثر