



**Tikrit Journal of Administrative
and Economics Sciences**
مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

ISSN: 1813-1719 (Print)

E-ISSN: 3006-9149



**The Effect of Ownership Structure on Financial Performance
According to Tobin's Q model A study of a Sample of Companies
Registered in the Iraq Stock Market**

Noor T. Mohammed*, Harith G. Thanoon Aldabbagh

College of Administration and Economic/ Mosul University

Keywords:

Ownership structure, financial performance,
Tobin's model.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 25 Jan. 2024

Accepted 11 Feb. 2024

Available online 31 Mar. 2024

©2023 THIS IS AN OPEN ACCESS ARTICLE
UNDER THE CC BY LICENSE

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



*Corresponding author:

Noor T. Mohammed

College of Administration and Economic/
Mosul University



Abstract: The research aimed to measure and analyze the impact of ownership structure on financial performance according to Tobin's Q model, given the impact that a change in ownership structure can have on the financial performance of companies. Therefore, the research problem was represented in what is the size, direction, and mechanism of impact of the change in ownership structure on the financial performance of a sample of companies. Listed on the Iraq Stock Exchange for the period from 2012 to 2022? For a sample of companies listed on the Iraq Stock Exchange for the period 2012-2022, using the Generalized Moment Methodology (GMM) System Generalized Method of Moment based on balanced double data (Panel Data) to test and analyze the study hypotheses, using the statistical program (E-Views 10), The results of the study concluded that the factors affecting the company's performance varied in that they included several variables, including concentration of ownership, as well as financial leverage and the size of the company, in determining the levels of the company's performance in the Iraqi business environment during the period studied. Also, changes in the factors of concentration of ownership and financial leverage had adverse effects on The level of financial performance in the sample companies due to the disturbances and instability that accompany these changes resulting from the concentration of ownership in the hands of a limited party of shareholders, which reflects negatively on the financial performance of the company. In the same way, relying on high levels of leverage will have negative effects on the financial performance of the company as a result. This results in an increase in the volume of their obligations, which requires the need for commercial companies operating in the Iraqi business environment to maintain acceptable levels of ownership concentration and financial leverage in order to improve their financial performance, whether it is related to achieving a return on their assets or for their shareholders.

أثر هيكل الملكية في الاداء المالي وفقا لنموذج توبن Q دراسة لعينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية

حارث غازي ذنون الدباغ

نور توفيق محمد

كلية الادارة والاقتصاد/جامعة الموصل

المستخلص

هدف البحث إلى قياس وتحليل أثر هيكل الملكية في الأداء المالي وفقا لنموذج توبن Q، نظرا للتأثير الذي يمكن أن يحدثه التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات، وبالتالي تمثلت اشكالية البحث بما هو حجم واتجاه والية التأثير للتغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2012 إلى 2022؛ لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2012-2022، باستخدام منهجية العزوم المعممة System Generalized Method of Moment (GMM) المستندة البيانات المزدوجة المتوازنة (Panel Data) لاختبار وتحليل فرضيات البحث، عبر الاستعانة بالبرنامج الاحصائي (E-Views 10)، وخلصت نتائج البحث إلى تنوع العوامل المؤثرة في اداء الشركة من حيث اشتمالها على متغيرات عدة منها تركيز الملكية فضلاً عن الرفع المالي وحجم الشركة، في تحديد مستويات أداء الشركة في بيئة الأعمال العراقية خلال الفترة المبحوثة، كما كان لتغيرات عاملي تركيز الملكية والرفع المالي آثاراً عكسية على مستوى الأداء المالي في شركات العينة بسبب ما يصاحب تلك التغييرات من اضطرابات وعدم استقرار ناجم عن تركيز الملكية بيد جهة محدودة من المساهمين الأمر الذي ينعكس سلباً على الأداء المالي للشركة، وفي ذات المسار فإن الركون إلى مستويات عالية من الرفع سينعكس بأثار سلبية على الأداء المالي للشركة لما يخلفه ذلك من ارتفاع حجم التزاماتها، وهو ما يستدعي ضرورة قيام الشركات التجارية العاملة في بيئة الأعمال العراقية بالمحافظة على مستويات مقبولة من تركيز الملكية، والرفع المالي بهدف تحسين أدائها المالي، سواء تعلق الأمر بتحقيق العائد على موجوداتها أو لمساهميها.

الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية، الأداء المالي، نموذج توبن Q.

المقدمة

انطلاقاً من أهمية ادراك المؤسسات الاقتصادية لوضع الخطط والسياسات التنافسية التي تكفل تحقيق أهدافها وتطوير أدائها، والذي اصبح معياراً يُقاس به قيمة تلك المؤسسات سواء من حيث أدائها العام أو المالي على وجه الخصوص، أولى الباحثون والمحللون الماليون اهتماماً خاصاً نحو أداء المؤسسات والعوامل التي قد تؤثر عليه بصورة إيجابية أو سلبية، ويبرز من بين تلك العوامل، تأثير تغيير هيكل الملكية كعامل أساسي محدد لمستوى اداء الشركة، عبر دراسة العلاقة الجدلية بين هذان الجانبان واللذان يرتبطان بشكل كبير بنظرية الوكالة التي تنادي بفصل بين الملكية والإدارة، إذ إن تركيبة هيكل الملكية وتنوعه من أكثر الأدوات المستخدمة في تعزيز السياسة المالية للشركة وأحد أهم الأدوات المستخدمة في تطبيق أو عدم تطبيق قواعد حوكمة الشركات، كما يقود فهم هيكل الملكية

إلى استيعاب العلاقة التي تدار بها الشركات ومن ثم تحديد الوسائل التي تحافظ على توازن المصالح داخلها.

وهو ما شكل الأرضية التي استند إليها البحث في التطرق لموضوع هيكل الملكية ودراسته مضامينه كافة وعده أحد الآليات التي يمكن أن تقود لفهم وحل مشكلة التباين بين أداء الشركات التجارية. ولغرض تحقيق هدف البحث قسمت الدراسة على أربعة مباحث المبحث الأول منهجية الدراسة والمبحث الثاني الجانب النظري والمفاهيمي والمبحث الثالث الجانب التطبيقي والرابع الاستنتاجات والمقترحات.

المبحث الأول: منهجية الدراسة

أولاً. مشكلة البحث: ترتبط مشكلة البحث بانخفاض مؤشرات الأداء للشركات العراقية والذي يعود في مضمونه إلى العديد من العوامل المؤثرة ويقع على رأسها هيكل الملكية، وما يمكن أن يحدثه التغيير في ذلك المزيج على الأداء المالي للشركات، وبالتالي يمكن صياغة الإشكالية على النحو الآتي: (ما هو حجم واتجاه وآلية التأثير للتغير في هيكل الملكية على الأداء المالي لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2012 إلى 2022؟).

ثانياً. أهمية البحث: تبرز أهمية هذه البحث من خلال توسيع نطاق المعرفة حول تأثير التغيير في هيكل الملكية على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والوضع المالي للمؤسسات عينة البحث، من خلال تقديم نظرة على النسب المالية الرئيسية المتعلقة به.

ثالثاً. هدف البحث: يهدف البحث قياس التأثير الذي يمكن أن يمارسه التغيير في هيكل الملكية على الاداء المالي للشركات العراقية عينة البحث.

رابعاً. فرضية البحث: بناءً على ما تقدم يمكن صياغة فرضية البحث بالتالي:

H1: يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي، وتركز الملكية، وحجم الشركة على الأداء المالي لعينة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2012-2022.

خامساً. متغيرات البحث: للوصول إلى التأثير الذي يمكن أن يمارسه هيكل الملكية في أداء الشركة، تم اعتماد المتغير التفسيري تركيز الملكية CONC للتعبير عن هيكل الملكية، فضلاً عن المتغيرات الضابطة (الرفع المالي LEVERAGE، حجم الشركة VOLUME) وتم التعبير عن الأداء المالي للشركة من خلال Tobin Q بعده المؤشر الأكثر أهمية لتقييم عمليات الشركة المالية وذلك من خلال التغلب على كثير من العيوب الخاصة بمؤشرات الأداء المالي الأخرى، إذ امتاز هذا المقياس عن غيره من المقاييس بكونها ذات قيمة سوقية ثابتة وانه معدلاً حسب المخاطر وأقل عرضة للتغيرات المحاسبية، لأنه استطاع أن يحد من التشوهات الناجمة عن القوانين المحاسبية والضريبية واستخدم القيمة السوقية لرأس مال الشركة التي تشمل عوامل الخطر والربحية التي تواجهها الشركة. والجدول رقم (1) يوضح متغيرات البحث لعينة الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمتمثلة بـ (المصرف الاهلي العراقي، المصرف التجاري العراقي، مصرف بغداد، شركة الأمين للتأمين، دار السلام للتأمين، الطيف للاستثمار المالي، النبال العربية للتحويل المالي) للفترة (2012-2022) وكما يأتي:

الجدول (1): متغيرات البحث

متغيرات النموذج				
المتغير المعتمد				
الرمز	المصدر	المقياس	المتغير	
Tobin Q	Ishaq & Ghouse (2021)	القيمة السوقية للشركة لكل سنة + القيمة الدفترية للمطلوبات لكل سنة مقسوماً على القيمة الدفترية للموجودات لكل سنة	Tobin Q	
المتغيرات التوضيحية				
ت	المتغير	المقياس	المصدر	الرمز
1.	تركز الملكية	عدد الاسهم التي يمتلكها أكبر المستثمرين / إجمالي عدد الاسهم	Rostami (2015)	CONC
2.	الرافعة المالية	إجمالي الديون/ إجمالي الموجودات	Rostami (2015)	LEVERAGE
3.	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات	Rostami (2015)	VOLUME

المصدر: الجدول من عمل الباحثان بالاستناد الى الجانب النظري والدراسات السابقة.

المبحث الثاني: الإطار النظري والمفاهيمي للبحث

أولاً. جدلية العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي: تركز الحجج النظرية المتعلقة بالعلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي أساساً على نظرية الوكالة، ووفقاً لهذه النظرية، تتحدد العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي بناءً على الملكية السائدة في الشركات، منطلقةً من افتراض أساسي مفاده تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، والذي ينعكس بدوره سلباً على أداء الشركة وقيمتها السوقية، وعلى وجه الخصوص عند تغليب المديرين مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين (Ozer & Comlekci, 2014: 5).

وفي هذا المضمار أكدت العديد من الأدبيات المالية على الدور السلبي الذي يمكن أن يمارسه سوء توزيع هيكل الملكية في أداء الشركة، وفقاً لتركيبية تلك الهيكلة من خلال التركيز على تأثير انفصال الملكية عن الإدارة على أداء الشركات عبر ما أشار إليه الباحثين في هذا المجال من حالات يكون فيها نسبة كبيرة من الأسهم مملوكة لحملة الأسهم، إلا أن الإدارة تقع على عاتق مديرين محترفين غالباً لا يمتلكون سوى نسبة صغيرة من تلك الأسهم، ومن خلال هذه الإدارة، يسعى هؤلاء المديرين في كثير من الأحيان إلى تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم، ونتيجة لهذا التعارض، يمكن أن تظهر فجوة بين مصالح المديرين والملاك، وظهر ذلك وعلى الرغم من الارتباط التعاقدية بين المديرين والمالكين بعددهم ممثلين للشركة، إلا أن الشركات التي تتمتع بنسبة تملك أسهم كبيرة من قبل الإدارة قد تتخذ قرارات استثمارية وإدارية تعكس مصالح الإدارة أكثر من مصلحة المساهمين الخارجيين، مما يشكل تحدياً يمكن أن يؤثر سلباً على أداء الشركات، ويُعرف هذا التحدي بمشكلة الوكالة¹ Agency problem، فضلاً عما يفرزه ذلك من عدم تناغم المعلومات بين الملاك والمديرين بسبب الحوافز المملوكة للمديرين والتي تعد أحد أسبابها الرئيسية، مما قد يتسبب في

¹ للمزيد حول مشكلة الوكالة الاطلاع على:

Stepanov, S., & Suvorov, A., (2017), Agency problem and ownership structure: Outside blockholder as a signal. Journal of Economic Behavior & Organization, 133, 87-107.

تصرفات انتهازية تخدم مصالح المديرين الشخصية على حساب مصلحة المساهمين، وهو ما يمكن أن يلقي بظلال سلبية على أداء الشركات (Falah, 2018: 153).

وفي ذات الاتجاه يشير (Asmar & others (2018) إلى أن مشكلات عدم تماثل المعلومات والعلاقات التعاقدية غير الكاملة يمكن أن تنشأ نتيجة لتبني المديرين استراتيجيات مالية واستثمارية دون المستوى المطلوب، فضلاً عن الإنفاق على مشاريع فاخرة بدلاً من التركيز على مشاريع تحقيق أقصى قيمة ضمن تكاليف محدودة، وهو ما يمكن أن ينطوي تحت بند تكاليف الوكالة، منعكساً على أداء الشركات من خلال قراراتها المالية التي تعبر عن تغليب مصالح المديرين الخاصة وأولوياتهم في تحقيق النفوذ دون تحقيق المستوى الأمثل للأداء، علاوةً على الاحتفاظ بمستويات كبيرة من السيولة مقابل انخفاض في مستوى الأرباح (Asmar et al., 2018: 3).

(Laporsek et al., 2021: 2979) وفي هذا الإطار يظهر هيكل الملكية الأفضل هو الذي يقدم دوراً أكبر في التحكم في القرارات الإدارية، على النحو الذي يؤدي إلى تقليل تكلفة الوكالة وعدم تماثل المعلومات، بعده أداة لتقليل تكلفة الوكالة عبر التأثير على كيفية إدارة وتنظيم الشركة، والقواعد المفاهيمية للمساءلة والانصاف في علاقات المديرين والمساهمين، منطلقاً من نوع الملكية ودرجة تركيزها وتأثيرها على الآليات التي تحاول موازنة مصالح الإدارة مع مصالح الملاك، عبر تعزيز الجمع الصحيح بينهما وبما يسهم في توفير إدارة فعالة للشركات، ويصب في رفع مستوى أدائها وكفاءتها وقدرتها على تعظيم أرباحها (Laporsek et al., 2021: 2977).

كما يمكن إن يظهر تأثير اختلاف هيكل الملكية بوضوح في جزئية اتخاذ ادارة الشركة لممارسات معينة أثناء إعداد التقارير المالية، بهدف تحقيق مصالحها الشخصية على حساب الأطراف الأخرى، لذا، أصبح هيكل الملكية ومستوى تنوعه واختلافاته (تكوينه) أداة فعالة في تحديد مدى تطبيق قواعد حوكمة الشركات، مثل الملكية المؤسسية والأجنبية والمركزة، وعلاقتها بتفعيل الآليات الحوكمية، مشيراً إلى الدور الحيوي الذي يلعبه في تحديد مستويات أداء الشركة وتعظيم ربحيتها وتعظيم ثروة المساهمين والتي تعد الهدف الرئيسي للمستثمرين، بعده أحد أداة للتحكم في قرارات الإدارة وتنظيم الكيفية التي ستكون عليها الشركة، ووسيلة رقابية قوية على الإدارة التنفيذية لها، عاكسةً لطبيعة المالكين وحصصهم في رأس المال، على النحو الذي يصب في تعزيز أدائها وتحسينه، وعلى وجه الخصوص في البلدان التي تفتقر إلى رصانة النظام التشريعي، وهو ما يستدعي لجوء الشركات إلى وسائل تنظم العلاقة بين مختلف أصحاب المصالح داخل الشركة، وعلى النقيض من ذلك في البلدان المتقدمة (Kiriimi et al., 2021: 1) إذ يتأثر هيكل الملكية بمجموعة العوامل منها العوامل المحلية ك (الثقافة الوطنية، والممارسات التجارية، والحوافز الضريبية، والقطاع الاقتصادي) والتي تتفاعل مع الظروف الاقتصادية والسياسية في إطار تحقيق استقرار وفاعلية الشركات على المستوى الوطني والعالمي، فضلاً عن الاختلافات في الهياكل القانونية الوطنية، التي تلعب دوراً في تحسين تنافسية وصحة الشركة، وبالتالي فإن الفشل في إنشاء هيكل ملكية مستدام قد يؤدي إلى نتائج تخيب توقعات المساهمين (Dwaikatt & Queiri, 2014: 3).

استكمالاً لما تقدم، وفي ظل انعدام الرؤية الواضحة حول طبيعة واتجاه العلاقة التي تربط بين هيكل الملكية وأداء الشركة، واستمرار الجدل وغياب الاتفاق المطلق نظرياً وتجريبياً في إثبات ذلك، كشفت بعض الأدلة التجريبية وعلى النقيض مما سبق، أن توزيع الأسهم بشكل أوسع وارتفاع نسب تملك الإدارة، يمكن أن يؤدي إلى تعزيز الشفافية والحوكمة، مما يؤثر إيجابياً على الثقة من قبل

المستثمرين والأطراف الخارجية، فتملك أعضاء الإدارة حصصًا كبيرة من الأسهم، قد يزيد من مسؤوليتهم ويحفزهم على اتخاذ قرارات تسهم في تحقيق أداء مالي متميز، نظرًا لمصلحتهم المباشرة برفع قيمة السهم، والذي يمكن يؤدي إلى تحقيق توازن أفضل بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين ناجم عن التحفيز المشترك لتحقيق أهداف الشركة على المدى الطويل (Citak, 2007: 231-245). على الجانب الآخر، يمكن أن يؤدي تركيز السلطة في يد الإدارة إلى تجاهل آراء ومصالح المساهمين الآخرين، وبالتالي ولضمان تحقيق الفوائد الإيجابية لتوزيع هيكل الملكية وتقادي الآثار السلبية عنه، يفترض تحري التوازن في السياسات والممارسات المتعلقة بتملك الإدارة للأسهم (Thomsen & Pedersen, 2000: 689-705)، عبر مراعاة نوع هيكل الملكية المسيطر في الشركة، سواء كانت حملة الأسهم هم مديرون أو غير مديرون، ودرجة تركيزهم أو تشتتهم، وما إذا كانوا محليين أم أجنبي، أفراداً أم مؤسسات، وغيرها من العوامل، وفي هذا المضمار يمكن تمييز أنماط عدة للملكية بشكل عام بإسنادها إلى درجتين رئيسيتين، وهما درجة تركيز الملكية التي تشير إلى حجم الأسهم المملوكة للمساهمين الرئيسيين، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، والطبيعة المستثمرة التي تشير إلى وجود مؤسسات أو مجموعات معينة من الملاك، مثل الملكية الإدارية والمؤسسية، ولكن بشكل عام يمكن التمييز بين أنماط عدة للملكية استناداً إلى بعدين اثنين هما درجة تركيز الملكية والتي تشير إلى الأسهم المملوكة لكبار المساهمين سواء أكانوا أفراداً أم مؤسسات وطبيعة المستثمر والتي تشير إلى وجود مؤسسات أو مجموعات معينة من الملاك، كالملكية الادارية والمؤسسية ويمكن توضيح ذلك كما يأتي (Yahaya & Lawal, 2018: 29).

أ. **الملكية المركزة:** يُشير هذا النوع من هيكل الملكية إلى تركيز الملكية بين عدد قليل من الملاك أو المساهمين، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، وبالتالي، يكون لديهم السيطرة على الشركة من خلال امتلاكهم لمعظم أسهمها، أو بفضل امتلاكهم نوعاً خاصاً من الأسهم يمنحهم حقوق تصويت أكبر مقارنة بغيرها، قد تُشير أيضاً إلى نسبة الأسهم المملوكة لأكثر خمسة مساهمين، وفي هذا السياق، فإن هناك وجهتي نظر فيما يتعلق بتأثير سلوك كبار المساهمين على دوافع وأداء الشركة، تُشير الوجهة الأولى إلى أهمية فرض الرقابة والكفاءة، حيث يكون لدى كبار المساهمين الدافع والقدرة على مراقبة أداء الإدارة بشكل أفضل مقارنة بصغار المساهمين، يرجع ذلك إلى قدرة صغار المساهمين على بيع أسهمهم بسرعة والتخلص منها إذا كانوا غير راضين عن أداء الشركة. على النقيض، يعتبر كبار المساهمين، بسبب حجم استثماراتهم، مركزين على الرقابة والتأثير على الإدارة لحماية استثماراتهم، وعادةً ما يتبنى كبار المساهمين استراتيجيات طويلة الأجل تحقق لهم منافع أكبر مقارنة بصغار المساهمين. أما وجهة النظر الثانية، فتُشير إلى مخاطر فرض المصادرة، تظهر هذه الوجهة تأثير الملكية المركزة على هيكل الشركة وسلوك مساهميها، حيث قد ينشأ صراع مصالح بين كبار المساهمين الذين يسعون لتحقيق عوائد مرتفعة وصغار المساهمين الذين قد يتأثرون سلباً بقرارات الإدارة التي تخدم مصالح الكبار بشكل أكبر، وفي مثل هكذا حالات، يمكن أن يسعى كبار المساهمين للاستحواذ على حقوق صغار المساهمين من خلال التدخل في إدارة الشركة (Alkurdi, et al., 2021: 2).

ب. **الملكية المؤسسية:** وهو نوع من هياكل الملكية يتم عبر امتلاك أو سيطرة على الشركات من قبل مؤسسات مثل البنوك أو شركات التأمين، ويمتاز هذا النوع من الملكية بالقدرة على لعب دور حيوي في ممارسات مجلس الإدارة، إذ يتمتع بسلطة قادرة على مراقبة الإدارة بكفاءة وفرض تحقيق أقصى

فائدة لحملة الأسهم، تُظهر مزايا هذا النوع من الملكية أن ارتفاع نسبة المستثمرين المؤسسيين يُقلل من خطر الاحتيايل، كما إن الملكية المؤسسية تلعب دوراً حاسماً في إدارة السلطة الإدارية، مما يسهم في تعزيز أداء الشركة (Gugong, et al., 2014: 409-416).

ج. **الملكية الادارية:** تُشير الملكية الإدارية إلى النسبة المئوية للأسهم التي يمتلكها المديرون في الشركة، ويمكن أن تكون هذه النسبة على شكل عدد الأسهم التي يحتفظ بها المديرين التنفيذيين أو المدير الإداري، ويمكن أيضاً أن تشمل النسبة المئوية الأسهم الداخلية بشكل عام، وفي هذا السياق، تساعد الأسهم التي يمتلكها المديرون على مواءمة مصالحهم مع مصالح حملة الأسهم، والذي يؤثر إيجاباً على أداء الشركة، ويعود أصل هذا التأثير الإيجابي إلى التوازن الذي يتم تحقيقه بين مصالح المديرين وحملة الأسهم، والذي يعزز الالتزام بتحقيق أداء متفوق للشركة (Ogabo et al., 2021: 7)، وعلى النقيض من ذلك يرى البعض أن زيادة نسبة الملكية الادارية قد تؤدي إلى نتائج معاكسة وسلبية على أداء الشركة لأن المديرين الذين يمتلكون اسهم ملكية كبيرة قد يكونون مهتمين لدرجة انهم قد لا يهتمون بمصالح حملة الأسهم وقد يكونون أغنياء لدرجة انهم لا يهتمون بتحقيق أرباح مثلى للشركة (Amran & Ahmad, 2013: 51-60).

د. **ملكية العائلية:** تعني نسبة الأسهم العادية التي يمتلكها أفراد العائلة في الشركة من إجمالي قيمة الأسهم، وفي هذا المضممار تكتسب الشركة شهرتها من شهرة العائلة، وغالباً ما تكون الشركات العائلية مغلقة لأصحابها، وقد يكون هناك سيطرة فقط من قبل العائلة على الشركة، دون أن تكون الملكية بنسبة 100%، كما ويظهر انتشار هياكل الشركات العائلية في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حد سواء، حيث تمثل ما يقرب من 90% من الشركات المقررة في الولايات المتحدة (Dwaikatt, Queiri: 2014).

ثانياً. الدراسات المرجعية ذات العلاقة: لقد حاولت العديد من الدراسات أن توضح طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي، ومن بين هذه الدراسات دراسة (Bazhair & Alshareef (2022) والتي أشارت إلى الارتباط الديناميكي بين هيكل الملكية والاداء المالي واجريت الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة غير مالية مسجلة في سوق الأسهم السعودي للفترة 2010 ولغاية 2019 باستخدام نموذج تحليل العزوم المعممة GMM بالاستناد الى مقاييس مختلفة للأداء تمثلت بـ (ROSE, ROCE, ROE, ROA) أظهرت النتائج الأثر السلبي للملكية الادارية على الأداء المالي للشركات عينة الدراسة في حين إن الملكية العائلية والحكومية كان لها تأثيرا ايجابيا في الأداء المالي للشركات المذكورة. واختبرت دراسة (Dwaikatt & Oueiri (2014) العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة 2008 ولغاية 2012 باستخدام مقياسي (TOBIN Q., ROA) وتوصلت إلى نتائج أساسية مفادها أن تركيز الملكية كان له أثراً سلبياً بدرجة كبيرة على أداء الشركات المذكورة في حين إن الملكية الادارية كان لها أثراً ايجابيا على أداء هذه الشركات وهو ما يدعم فرضية المواءمة بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم.

كما هدفت دراسة (Alhassan & Mamuda (2020) إلى تحديد أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المالية المسجلة في نيجيريا وقد جمعت البيانات عن 38 شركة مالية مدرجة في سوق الأوراق المالية النيجيرية للفترة 2010 ولغاية 2019 بأثر رجعي باستخدام الاحصاءات الوصفية وتحليل علاقة الارتباط وتحليل الانحدار المتعدد بالأثر الثابت والعشوائي، إذ تم التعبير عن هيكل الملكية بـ (الملكية المؤسسية والملكية الادارية وتركز الملكية) وخلصت النتائج إلى أن هيكل

الملكية له أثرا ايجابيا في الأداء المالي للشركات المالية النيجيرية باستثناء المتغير المتمثل بتركز الملكية كان له أثرا سلبيا في الأداء المالي للشركات المذكورة.

أما دراسة (Haija & Alrabba (2017) فقد اختبرت العلاقة بين هيكل الملكية (العائلية والاجنبية والادارية والمؤسسية) والأداء المالي في الشركات الأردنية واجريت الدراسة على 114 شركة أردنية مدرجة في وكالة الفضاء الأوروبية من عام 2009 الى عام 2015 لمدة 7 سنوات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، وأظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية بين الملكية (العائلية والمؤسسية والاسرية) والأداء المالي في حين لم تكن هناك علاقة هامة بين الملكية الأجنبية والأداء المالي للشركة وتوصلت الدراسة الى ان حجم الشركة يعزز من ادائها المالي كما استنتجت الدراسة إلى أن الرفع المالي يرتبط بعلاقة سلبية بالأداء المالي للشركات عينة الدراسة وأوصت الدراسة المستثمرين بأخذ هيكل الملكية أو نوعية الملكية السائدة في الشركة كمعيار مهم عند الاستثمار والتعامل مع الشركات لما له من تأثير كبير في الأداء المالي لها.

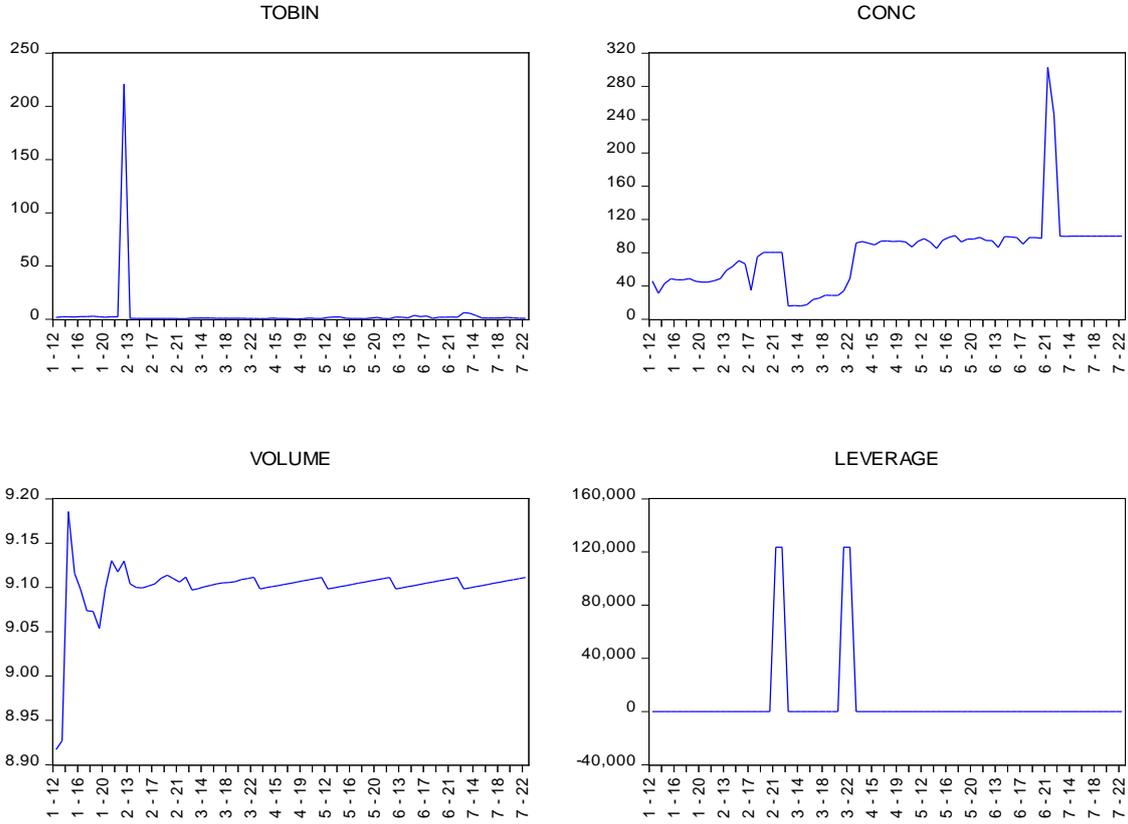
وكشفت دراسة (Alkurdi et al., (2021) عن تأثير هيكل الملكية في الأداء المالي لجميع الشركات الأردنية المسجلة في سوق عمان للأوراق المالية (ASE) للفترة من 2012 ولغاية 2018 باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، وتوصلت إلى وجود علاقة ايجابية معنوية بين الملكية المؤسساتية والأداء المالي مقاسا بالمقياس المحاسبي (العائد على الموجودات (ROA)) والمقياس السوقي (Tobin's Q (TQ)) وكذلك الحال بالنسبة للملكية المركزة، أما الملكية الادارية فقد أظهرت الدراسة أنها ترتبط ارتباطا سلبيا مع مقياس (العائد على الموجودات) ولا ترتبط بعلاقة مع مقياس (TQ) وأوصت الدراسة بأخذ موضوع هيكل الملكية والأداء المالي بعين الاعتبار من قبل الحكومة الأردنية عند وضع السياسات المالية وصياغة الاستراتيجيات الخاصة بحوكمة الشركات بما يعود بالنفع على حملة الأسهم والمستثمرين في سوق المال الأردني.

المبحث الثالث: تقدير النماذج وتحليل النتائج

ل للوصول إلى التأثير الذي يمكن أن يمارسه المتغير التفسيري المتمثل بتركز الملكية CONC والمعبر عن هيكل ملكية الشركة، فضلاً عن المتغيرات الضابطة (الرفع المالي LEVERAGE، حجم الشركة VOLUME) في المتغير المعتمد والمتمثل بمؤشر Tobin Q لقياس الأداء المالي لعينة الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2012-2022) تم اعتماد منهجية العزوم المعممة (GMM) System Generalized Method of Moment بعدها الانسب استناداً إلى نوع البيانات والفرضيات والتحليل المالي، كونها تُستخدم مع المتغيرات ذات المستويات المستقرة من الرتبة (الفرق) الثانية، وهو ما يتلاءم ونتائج اختبارات سكونية بيانات الدراسة، وبالتالي تُقدم نتائج على مستوى عالي من الدقة والتوافقية مع واقع المؤسسات المبحوثة من حيث (حجم المشاهدات ومعاملات التأثير وإشاراتها).

1. اختبار سكون متغيرات البحث: بالاستناد إلى اختبار (Im, Pesaran & Shin test (2003) تم فحص سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المبحوثة وبصيغتها الخطية، التي وضحتها الرسوم البيانية في الشكل رقم (1) للمدة (2012-2022) للتأكد من خلوها من جذر الوحدة وابتعاد قيمها عن الزيف أو التظليل، عند مستوى معنوية 5%، والذي جاءت نتائجه في الجدول رقم (2) لتؤكد أن القيم المحسوبة إحصائياً للمتغيرات (تركز الملكية CONC، الرفع المالي LEVERAGE، حجم الشركة VOLUME، مؤشر Tobin Q) وحسب ما أوضحها قيم Prob. التي تجاوزت حاجز الـ 0.05

عدم معنويتها الاحصائية عند المستوى والفرق الأول سواء كان بوجود حد ثابت أو وجود حد ثابت واتجاه زمني، إلا أنها استطاعت تحقيق استقراريتها واثبات معنويتها الاحصائية من خلال عدم تجاوز Prob. حاجز الـ 0.05 في الفرق الثاني، باستثناء متغير الرافعة المالية الذي أثبت استقراريته في الفرق الأول من خلال عدم تجاوز Prob. حاجز الـ 0.05 عند وجود حد ثابت واتجاه زمني.



الشكل (1): الرسوم البيانية لمتغيرات البحث وبصيغتها الخطية

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10.

الجدول (2): نتائج اختبار استقرارية بيانات البحث بصيغتها الخطية وفقاً لـ Im, pesaran & Shin

Variables	Level		First Difference		Second Difference	
	Intercept	Trend and Intercept	Intercept	Trend and Intercept	Intercept	Trend and Intercept
CONC	-2.29388	-1.12565	-3.49597	-1.21701	-6.47462	-3.04088
Prob	0.0109	0.1302	0.0002	0.1118	0.0000	0.0012
LEVERAGE	-2.11923	-1.40015	-5.08877	-2.14316		
Prob.	0.0170	0.0807	0.0000	0.0161		
TOBIN	-3.02653	-1.22130	-3.66357	-0.90344	-5.10507	-2.07833
Prob.	0.0012	0.1110	0.0001	0.1831	0.0000	0.0188
VOLUME	-0.82344	-4.77981	-4.18283	-0.91988	-4.11065	-1.23269
Prob	0.2051	0.0000	0.0000	0.1788	0.0000	0.0188

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

تم اعتماد فترة الإبطاء بالاستناد إلى Automatic selection of maximum lags ضمن برنامج

Eviews 10

2. تقدير وتحليل أثر هيكل الملكية في الاداء المالي للشركة: يبين أنموذج مؤشر هيكل الملكية الذي يضم وبشكل مجتمع متغير مستقل يتمثل بتركز الملكية فضلا عن ثلاث متغيرات توضيحية وهي: (الرفع المالي LEVERAGE، تركيز الملكية CONC، حجم الشركة VOLUME) أثر هيكل الملكية في الاداء المالي للشركة والمعبر عنه بمؤشر Tobin Q، والذي ادرجت نتائجه في الجدول رقم (3) بالاستناد إلى نتائج تقدير منهجية العزوم المعممة (GMM) System Generalized Method of Moment.

الجدول (3): نتائج تقدير أثر هيكل الملكية في الاداء المالي للشركة

Method: Panel Generalized Method of Moments				
Sample(adjusted): 2013 2022				
Periods included: 10				
Cross-sections included:7				
Total panel (balanced) observations: 70				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TOBIN(-1)	0.000558	0.000234	2.385323	0.0203
LEVERAGE	0600-1.27	4.82E-07	-2.640580	0.0106
CONC	-0.001342	0.000300	-4.474786	0.0000
VOLUME	0.589206	0.241027	-2.444561	0.0175
C	6.712381	2.188682	3.066860	0.0033
R-squared	0.482655	Mean dependent var		1.349418
Adjusted R-squared	0.394970	S.D. dependent var		0.927547
S.E. of regression	0.721480	Sum squared resid		30.71149
Durbin-Watson stat	1.004756	J-statistic		9.874340
Instrument rank	12	Prob(J-statistic)		0.001676

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10. وللكشف عن اتساق القيم المقدرة لمعاملات انحدار نموذج GMM، تم الاستعانة باختبار Arellano & Bond (1991) المدرجة نتائجه في الجدول رقم (4)، والتي أظهرت من خلال اختبار الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية AR2 بين الأخطاء ذات الخطوة الأولى، أن حد الخطأ غير مرتبط تسلسلياً، من خلال ما أظهرته القيمة المعنوية له عبر تخطيها حاجز 0.05، الأمر الذي يستوجب قبول الفرض العدمي والذي يقضي بعدم وجود هذا الارتباط، وهو ما يدل على عدم ارتباط حد الخطأ الأصلي تسلسلياً، على النحو الذي يكشف استيفاء النموذج المقدر شروط منهجية GMM.

الجدول (4): اختبار Arellano-Bond Serial

Arellano-Bond Serial Correlation Test				
Equation: Untitled				
Test order	m-Statistic	Rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-1.664818	-155.559096	93.439119	0.0959
AR(2)	1.410935	149.201864	105.746785	0.1583

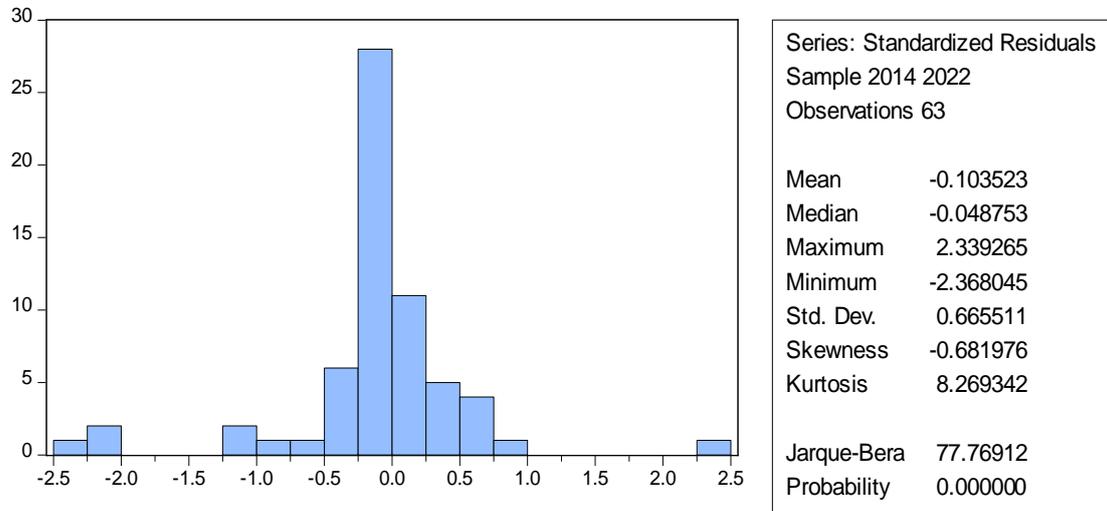
المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

وللكشف عن معنوية النموذج المقدر ككل، تم الاستناد الى اختبار Wald-Test والذي أكدت نتائجه في الجدول رقم (5) ومن خلال عدم تجاوز قيمة احتمالية F-Statistic حاجز الـ 0.05، معنوية نموذج الانحدار.

الجدول (5): اختبار Wald-Test

Wald Test:			
Equation: Untitled			
Test Statistic	Value	Df	Prob.
F-statistic	4.287921	(1, 59)	0.0428
Chi-square	4.287921	1	0.0384

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10
وللكشف عن حقيقة اتباع النموذج المقدر التوزيع الطبيعي من عدمه، تم اللجوء إلى اختبار (Jarque-Bera)، والذي أكدت نتائجه المدرجة في الشكل رقم (2) من خلال القيمة الاحتمالية لـ Jarque-Bera والتي فشلت في تجاوز حاجز الـ 0.05، وهو ما يستوجب قبول الفرض البديل الذي ينص على أن البواقي تتوزع توزيعاً غير طبيعياً، وبالتالي يدل على عدم اتخاذ النموذج المقدر التوزيع الطبيعي، على النحو الذي ينسجم ومتطلبات نماذج GMM.



الشكل (2): اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera)

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد إلى نتائج برنامج (Eviews 10) ومن خلال مراجعة الجدول رقم (3)، يتضح ما يأتي:

1. أظهرت نتائج التقدير معنوية تأثير مؤشرات (الرفع المالي LEVERAGE، تركيز الملكية CONC، حجم الشركة VOLUME) في مؤشر Tobin Q والمعبر عن الأداء المالي للشركة، من خلال عدم تجاوز قيمة Prob. حاجز الـ 0.05. وبذلك تعد مؤشرات (الرفع المالي LEVERAGE، تركيز الملكية CONC، حجم الشركة VOLUME) عوامل مؤثرة في الاداء المالي للشركات عينة البحث للمدة الدراسة 2012-2022.
2. جاء الأثر السلبي لمؤشري (الرفع المالي LEVERAGE، وتركيز الملكية CONC) في مؤشر Tobin Q المعبر عن الأداء المالي للشركة موافقاً للمنطق الاقتصادي، والذي يشير إلى أن زيادة

تمتع الشركة بمستويات عالية الرفع المالي وتركز الملكية يعمل على الحد من الأداء المالي لها بمعاملين بلغا (1.270006)، و(0.001342) على التوالي، ما يعكس تغير الأداء المالي للشركة بواقع (1.270006)، و(0.001342) وبصورة عكسية مع تغير الرفع المالي وتركز الملكية بمقدار واحد صحيح.

3. توافق التأثير الايجابي لمتغير حجم الشركة (VOLUME) في مؤشر Tobin Q المعبر عن الأداء المالي للشركة مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطرت هذه العلاقة إذ تشير إلى أن تعزيز حجم الشركة، يعمل على رفع مستويات ادائها بمعامل 0.589206، الأمر الذي يشير إلى أن تغير أداء الشركة بواقع 0.589206 وباتجاه التغير نفسه في تعزيز حجم الشركة بمقدار واحد صحيح.

4. تعد مؤشرات (الرفع المالي LEVERAGE، تركز الملكية CONC، حجم الشركة VOLUME) هي العوامل الأكثر تأثيراً في الأداء المالي للشركة خلال الفترة المبحوثة 2012-2022 في البيئة العراقية، والتي بنت نموذجاً اقتصادياً بمعنوية عالية جداً التي أثبتتها قيمة اختبار (Prob(J-statistic) بلغت (0.001676)، وفسر التغير في هذه العوامل ما نسبته 48.2655% من التغير في المتغير المعتمد المعبر عنه بمؤشر Tobin Q أي أن 48.2655% من التغير في المتغير المعتمد سببه المتغيرات المستقلة في النموذج.

5. من أهم ما أظهرته نتائج التحليل فضلاً عن معنوية النموذج الاقتصادي ككل، علاوة على معنوية المتغيرات التوضيحية الداخلة في النموذج (الرفع المالي LEVERAGE، تركز الملكية CONC، حجم الشركة VOLUME) مع اختلاف قيم معنوياتها، أن المتغيرات الثلاثة التي دخلت في النموذج قد طابقت فرضية البحث وهي خضوع الأداء المالي للشركة لتأثير الرفع المالي، وتركز الملكية، وحجم الشركة) والتي لها تأثير معنوي على مؤشر Tobin Q المعبر عن الاداء المالي للشركة، فضلاً عن ذلك فإن اشارة هذه المتغيرات قد طابقت جميعها الفرضية الخاصة باتجاه ذلك التأثير.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والمقترحات

أولاً. الاستنتاجات:

1. تتنوع العوامل المؤثرة في أداء الشركة من حيث اشتغالها على متغيرات عدة منها تركز الملكية فضلاً عن الرفع المالي وحجم الشركة، في تحديد مستويات أداء الشركة في بيئة الأعمال العراقية خلال الفترة (2012-2022)
2. لقد كان لتغيرات عاملي تركز الملكية والرفع المالي آثاراً عكسية على مستوى الأداء المالي في شركات العينة بسبب ما يصاحب تلك التغييرات من اضطرابات وعدم استقرار ناجم عن تركز الملكية بيد جهة محدودة من المساهمين الأمر الذي ينعكس سلباً على الأداء المالي للشركة، وفي ذات المسار فإن الركون الى مستويات عالية من الرفع سينعكس بآثار سلبية على الأداء المالي للشركة نتيجة لما يخلفه ذلك من ارتفاع حجم التزاماتها وما يصاحب ذلك من تلاشي لأرباحها بسبب الفائدة على القروض، الأمر الذي يفرض تفوق معدل العائد على الموجودات لسعر الفائدة وهو ما قد يصعب تحقيقه ويصب في مضاعفة خسائر الشركة، وبالتالي يمكن القول إن التنامي المضطرب لجم الرفع المالي يؤدي الى مشاكل مادية للشركة فضلاً عن اضعاف فرص نموها، كنتيجة حتمية للعلاقة العكسية بين الديون والاستثمارات.
3. كما كانت العلاقة الايجابية بين حجم الشركة وأدائها حاضرة دائماً من خلال النظرية التي تدعم الاثر الايجابي لحجم الشركة في ربحيتها من خلال مفهوم اقتصاديات الحجم، حيث يمكن للشركات الكبيرة

تخفيض متوسط تكلفة الوحدة على مدى نطاق واسع من الانتاج، كما يمكنها الاستفادة من القدرات التنافسية الفائقة في تطوير المنتجات وتسويقها وتشكيل قوة تفاوضية وتنافسية وحصة سوقية أكبر، وبالتالي لديها فرص أكبر للعمل في المجالات التي تتطلب معدلات رؤوس اموال عالية وهذا الوضع يوفر لها فرصة للعمل في مجالات أكثر ربحية وأقل منافسة على النحو الذي يرفع من مستويات ادائها.

ثانياً. المقترحات:

1. ضرورة قيام الشركات التجارية العاملة في بيئة الأعمال العراقية بالمحافظة على مستويات مقبولة من تركيز الملكية، والرفع المالي بهدف تحسين أدائها المالي، سواء تعلق الأمر بتحقيق العائد على موجوداتها أو لمساهميها، وذلك عبر اعتماد درجة تركيز الملكية والرفع المالي اللتان تخدمان استثماراتها على النحو الذي يضمن الأثر الايجابي لهما على أدائها المالي.
2. الاهتمام بعامل حجم الشركة بعده من العوامل التي تعزز ربحيتها وبالتالي الأداء المالي للشركة.
3. التوجيه باتجاه تقديم بحوث مستقبلية يتم فيها دراسة خصائص أخرى للشركة والعوامل التي قد تؤثر على أدائها.

المصادر

1. Alhassan, Ismail, and Mamuda, Usman, 2020, Ownership Structure and Financial Performance Quoted Financial Firms in Nigeria, International journal of Accounting Research, 2(2).
2. Alkurdi, A, Hamad, A, Thneibat, H, and Elmarzouky, M, 2021, Ownership Structures effect on Financial Performance: An empirical analysis of Jordanain listed firms, Cogent Business & Mngement.
3. Amran, N. A., & Ahmad, A. C., 2013, Effects of ownership structure on Malaysian companies' performance. Asian Journal of Accounting and Governance, 4(1), 51-60.
4. Asmar, Muath, Alia, Muiz abo, and Ali, Fawzi Hussein, 2018, The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Disclosure Quality: Evidence from Companies Listed in The Palestine Exchange, International journal of Economics and Management 4(6): 401-417
5. Bazhair, Ayman Hassan, and Alshareef, Mohammed Naif, 2022, Dynamic relationship between ownership structure and financial performance: a Saudi experience, Cogent Business & Management, 9(1).
6. Citak, L., 2007, The Impact of Ownership Structure on Company Performance; A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies. International Research Journal of Finance and Economics, 9, 231-245.
7. Dwaikat, Nizar, and Queiri, Abdulbaset, 2014, The Relationship, Between Ownership Structure and Firms Prformance: An Empirical Evidence from Palestine, International Journal of Business and Management, 9 (12).
8. Falah, Wasim, 2018, The Effect of Ownership Structure on Financial Performance of Listed Companies in Palestine Exchange (PEX), International Journal of Science and Research (IJSR), 7 (1), 152-164
9. Gugong, B. K., Arugu, L. O., & Dandago, K. I., (2014), The impact of ownership structure on the financial performance of listed insurance firms in Nigeria. International

- journal of academic research in accounting, finance and management sciences, 4(1), 409-416.
10. Haija, Ayman abu, and Alrabba, Hussein, 2017, Relationship Between Onership Structure and Financial Performance, *Corporate Ownership and Control*, 14 (3).
 11. Kirimi, PeterNjagi, Kariuki, Samuel Nduati, and Ocharo, Kennedy Nyabuto, 2021, Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Kenyan Commercial Banks, *journal plos one*.
 12. Laporsek, Suzana, Dolenc, Primož, Grum, Andraz, and Stubelj, Igor, 2021, Ownership structure and firm performance – The case of Slovenia, *ECONOMIC RESEARCH-EKONOMSKA ISTRAZIVANJA*, VOL. 34, NO. 1, 2975–2996
 13. Ogabo, Bernard, ogar, Godspower, and Nuipoko, Tasha, 2021, Onership structure and firm Performance the Role of Mmanagerial and institutional Onership- Evidence from the UK, *American Journal of industrial and business management*.
 14. OZER, Ali and Comlekci, İstemi ,2014, The Effects of Ownership Structure on Financial Performance of Firms: Evidence from Turkey, *International Conference in Economics*.
 15. Stepanov, S., & Suvorov, A., 2017, Agency problem and ownership structure: Outside blockholder as a signal. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 133, 87-107.
 16. Thomsen, S., & Pedersen, T. ,2000, Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic management journal*, 21(6), 689-705.
 17. Thomsen, Steen, and Pedersen, Torben, 2000, Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, *Strategic Management Journal*, Vol. 21, No. 6 (Jun., 2000), pp. 689-705 (17 pages)
 18. Yahaya, k and Lawal R., (2018), Effect of Ownership Structure on Financial Performance of Deposit Money Banks in Nigeria, *Journal of Accounting and Management*, 8 (2).