

أثر هيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

علي اكرم ججاج*

ملخص

(تاريخ الإيداع 15 / 1 / 2022. قُبل للنشر في 9 / 3 / 2023)

هدفت هذه الدراسة الى اختبار أثر هيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2019)، وشملت عينة الدراسة 24 شركة من أصل 27 بنسبة 89%. تم استخدام اختبارات الإحصاء الوصفي ومعامل الارتباط Pearson والانحدار الخطي المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للملكية المؤسسية، وعلى العكس تؤثر الملكية المركزة بصورة سلبية ومعنوية، في حين لا تؤثر كل من الملكية الأجنبية والإدارية في الأداء المالي. ويظهر أن هيكل الملكية ينعكس بصورة إيجابية ومعنوية على الأداء المالي في الشركات المالية أكثر منه في الشركات غير المالية.

الكلمات المفتاحية: الأداء المالي، هيكل الملكية، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية المركزة، الملكية الأجنبية.

* ماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة طرطوس، طرطوس – سوريا.

The Impact of Ownership Structure on Firm Performance of Companies Listed On The Damascus Securities Exchange

Ali Akram Jhjah*

ABSTRACT

(Received 15 / 1 / 2022 . Accepted 9 / 3 / 2023)

This study aimed to test the impact of ownership structure on the financial performance of companies listed on the Damascus Stock Exchange during period (2014-2019). The study sample included 24 companies out of 27 with a rate of 89%. By using the Descriptive statistics tests, Pearson correlation coefficient and multiple linear regression, the study concluded that there is a positive and significant effect of institutional ownership, and on the contrary, concentrated ownership affects negatively and significantly, while both foreign and administrative ownership does not affect financial performance. It appears that the ownership structure reflects positively and significantly on the financial performance in financial companies more than in non-financial.

Key Words: Financial Performance, Ownership Structure, Institutional Ownership, Management Ownership, Concentrated Ownership, Foreign Ownership.

*Master in Accounting, Faculty of Economics, Tartous University, Tartous - Syria.

مقدمة

يختلف هيكل الملكية من شركة لأخرى تبعاً لاختلاف رؤية ورسالة كل شركة. ويعرّف هيكل الملكية بأنه "توزيع حقوق الملكية فيما يتعلق بالأصوات ورأس المال بالإضافة إلى هوية مالكي الأسهم" (عرقاوي، 2018). ويشكل هذا التوزيع للملكية نزاعات بين الأطراف المالكة للأسهم لتحقيق المصلحة الخاصة على حساب المصلحة العامة للشركة ككل. لذلك تناولت العديد من الدراسات هيكل الملكية وأثره في الأداء المالي خلال العقود الماضية (Abu-Serdaneh et al., 2010; Amin & Hamdan, 2018). وقد ارتبط الأداء المالي للعديد من الشركات إلى حد كبير بهيكل ملكيتها بمرور الوقت؛ إذ أنه يوفر التمويل من خلال ملكية الأسهم فيها. ويعرّف الأداء المالي على أنه أداة تقيس مدى جودة استخدام الشركة لمواردها في تحقيق الربح أو مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف، مما يجعلها أداة حيوية للعديد من أصحاب المصلحة في الشركة (الزعبي، 2000). ويعد الأداء المالي أمراً في غاية الأهمية لبقاء أي شركة، وفي ترقيتها مستمر من قبل المساهمين والمستثمرين المحتملين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين (Lawal et al., 2018). بناءً على ذلك تهدف الدراسة إلى اختبار أثر هيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الدراسات السابقة

1. دراسة Chege (2013) بعنوان:

"Relationship Between Ownership Structure And Financial Performance Among "Commercial Banks Listed In The Nairobi Securities Exchange In Kenya"

"العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي في البنوك التجارية المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية في كينيا" هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي للمصارف التجارية للفترة (2009-2012). وشكّلت العينة 10 مصارف مدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية في كينيا. وتم قياس الأداء المالي من خلال صافي الربح بعد الضريبة EAIT. استخدمت الدراسة أساليب الإحصاء الوصفي ونموذج الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات. وتوصلت إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي للملكية الأجنبية في الأداء المالي، في حين لا تؤثر المتغيرات الأخرى (الملكية الفردية، الملكية المؤسسية) في الأداء لهذه الشركات.

2. دراسة مسمح (2018) بعنوان:

"أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية)"

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات للفترة (2013-2017). وشكّلت العينة 28 شركة مدرجة في بورصة فلسطين. وتم قياس الأداء المالي من خلال معدل العائد على الأصول ROA، ومعدل العائد على حقوق المساهمين ROE، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية P/B. استخدمت الدراسة نموذج الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار الفرضيات. وتوصلت إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لتركز الملكية والملكية العائلية والأجنبية في الأداء المالي، في حين وجود أثر سلبي للملكية المؤسسية.

3. دراسة Amin & Hamda (2018) بعنوان:

"Evaluating the Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Saudi Arabian Listed Companies"

تقييم أثر هيكل الملكية على أداء الشركة: دليل من الشركات السعودية المدرجة
هدفت هذه الدراسة إلى تقييم العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركات للفترة (2013-2014). وشكّلت العينة 171 شركة من جميع القطاعات في المملكة العربية السعودية. وتم قياس الأداء المالي من خلال نسبة العائد على الأصول ROA. استخدمت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات. ووجدت أن تركيز الملكية والملكية الإدارية والملكية العائلية لهم تأثير إيجابي غير معنوي في أداء الشركة، وللملكية المؤسسية تأثير إيجابي معنوي، في حين تؤثر الملكية الأجنبية ونوع القطاع بشكل سلبي ومعنوي في أداء الشركة.

4. دراسة Alabdullah & Tawfeeq (2018) بعنوان:

"The relationship between ownership structure and firm financial performance Evidence from Jordan"

"العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي دليل من الأردن"
هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركات للسنة المالية 2012. وشكّلت العينة 109 شركة أردنية. وتم قياس الأداء المالي من خلال نسبة صافي مبيعات الشركة إلى إجمالي مبيعات القطاع. استخدمت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات. وتوصلت إلى أن الملكية الإدارية والمؤسسية لها تأثير إيجابي ومعنوي في الأداء المالي للشركات، ولا يوجد تأثير للملكية الأجنبية ونوع القطاع، في حين يوجد تأثير إيجابي غير معنوي لتركز الملكية.

5. دراسة Agbi & Mustapha (2018) بعنوان:

"Effect of Ownership Structure on Financial Performance of Listed Insurance Firms"

"تأثير هيكل الملكية على الأداء المالي في شركات التأمين المدرجة"
هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات للفترة (2011-2016). وشكّلت العينة 28 شركة تأمين مدرجة في نيجيريا. تم قياس الأداء المالي من خلال القيمة الدفترية للسهم. استخدمت الدراسة أساليب الإحصاء الوصفي ونموذج الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات. وتوصلت إلى أن الملكية الإدارية والملكية المؤسسية لها تأثير إيجابي ومعنوي في الأداء المالي للشركات، في حين تؤثر الملكية المركزة بشكل سلبي ومعنوي.

التعقيب على الدراسات السابقة

إن الدراسات السابقة جميعها هدفت إلى اختبار أثر هيكل الملكية على الأداء المالي، ذلك ما تهدف إليه الدراسة الحالية أيضاً، إلا أنها تختلف فيما بينها وأيضاً بين الدراسة الحالية في عدة نقاط، يلخص الجدول (1) أوجه الاختلاف بين الدراسات:

الجدول (1) مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

الدراسة	المتغيرات المستقلة	قياس المتغير التابع (الأداء)	الفترة الزمنية (سنة)	القطاع	النتائج
Chege (2013)	1. الملكية الفردية 2. الملكية المؤسسية 3. الملكية الأجنبية	صافي الربح بعد الضريبة EAIT	4	بنوك	1. لا تؤثر 2. لا تؤثر 3. تأثير إيجابي معنوي
مسمح (2018)	1. الملكية المركزة 2. الملكية العائلية 3. الملكية المؤسسية 4. الملكية الأجنبية	ROA ROE P/B	5	الشركات غير المالية	1. 4. 2. 1. تأثير إيجابي معنوي 3. تأثير سلبي معنوي
Amin & Hamda (2018)	1. الملكية المركزة 2. الملكية العائلية 3. الملكية الإدارية 4. الملكية المؤسسية 5. الملكية الأجنبية 6. نوع القطاع	العائد على الأصول ROA	2	جميع القطاعات	1. 3. 2. 1. تأثير إيجابي غير معنوي 5. 4. تأثير إيجابي معنوي 6. تأثير سلبي معنوي
& Tawfeeq Alabdullah (2018)	1. الملكية المركزة 2. الملكية الإدارية 3. الملكية المؤسسية 4. الملكية الأجنبية 5. نوع القطاع	صافي مبيعات الشركة إلى إجمالي مبيعات القطاع	1	الشركات غير المالية	1. تأثير إيجابي غير معنوي 3. 2. تأثير إيجابي معنوي 5. 4. لا تؤثر
& Mustapha (2018) Agbi	1. الملكية المركزة 2. الملكية الإدارية 3. الملكية المؤسسية	القيمة الدفترية للسهم	6	شركات التأمين	1. تأثير سلبي معنوي 3. 2. تأثير إيجابي معنوي
الدراسة الحالية	1. الملكية المؤسسية 2. الملكية المركزة 3. الملكية الأجنبية 4. الملكية الإدارية 5. نوع القطاع	صافي الربح بعد الضريبة EAIT	6	جميع القطاعات	1. تأثير إيجابي معنوي 5. 2. تأثير سلبي معنوي 3. تأثير سلبي غير معنوي 4. تأثير إيجابي غير معنوي

تعتبر هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة، حيث تم اختبار العلاقة بين عناصر هيكل الملكية والأداء المالي في العديد من الدراسات، ولم تتوصل هذه الدراسات إلى هيكل ملكية مناسب وموحد. وعليه تضيف هذه الدراسة أدلة جديدة تدعم أو تعارض نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين عناصر هيكل الملكية والأداء المالي، وذلك في محاولة للوصول إلى هيكل ملكية مناسب للشركات في سوق دمشق للأوراق المالية.

مشكلة البحث

إن أبرز مشاكل الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة هي اختلاف المصالح بين الأطراف (الوكيل والموكل)، إذ يسعى كل طرف إلى تحقيق مصالحه الخاصة (سعد الدين & محمد، 2013). حيث توكل مهمة إدارة الشركة وتسيير أعمالها للإدارة، إلا أن تضارب المصالح الناتج عن تعدد أنواع الملكية في الشركة قد يؤثر في القرارات التي تتخذها الإدارة. وبالتالي فإن اختلاف مكونات هيكل الملكية قد يكون له أثر في قرارات الإدارة بما يؤثر على الأداء المالي (مسمح، 2013). فقد وجدت العديد من الدراسات السابقة أن هيكل الملكية يؤثر في الأداء المالي للشركات، واختلف الأثر فيما بين محددات هيكل الملكية وفقاً لهذه الدراسات، وشكلت أبرز هذه المحددات: الملكية المؤسسية، الملكية المركزة، الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية. من ناحية أخرى وجدت بعضها أن الأداء يختلف تبعاً لقطاع الشركة، حيث يكون هيكل الملكية مناسباً لقطاعات دون أخرى، وعليه يمكن صياغة مشكلة البحث بالتساؤل الرئيسين التاليين:

1. هل يؤثر هيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ويتفرع عنه التساؤلات الفرعية التالية:

1. هل تؤثر نسبة الملكية المؤسسية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
2. هل تؤثر نسبة الملكية المركزة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
3. هل تؤثر نسبة الملكية الأجنبية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
4. هل تؤثر نسبة الملكية الإدارية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

2. هل يؤثر نوع القطاع في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

أهمية البحث

الأهمية العلمية: تستمد هذه الدراسة أهميتها العلمية من كونها تضيف للدراسات السابقة أدلة جديدة حول مدى تأثير عناصر هيكل الملكية في الأداء المالي للشركات في الدول النامية مثل سوريا. حيث تناولت العديد من الدراسات أثر هيكل الملكية في الأداء المالي، وبالتالي فإن نتائج هذه الدراسة قد تدعم أو تعارض ما تم التوصل إليه في هذا المجال. الأهمية العملية: تساعد هذه الدراسة واضعي السياسات وصانعي القرارات في توجيه قرارات المديرين لتعزيز السياسة المالية باعتبار أن المديرين يمثلون مالكي الأسهم ويعملون بالنيابة عنهم في الشركات. كما تقيد نتائج الدراسة أصحاب المصلحة والمستثمرين في صياغة شكل مناسب لفائدة هيكل الملكية في تعزيز قراراتهم المتعلقة بأداء الشركة، بالإضافة إلى محاولة تحديد هيكل الملكية الأمثل في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أهداف البحث

يهدف البحث بشكل رئيس إلى التحقق من وجود أثر لهيكل الملكية في الأداء المالي، والتعرف على عناصر هيكل الملكية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. واختبار ما إذا كان الأداء المالي للشركات يختلف باختلاف نوع القطاع (مالي، غير مالي). ويمكن صياغة أهداف البحث كما يلي:

1. اختبار وجود أثر للملكية المؤسسية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. اختبار وجود أثر للملكية المركزة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
3. اختبار وجود أثر للملكية الأجنبية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

4. اختبار وجود أثر للملكية الإدارية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
5. اختبار وجود أثر لنوع القطاع في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

فرضيات البحث

H1: يوجد أثر معنوي لهيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ويتفرع عنها الفرضيات الفرعية التالية:

- H1:1: يوجد أثر معنوي للملكية المؤسسية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- H1:2: يوجد أثر معنوي للملكية المركزة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- H1:3: يوجد أثر معنوي للملكية الأجنبية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- H1:4: يوجد أثر معنوي للملكية الإدارية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- H2:** يوجد أثر معنوي لنوع القطاع في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

منهجية البحث

اعتمدت الدراسة الحالية على الدوريات والدراسات السابقة في كتابة الإطار النظري للبحث وبناء الفرضيات. يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتتمثل عينة الدراسة بجميع الشركات باستثناء الشركات المدرجة حديثاً 2018 وما بعد (اسمنت البادية، Syriatel، MTN). وقد بلغ عدد الشركات عينة الدراسة 24 شركة بنسبة 89% من إجمالي الشركات. من خلال أخذ سلسلة زمنية لهذه الشركات ولمدة 6 سنوات من عام 2014 حتى 2019. وقد تم اعتبار العام 2014 أول سنة للدراسة لافتقار تقارير الحوكمة للأعوام السابقة إلى البيانات اللازمة، كما تم التوقف عند العام 2019 لتجنب التحيز في صحة البيانات الناتج عن الزيادة الكبيرة في أسعار الصرف في العام 2020. وقد تم اختبار الفرضيات من خلال جمع البيانات من التقارير المالية النهائية وتقارير الحوكمة المنشورة على موقع سوق دمشق، واستخدام مجموعة من الإحصاءات الوصفية ومعامل ارتباط بيرسون Pearson Correlation لفحص العلاقة بين المتغيرات. ولاختبار صحة الفرضيات تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد Multiple regression analysis لتوقع قيمة المتغير التابع من المتغيرات المستقلة، وفق معادلة الانحدار التالية:

$$PF = \beta_0 + \beta_1 IO + \beta_2 CO + \beta_3 FO + \beta_4 MO + \beta_5 S \dots (\Delta)$$

حيث:

PF: المتغير التابع (الأداء المالي) تم قياسه من خلال مؤشر الربحية صافي الربح بعد الضريبة (Chege, 2013). وقد تم اختيار هذا المؤشر نظراً لاعتماد العديد من أصحاب المصلحة على رقم صافي الربح بعد الضريبة في تقييم الأداء المالي للشركة؛ إذ يشكل البند الأكثر أهمية في القوائم المالية، وهو المعبر الحقيقي عن الأداء الفعلي للشركة (عرقاوي، 2018; Maina, 2015).

IO: المتغير المستقل الأول (الملكية المؤسسية)، تم قياسه من خلال نسبة ملكية المؤسسات في الشركة. وهي نسبة الملكية الاعتبارية التي تعود فيها ملكية الأسهم لشركات أخرى أو صناديق معاشات تقاعدية أو جمعيات خيرية (Bayrakdaroglu et al., 2012; Alabdullah & Tawfeeq, 2018).

CO: المتغير المستقل الثاني (الملكية المركزة)، تم قياسه من خلال نسبة ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% أو أكثر من إجمالي أسهم الشركة. وهي النسبة المعتمدة في جميع الدراسات السابقة، مثل (Mustapha, 2018; Tawfeeq, 2018; Agbi & Alabdullah, 2018). كما تم اعتماد النسبة كما هي وفق تصنيف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في تقارير الحوكمة الصادرة عنها.

FO: المتغير المستقل الثالث (الملكية الأجنبية)، تم قياسه من خلال نسبة ملكية الأفراد أو الشركات غير السورية في الشركة (Özer & Çömlekçi, 2014; Chege, 2013).

MO: المتغير المستقل الرابع (الملكية الإدارية)، تم قياسه من خلال نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة من إجمالي أسهم الشركة (Özer & Çömlekçi, 2014; Mustapha & Agbi, 2018; Amin & Hamda, 2018).

S: نوع القطاع (المتغير الضابط)، تم قياسه بمتغير وهمي يأخذ قيمة 0 للشركات المالية، وقيمة 1 للشركات غير المالية. تم قياس المتغيرات المستقلة المتمثلة بعناصر هيكل الملكية كما هي مصنفة وفق هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، يظهر ذلك جلياً لدى الرجوع إلى تقارير الحوكمة الصادرة من قبل الهيئة.

الإطار النظري للبحث

يأخذ هيكل الملكية بشكل عام بعدين هما تركيز ملكية رأس المال ونوع ملكية رأس المال (Bolbol et al., 2004). وأوضح Demsetz & Lehn (1985) نوع ملكية رأس المال بأنها الملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، والملكية الفردية، والملكية العائلية، والملكية الإدارية. وتسبب الاختلاف في مجال اهتمامات المساهمين والمديرين فيما يتعلق بأداء الشركات في مناقشة العلاقة بين هيكل ملكية رأس المال والأداء المالي لفترة طويلة من قبل الأكاديميين والباحثين. وقد تم البحث في العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي لأول مرة من قبل Berle & Means عام 1932 (Özer & Çömlekçi, 2014).

يمكن تقسيم هيكل الملكية كالآتي:

1. الملكية المؤسسية: تشير الملكية المؤسسية إلى أسهم أو حصة في شركة تعود ملكيتها لمؤسسات مالية كبيرة أو صناديق معاشات تقاعدية أو جمعيات خيرية. تشتري المؤسسات غالباً جزء كبير من الأسهم القائمة للشركة ويمكن أن تكون ذات تأثير كبير على إدارتها، لذلك عادةً ما يكون المساهمون المؤسسون مهنيون ويستخدمون خبراتهم في مراقبة الإدارة لضمان توافق مصالحهم مع مصالح الشركة (Mustapha & Agbi, 2018). وقد وجد Khamis et al. (2015) علاقة إيجابية بين الملكية المؤسسية والأداء المالي للشركات باستخدام مؤشر Q Tobin، في حين لا يوجد تأثير عند قياس الأداء المالي بالعائد على الأصول ROA. كذلك وجد Amin & Hamda (2018) تأثير إيجابي ومعنوي للملكية المؤسسية على الأداء المالي. في حين لم تجد بعض الدراسات أي علاقة معنوية

كدراسة كل من Duggal & Millar (1999) و Faccio & Lasfer (2000) و Chege (2013) و Tawfeeq & Alabdullah (2018).

2. الملكية المركزة: يشير تركيز الملكية إلى المساهمين الذين يملكون حصة أو أسهم بنسبة كبيرة في الشركة. ويمنح تركيز الملكية المساهمين الدافع والقدرة على مراقبة قرارات الإدارة والتحكم فيها، لذلك يستخدم المساهمون المسيطرون سلطتهم في الحد من النزاعات بين المديرين والمساهمين الأفراد؛ بحكم أولويتهم في مراقبة وحماية استثماراتهم، الأمر الذي يخفف من مشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين (Lawal et al., 2018). ويعتبر تركيز الملكية عاملاً هاماً يؤثر على أداء الشركة (Zeitun & Tian, 2007)؛ إذ وجد Wu & Cui (2002) أن هناك علاقة إيجابية بين الملكية المركزة والأداء المالي عند قياسه بالعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE، لكن العلاقة سلبية عند قياسه بمؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. كما أشار Leech & Leahy (1991) إلى أن الملكية المركزة توفر حوافز مراقبة بشكل كبير مما يؤدي إلى أداء أفضل. وعلى العكس توصل Agbi & Mustapha (2018) إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للملكية المركزة على الأداء المالي. في حين وجدت بعض الدراسات الأخرى أن التأثير إيجابي ولكن غير معنوي كدراسة كل من Amin & Hamda (2018) و Tawfeeq & Alabdullah (2018).

3. الملكية الأجنبية: تشير إلى ملكية أجنبية أو سيطرة على عمل أو مورد طبيعي في بلد ما، من قبل أفراد ليسوا مواطنين في ذلك البلد، أو من قبل شركات يقع مقرها خارج هذا البلد. وبشكل عام تحدث عندما تضخ الشركات متعددة الجنسيات التي تعمل في أكثر من بلد استثمارات طويلة الأجل في بلد أجنبي، وعادة ما تكون على شكل استثمار أجنبي مباشر أو اكتساب (Esther & Chau, 2013، حمدي & مسيح، 2018). قد ينقل المستثمرين الأجانب خبراتهم المهنية والإدارية لتلك الشركات المحلية الأمر الذي قد يعزز من قيمتها، كما وتساعد الملكية الأجنبية في التغلب على القيود المالية وزيادة سهولة الوصول إلى التمويل الخارجي، وبالتالي زيادة استثماراتها مما يؤدي إلى تحسن الأداء المالي (Ongore, 2011). ومن ناحية أخرى يرى البعض أن المستثمرين الأجانب يواجهون العديد من المخاطر خاصة عند الاستثمار في الاقتصاديات المتقلبة، حيث التقلبات السياسية ونقص المعلومات ونقص التشريعات التي تحمي المستثمرين، لذلك فإن المستثمرين الأجانب لديهم الكثير من القلق بشأن من يدير استثماراتهم (Firth et al., 2008). كما وجد Gurbuz & Aybars (2010) أن الزيادة في الملكية الأجنبية يؤدي في البداية إلى تحسين الأداء المالي ولكن فيما بعد قد تصبح العلاقة سلبية.

4. الملكية الإدارية: تشير الملكية الإدارية إلى أسهم أو حصة في شركة تعود ملكيتها للمديرين، وتهدف إلى تخفيف مشاكل الوكالة من خلال تقديم حوافز للمديرين لمواءمة مصالح المديرين مع مصالح الشركة (Mustapha, 2018). وقد وجدت بعض الدراسات أن زيادة الملكية الإدارية يحسن الأداء المالي للشركات كدراسة Kumar & Singh (2013)؛ التي أثبتت وجود علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية وأداء الشركة. كما وجدت العديد من الدراسات السابقة أن زيادة الملكية الإدارية في الشركة عنصر هام، يقلل من مشاكل الوكالة ويشجع المديرين على تحسين أداء الشركة (Kumar & Singh, 2013; Arora et al., 2016; Alabdullah & Tawfeeq, 2018).

وعلى العكس وجدت دراسات أخرى علاقة سلبية بين الملكية الإدارية وأداء الشركة، مثل Acharya and Bisin (2009). وبعضها توصل إلى عدم وجود ارتباط بين الملكية الإدارية وأداء الشركة (Demsetz & Villalonga, 2001).

الإطار العملي للبحث

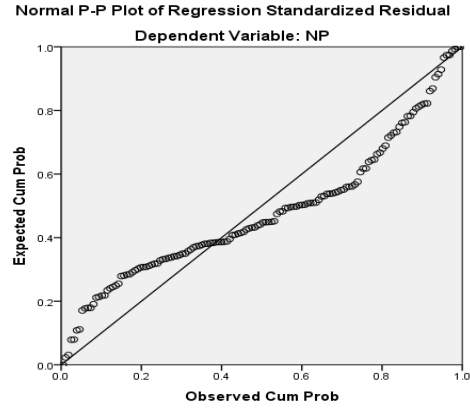
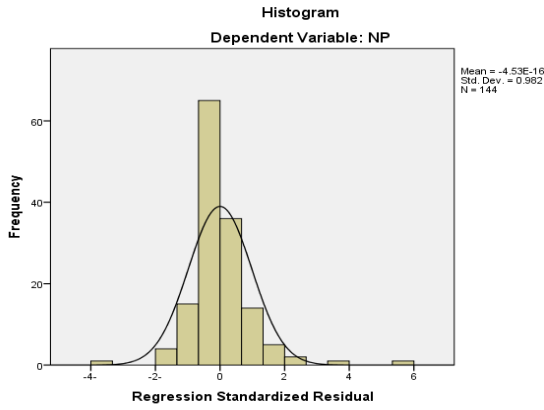
لاختبار أثر هيكل الملكية في الأداء المالي للشركات، تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد بالإضافة إلى الإحصاءات الوصفية، وللقيام بذلك يجب تحقق مجموعة من الشروط مثل عدم وجود ارتباط خطي بين متغيرين مستقلين، والتوزيع الطبيعي للبيانات، والخطية والتجانس واستقلال البواقي، إضافة إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، استبعاد القيم المتطرفة، وذلك للوصول إلى معادلة انحدار أكثر دقة، بالإضافة إلى التحقق من صلاحية نموذج الانحدار (عاشور & سالم، 2002).

يوضح الجدول (2) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات، ويتبين عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة، حيث

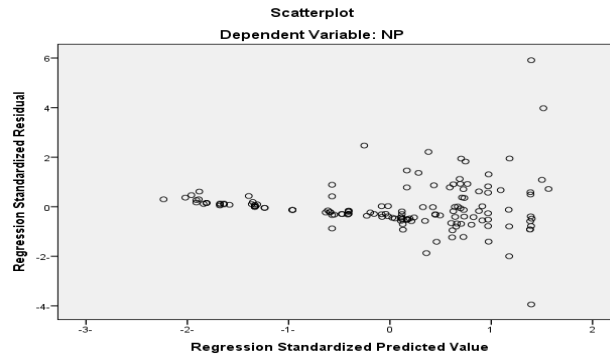
الجدول (2) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات							
		صافي الربح	الملكية المؤسسية	الملكية المركزة	الملكية الأجنبية	الملكية الإدارية	نوع القطاع
Pearson Correlation	صافي الربح	1.000	.107	.006	.127	.155	-.176-
	الملكية المؤسسية	.107	1.000	.749	.538	.265	-.097-
	الملكية المركزة	.006	.749	1.000	.420	.277	-.269-
	الملكية الأجنبية	.127	.538	.420	1.000	.365	-.343-
	الملكية الإدارية	.155	.265	.277	.365	1.000	-.318-
	نوع القطاع	-.176-	-.097-	-.269-	-.343-	-.318-	1.000
Sig. (1-tailed)	صافي الربح	.	.102	.471	.065	.032	.018
	الملكية المؤسسية	.102	.	.000	.000	.001	.124
	الملكية المركزة	.471	.000	.	.000	.000	.001
	الملكية الأجنبية	.065	.000	.000	.	.000	.000
	الملكية الإدارية	.032	.001	.000	.000	.	.000
	نوع القطاع	.018	.124	.001	.000	.000	.

أنه لا يوجد علاقة ارتباط بين أي من المتغيرات المستقلة أعلى من 0.8.

من شكل الانتشار يتضح أن البيانات موزعة حول الخط البياني، وبالتالي فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، أيضاً يؤكد ذلك شكل المدرج والمنحنى التكراري للبواقي في نموذج الانحدار في الشكل التالي:



يتضح من الشكل Scatterplot التالي أن البيانات تحقق شرط الخطية، حيث يظهر من خلال شكل انتشار البواقي مقابل القيم المتوقعة للمتغير التابع عدم وجود نمط محدد لانتشار نقاط البيانات، حيث تنتشر هذه الأخطاء بشكل عشوائي.



من الجدير ذكره في هذا المجال أنه إذا كان الانحراف عن شرط الخطية ضئيلاً، فإن ذلك لن يؤثر بشكل كبير على نتائج الانحدار (عاشور & سالم، 2002).

بالنظر إلى الجدول (3) يتبين أن قيمة Durbin-Watson الإحصائية 1.442 وهي قيمة تقترب من 2 وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، حيث أنه اقتراب قيمة DW من 2 يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، والعكس فإن اقتراب هذه القيمة من 0 أو 4 يشير إلى وجود ارتباط ذاتي.

الجدول (3) قيمة Durbin-Watson الإحصائية

Model	Durbin-Watson
1	4241.

يظهر في الجدول (4) أكبر قيمة لاختبار Mahalanobis والتي تساوي 25.642، وهي أعلى من قيمة كاي مربع الجدولية والتي تساوي 20.52 عند خمس درجات حرية (حيث أن عدد المتغيرات المستقلة يساوي 5) ومستوى معنوية 0.001، مما يعني عدم وجود قيم متطرفة ذات تأثير على نموذج الانحدار.

الجدول (4) قيمة Mahalanobis

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Mahal. Distance	.471	25.642	4.965	5.303	144
Dependent Variable: صافي الربح					

بعد التحقق من الشروط اللازمة أصبح بالإمكان استخدام الانحدار والاختبارات الإحصائية اللازمة. يلاحظ من الجدول (5) أن متوسط صافي الربح للشركات يساوي 1,853 مليون، ومتوسط الملكية المؤسسية 50.01 مما يعني أن 50% من أسهم الشركات تعود ملكيتها للمؤسسات، أيضاً متوسط الملكية المركزة 52.60 وذلك يشير إلى أن 52% من الأسهم تعود ملكيتها لكبار المساهمين، ويظهر متوسط الملكية الأجنبية بقيمة 35.47 أي أن 35% من الأسهم تعود ملكيتها لأشخاص أو مؤسسات غير سورية، كما ويلاحظ أن متوسط الملكية الإدارية 38.43 وبالتالي فإن نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركات هي 38%، ويظهر متوسط نوع القطاع 0.16 حيث أن أغلب الشركات هي شركات مالية. وبالنظر إلى مستوى معنوية اختبار Shapiro-Wilk والتي تساوي 0.11 وهي أكبر من 5% يتبين أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

الجدول (5) الإحصاءات الوصفية				
	Mean	Std. Deviation	N	Shapiro-Wilk Sig.
صافي الربح (مليون)	1,853	4,228	144	0.11
الملكية المؤسسية	50.01	15.40	144	
الملكية المركزة	52.60	16.57	144	
الملكية الأجنبية	35.47	19.37	144	
الملكية الإدارية	38.43	21.95	144	
نوع القطاع	.16	.37	144	

يتبين من خلال تحليل التباين في الجدول (6) ثبات صلاحية النموذج لاختبار فرضيات البحث، حيث Sig = 0.009 وهي أصغر من 0.05، أي أن المعادلة الممثلة للنموذج معنوية عند مستوى دلالة 0.05. وبالتالي مستوى الثقة مرتفع ويمكن الاعتماد على النموذج.

الجدول (6) تحليل التباين لنموذج الانحدار						
	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	267235025.278	5	53447005.056	3.222	.009 ^b
	Residual	2289299379.347	138	16589125.937		
	Total	2556534404.625	143			
Dependent Variable: صافي الربح						
Predictors: (Constant), الملكية الإدارية نوع القطاع، الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية، الملكية المركزة،						

يظهر في الجدول (7) أن علاقة الارتباط بين المتغير المستقل (هيكل الملكية) والمتغير التابع (الأداء المالي) طردية ضعيفة (0.32)، كما تظهر قيمة R Square 0.105 وهي معنوية عند مستوى دلالة $0.05 > 0.009$ (وفقاً للجدول (6) $\text{sig} = 0.009$) أي أن هيكل الملكية يفسر 10% فقط من التباين الحاصل في الأداء المالي، في حين أن 90% من التغير ناتج عن عوامل أخرى غير مدرجة ضمن النموذج، وبالتالي يتم قبول الفرضية الرئيسية الأولى H1 والتي تنص على وجود أثر معنوي لهيكل الملكية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول (7) خلاصة نموذج الانحدار				
Mode	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.323 ^a	.105	.072	4,072.97507
Predictors: (Constant), a. الملكية الإدارية نوع القطاع، الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية، الملكية المركزة،				
Dependent Variable: بصافي الربح				

يوضح الجدول (8) العلاقة بين عوامل هيكل الملكية (الملكية المؤسسية، الملكية المركزة، الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية) والمتغير التابع (الأداء المالي).

أولاً_ الملكية المؤسسية: وفقاً لقيمة sig البالغة 0.049 وهي أقل من 0.05، فإنه يوجد أثر معنوي للملكية المؤسسية في الأداء المالي للشركات، وبما أن قيمة معامل المتغير موجبة فإن العلاقة طردية معنوية. وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية H1:1 والتي تنص على وجود أثر معنوي للملكية المؤسسية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من Amin & Hamda (2018)، و Alabdullah & Tawfeeq (2018)، و Agbi & Mustapha (2018)، ويتعارض مع نتائج دراسة كل من Chege (2013) و Alabdullah & Tawfeeq (2018)، والتي لم تجد أي تأثير للملكية المؤسسية في الأداء المالي. ثانياً_ الملكية المركزة: وفقاً لقيمة sig البالغة 0.043 وهي أقل من 0.05، فإنه يوجد أثر معنوي للملكية المركزة في الأداء المالي للشركات، وبما أن قيمة معامل المتغير سالبة فإن العلاقة عكسية معنوية. وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية H1:2 والتي تنص على وجود أثر معنوي للملكية المركزة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسات Wu & Cui (2002)، و Agbi & Mustapha (2018)، في حين تتعارض مع بعض الدراسات مثل Amin & Hamda (2018) و Alabdullah & Tawfeeq (2018) والتي وجدت تأثير إيجابي لكن غير معنوي، ودراسة Chege (2013) والتي لم تجد أي تأثير يذكر.

ثالثاً_ الملكية الأجنبية: وفقاً لقيمة sig البالغة 0.562 وهي أكبر من 0.05، فإنه لا يوجد أثر معنوي للملكية الأجنبية في الأداء المالي للشركات. وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية H1:3 والتي تنص على وجود أثر معنوي للملكية المركزة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسة Alabdullah & Tawfeeq (2018)، والتي لم تجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية في الأداء المالي، وتتعارض مع دراسة كل من Chege (2013)، و Amin & Hamda (2018) والتي وجدت تأثير إيجابي ومعنوي للملكية الأجنبية في الأداء المالي.

رابعاً_ الملكية الإدارية: وفقاً لقيمة sig البالغة 0.174 وهي أكبر من 0.05، فإنه لا يوجد أثر معنوي للملكية الإدارية في الأداء المالي للشركات. وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية H1:4 والتي تنص على وجود أثر معنوي للملكية الإدارية في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسة Demsetz & Villalonga (2001) والتي وجدت علاقة إيجابية غير معنوية، بعكس دراسة Acharya & Bisin (2009) والتي وجدت علاقة سلبية ومعنوية، في حين وجدت دراسات أخرى علاقة إيجابية معنوية مثل (Kumar & Singh, 2013;) (Arora et al., 2016; Alabdullah & Tawfeeq, 2018).

خامساً_ نوع القطاع: وفقاً لقيمة sig البالغة 0.004 وهي أقل من 0.05، فإنه يوجد أثر معنوي لنوع القطاع في الأداء المالي للشركات، وبما أن قيمة معامل المتغير سلبية فإن العلاقة عكسية معنوية، وبالتالي هيكل الملكية ينعكس بصورة إيجابية على الأداء المالي في الشركات المالية أكثر منه في الشركات غير المالية. وبالتالي قبول الفرضية الرئيسية الثانية H2 والتي تنص على وجود أثر معنوي لنوع القطاع في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسة Amin & Hamda (2018)، وتتعارض مع Alabdullah & Tawfeeq (2018) والتي لم تجد أي أثر لنوع القطاع.

الجدول (8) معاملات المتغيرات المدخلة في النموذج

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	3018.963	1517.571		1.989	.049
	الملكية المؤسسية	73.104	36.744	.266	1.990	.049
	الملكية المركزة	-64.679	31.638	-.254	-2.044	.043
	الملكية الأجنبية	-13.624	23.449	-.062	-.581	.562
	الملكية الإدارية	23.080	16.888	.120	1.367	.174
	نوع القطاع	-1066.740	359.407	-.268	-2.968	.004

بالطبيق على المعادلة (Δ)، وبعد استبعاد المتغيرات المستقلة التي لا تؤثر بصورة معنوية في المتغير التابع، يتم التعبير عن معادلة الانحدار المقبولة إحصائياً وفق الآتي:

$$PF = 3018 + 73 IO - 64 CO - 1066 S$$

النتائج والتوصيات

1. يزداد الأداء المالي للشركات 3018 مليون ليرة سورية، مع عدم وجود أي تأثير لأي متغيرات مستقلة في النموذج.
 2. يزداد الأداء المالي للشركات 73 مليون ليرة سورية، مع زيادة الملكية المؤسسية بمقدار 1%. حيث أن المستثمرين من الخارج الممثلين للشركات الأخرى، أكثر مهنية واحترافية في الصناعات والأعمال وأكثر اطلاعاً في أسواق رأس المال من المساهمين الداخليين. ويبدو أن المستثمرين من الخارج يتمتعون بقدرات أعلى في اتخاذ القرارات المتعلقة بمراقبة المديرين بشكل أكثر فعالية وأقل كلفة.
 3. ينخفض الأداء المالي للشركات 64 مليون ليرة سورية، مع زيادة الملكية المركزة بمقدار 1%. مما يشير إلى عدم قيام المساهمين الكبار باستخدام سلطتهم في اتخاذ القرار لصالح الشركة، قد تكون هذه القرارات لتحقيق المصلحة الخاصة. كما أن المساهمين الكبار لا يعملون على تخفيف مشاكل الوكالة من خلال تقارب المصالح بين المديرين والمساهمين.
 4. ينخفض الأداء المالي للشركات 1066 مليون ليرة سورية، في الشركات غير المالية مقارنة بالشركات المالية. وذلك لأن الشركات المالية أكبر من الشركات الأخرى من حيث موجوداتها وحجم أعمالها، كما أن أغلب الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية هي شركات مالية.
 5. يوجد تأثير سلبي غير معنوي للملكية الأجنبية في الأداء المالي للشركات. وذلك لأن المستثمرين الأجانب بعيدون عن نطاق العمل داخل الشركة، وبالتالي فقدان السيطرة على الشركة.
 6. يوجد تأثير إيجابي غير معنوي للملكية الإدارية في الأداء المالي للشركات. إذ أن ملكية المديرين للأسهم في الشركة يدفعهم للعمل بشكل أكثر كفاءة لزيادة أرباحها. رغم عدم معنوية التأثير؛ إلا أن زيادة ملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم يعمل على تقليل مشاكل الوكالة بين المساهمين والمديرين.
- وبناءً على ما تقدم يوصي الباحث بما يلي:
1. يجب على الشركات جذب الاستثمار من الشركات الخارجية الأخرى؛ إذ أظهرت كفاءتها في تحسن الأداء المالي نتيجة الخبرة والاطلاع الواسع في سوق رأس المال.
 2. يجب عدم الاعتماد بشكل كبير على المساهمين الأجانب والمساهمين الكبار في بناء هيكل الملكية للشركات؛ إذ أن المساهمين الأجانب بعيدون عن الشركة ولا يملكون الاطلاع الكافي على واقع العمل ضمن الشركة، كما أن المساهمين الكبار لا يعملون لتحقيق المصلحة العامة للشركة.
 3. يظهر أن متوسط نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة والبالغة 38% (وفق الجدول (5)) تحسن من ربحية الشركات إلا أن التأثير غير جوهري. بالتالي يجب زيادة نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة للتغلب على مشاكل الوكالة، وتحفيز المديرين للعمل بكفاءة لصالح الشركة. أيضاً يجب الانتباه إلى التعويضات والحوافز الممنوحة للمديرين، والتي من شأنها دفع المديرين للعمل الجاد لصالح الشركة.
 4. يوصى بإعادة إجراء الدراسة باستخدام طرق قياس أخرى للأداء المالي. عن طريق مؤشرات الربحية على سبيل المثال: العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، مؤشر Tobin's Q، ومقارنة النتائج مع نتائج الدراسة الحالية. بالإضافة إلى مؤشرات الأداء المالي الأخرى مثل مؤشرات السيولة والمديونية والاستثمار والمخاطرة.

المراجع

1. حمدي شحدة زعرب & باسل أمين مسمح. (2020). أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية). *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية* (4) 28.
2. الزعبي، هيثم (2000). *الإدارة والتحليل المالي*. عمان: دار الفكر.
3. سعدالدين، محمد (2012). دراسة اثر الملكية العائلية على الإفصاح الاختياري بالتقارير السنوية المنشورة للشركات المساهمة المصرية. *مجلة المحاسبة المصرية، كلية التجارة جامعة القاهرة*، 1(3)، 189-198.
4. عاشور، سليم كامل؛ سالم، ساميا أبو الفتوح. (2002). *العرض والتحليل الإحصائي باستخدام SPSSWIN الجزء الأول: المدخل والأساسيات*.
5. عرقاوي، ريم (2018). أثر محددات هيكل الملكية على جودة الأرباح في المنشآت "دراسة تطبيقية". رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، سوريا.
6. مسمح، باسل (2018). أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية). رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين.
7. Acharya, V.V. and Bisin, A. (2009), "Managerial hedging, equity ownership, and firm value", *The RAND Journal of Economics*, Vol. 40 No. 1, pp. 47-77.
8. Alabdullah, T. T. Y. (2018). The relationship between ownership structure and firm financial performance: Evidence from Jordan. *Benchmarking: An International Journal*. 25(1), 320-332.
9. Amin, A. A., & Hamdan, A. M. (2018). Evaluating the effect of ownership structure on firm performance: Evidence from Saudi Arabian listed companies. *Journal of Economic Cooperation & Development*, 39(3), 65-92.
10. Arora, A., Sharma, C. and Sharma, C. (2016), "Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India", *Corporate Governance*, Vol. 16 No. 2, pp. 420-436.
11. Bayrakdaroglu, A., Ersoy, E., & Citak, L. (2012). Is there a relationship between corporate governance and value-based financial performance measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(2), 224-239.
12. Bolbol, A. A. Fatheldin and M. Omran, (2004). Ownership Structure, Firm performance, and Abu Dhabi: Corporate Governance: Evidence from Selected Arab countries, AMF Economic Paper Arab Monetary Fund.

13. Demsetz, Harold, & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
14. Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001), "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7 No. 3, pp. 209-233.
15. Duggal, R. & Millar, A. (1999) Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns. *Journal of Corporate Finance*, 5, 103–117.
16. Esther, C. O. W. (2013). Responding to lives after stroke: Stroke survivors and caregivers going on narrative journeys. *International Journal of Narrative Therapy & Community Work*, (4), 38-44.
17. Faccio, M. & Larry, L. (2002) The ultimate ownership in Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 365–395.
18. Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2008). Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China's listed firms. *Journal of Asset Management*, 9(2), 90-101.
19. Gurbuz, A. O., & Aybars, A. (2010). The impact of foreign ownership on firm performance, evidence from an emerging market: Turkey. *American Journal of Economics and Business Administration*, 2(4), 350-359.
20. Khamis, R., Elali, W. & Hamdan, A. (2015) Ownership structure and corporate financial performance in Bahrain Bourse. *Journal of Corporate Ownership & Control*, 13 (1), 419.
21. Kumar, N., & Singh, J. P. (2013). Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
22. Lawal, O. D., Agbi, E. S., & Mustapha, L. O. (2018). Effect of ownership structure on financial performance of listed insurance firms in Nigeria. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*. 4(3), 123-148.
23. Leech, D. & Leahy, J. (1991) Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *Economic Journal*, 101 (409), 1418–1437.
24. Maina, P. N. (2015). **The effect of initial public offers on the financial performance of firms listed at the Nairobi securities exchange**. Master's Thesis, University of Nairobi, NAIROBI
25. Mutisya, S. B. (2015). The relationship between ownership structure and financial performance of companies listed at the Nairobi securities exchange (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
26. Ongore, V. O. (2011). The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis of listed companies in Kenya. *African Journal of Business Management*, 5(6), 2120-2128.
27. Özer, A., & Çömlekçi, İ. (2014). The Effects of Ownership Structure on Financial Performance of Firms: Evidence from Turkey. *International Conference in Economics*.
28. Wu, S., & Cui, H. (2002). Ownership structure and corporate performance: Evidence from the Mainland China. European Finance Association (EFA). In *Annual Meeting*.
29. Zeitun, & Tian (2007). The effects of Ownership concentration on firm's performance. Literature of finance.

