



مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (٢٢) - العدد الرابع - أكتوبر ٢٠٢١



الملكية الحكومية وقيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية
مع إشارة إلى صندوق مصر السيادي للثروة

Government Ownership and Value of the Listed Companies in Egypt with Reference to The Sovereign Fund of Egypt (TSFE)

د. أحمد بخيت محمد أحمد

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة جنوب الوادي

رابط المجلة: <https://jsst.journals.ekb.eg/>



ملخص

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في محاولة اختبار تأثير الملكية الحكومية ودرجة تركزها على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية مع إشارة إلى صندوق مصر السيادي للثروة، وقد قامت الدراسة الميدانية للبحث باستخدام عينة مكونة من عدد (٧٠) شركة من الشركات المقيدة أسهمها بالبورصة المصرية خلال عام ٢٠٢٠ م، وقد استخدم البحث نموذج "Tobin's Q" بغرض قياس قيمة شركات عينة الدراسة الميدانية، وقد توصل البحث إلى وجود تأثير معنوي موجب للملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مع وجود تأثير معنوي موجب للمتغيرات الرقابية أو الضابطة (حجم الشركة، معدل نمو الشركة، الرافعة المالية للشركة) على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، في حين توصل البحث إلى وجود تأثير معنوي سالب لدرجة تركز الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وقد أوصى الباحث بضرورة تطوير الإصدارات المهنية ذات العلاقة مثل: معايير المحاسبة المصرية، المعايير المصرية للمراجعة والفحص المحدود ومهام التأكد الأخرى، قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، وقواعد حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية أخذاً في الحسبان العلاقات التبادلية بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى العلاقات التبادلية بين درجة تركز الملكية الحكومية وقيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مع ضرورة أخذ واضعي السياسات الاستثمارية المصرية تلك العلاقات التبادلية في حسابهم أيضاً، بالإضافة إلى ضرورة تكثيف البحوث المحاسبية المرتبطة بالملكية الحكومية، صندوق مصر السيادي للثروة، وقيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

الكلمات الدالة: الملكية الحكومية، صندوق مصر السيادي للثروة، قيمة الشركة.

Abstract

The main objective of the research was to try to test the impact of government ownership and its concentration degree on value of the listed companies in Egypt with reference to The Sovereign Fund of Egypt (TSFE). A field study was based on a sample of (70) listed companies in Egypt during the year 2020 AD. The research used "Tobin's Q." model to measuring the field study sample companies value. This research finds that there is a positive significant impact of government ownership on value of the listed companies in Egypt, in addition to a positive significant impact of control variables: firm size, firm growth rate, and firm financial leverage on value of the listed companies in Egypt, and a negative significant impact of government ownership concentration degree on value of the listed companies in Egypt. The researcher recommended developing related professional publications for accounting and auditing such: Egyptian Accounting Standards (EAS), Egyptian Standards on Auditing (ESA), Egyptian Exchange Listing Rules, and Governance Rules for listed Companies on the Egyptian Stock Exchange taking into account the interrelationships between government ownership, The Sovereign Fund of Egypt (TSFE), and value of the listed companies in Egypt, in addition to the interrelationships between government ownership concentration degree and value of the listed companies in Egypt, with the need for Egyptian investment policy makers to take these interrelationships into their account, with intensify the research related to the government ownership, The Sovereign Fund of Egypt (TSFE), and value of the listed companies in Egypt.

Keywords: Government Ownership, The Sovereign Fund of Egypt (TSFE), Firm Value.



(١) الإطار العام للبحث

١/١ مقدمة ومشكلة البحث:

يجد الراصد للواقع العملي للاستثمار في جمهورية مصر العربية أن الدولة بإمكاناتها الكبيرة تعد بمثابة مرشح بديهي للمشاركة في امتلاك وتشغيل الكثير من المشروعات ووسائل الإنتاج المختلفة، وعلى مدى العقود الماضية، ومنذ تأسيس الدولة، كانت الحكومة المصرية على الدوام مُشارك رئيس في التنمية الاقتصادية والتشغيل، حيث يفترض أنها كممثل للمصلحة العامة ستدفع تجاه إدارة الموارد لإنشاء وتنمية القيمة لصالح أصحاب المصالح بها، وبناءً عليه، تظهر أهمية بحث العلاقة بين ملكية الدولة (الملكية الحكومية) كشكل من أشكال الملكية الاجتماعية، وقيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبناءً عليه، يجد الراصد للعلاقة بين الشركة وملاكها أن الهدف الجوهرى العام للشركات على المستوى العالمى أصبح انشاء وتنمية القيمة المقدره لأصحاب المصالح بها من خلال انشاء وتنمية القيمة السوقية لها، حيث ان زيادة وعي الشركات بالأهداف التي يجب عليها إنجازها والتي على أساسها يتم تقييم نجاح الإدارة أصبح بداية تحول في فكر إدارة الشركات، وقد أصبح هدف تنمية القيمة أحد أهم الأهداف الاستراتيجية التي ينبغي على إدارة الشركة التركيز عليها.

هذا وتمثل قيمة الشركة حاجسًا كبيرًا لكل أصحاب المصالح بها، مما يضع قرار الاستثمار في الدول النامية في مرتبة القرار الأكثر تعقيدًا من بين كافة القرارات الأخرى (Shimbar, and Ebrahimi, 2020 - Laporsek, et al., 2021)، ويؤكد على كون قيم الشركات هي موضع الاهتمام الأول من قبل أصحاب المصالح الحاليين والمرقبين (Al-Matari, et al., 2014 - Gregory, et al., 2014 - Abolhassani, et al., 2020)، وخاصةً في ظل مشكلات الوكالة والتباين الكبير في قدراتهم واحتياجاتهم من المعلومات (Samonas, et al., 2020)، وترتبط قيمة الشركة بأبعاد كثيرة أهمها قدرتها على استغلال الموارد المتاحة لديها بالشكل الأمثل في مقابل الاستخدامات قصيرة وطويلة الأجل وذلك بغرض إنشاء وتنمية القيمة السوقية لها (Daniel, et al., 2019).

وقد تسببت الانهيارات التي حدثت للكثير من الشركات خلال الفترات الماضية في التركيز على مدى قدرة الممارسات التي تحدث داخل الشركات على تقديم ضمان نسبي لأصحاب المصالح بها على تطور قيمتها السوقية (Carolina, et al., 2017)، ويعد هيكل ملكية الشركة من أهم المحددات التي تؤثر على تلك الممارسات، حيث يمثل المتغير التنظيمي الأكثر تأثيرًا في القيمة السوقية للشركات، ويعبر عن هوية وحجم ممتلكات أصحاب المصالح بها. كما أن هناك حاجة متزايدة وخاصةً في ظل جائحة فيروس كورونا "Covid-19" إلى فحص تأثير الملكية الحكومية ودرجة تركيزها على الشركات وأسواق رأس المال (Chen, et al., 2021). كما ينعكس الارتفاع والانخفاض في قيمة الشركة على مصالح الكثير من اصحاب المصالح بالشركات وقراراتهم المستقبلية، كما يتأثر سلوكهم بمجموعة الإشارات الناتجة من وجود الملكية الحكومية بها، حيث يعد ذلك ضمن مدخلات نماذج اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وتمثل قيمة الشركة الناتج النهائي للقرارات المالية المتخذة من قبل إدارتها، وتتأثر تلك الإدارة كثيرًا بنمط الملكية السائد بها (Boubakri, et al., 2012)، كما تختلف درجة مشاكل الوكالة باختلاف هوية المساهمين بالشركات (Irma, et al., 2020)، كما تختلف الدول فيما بينها من حيث البيئة المؤسسية والسمات التنظيمية (Aguilera, et al., 2020, Kui and Wei, 2021)، وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Lu and Shi, 2012) إلى ضرورة دراسة التأثيرات المختلفة للملكية الحكومية، وذلك كونها بمثابة حلول تكميلية لمشاكل الوكالة التي تؤثر بالنهاية على قيمة السوقية للشركات بسوق المال وخاصة في ظل وجود حوكمة قوية للشركات، كما أشارت دراسة (Suchard, et al., 2021) إلى أن العلاقة بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات ما تزال غير محددة المعالم ويجب فحصها في كل دولة وفقًا لظروفها ومتغيراتها السائدة، وفي ذات السياق، أشارت دراسة (Wenjun, et al., 2021) إلى ضرورة استفادة الدول الناشئة من الدراسات المرتبطة بالملكية الحكومية وقيمة الشركات، ودعت الدراسة إلى مزيد من البحث.

كما أشارت دراسة (Abolhassani, et al., 2020 - Laporsek, et al., 2021) إلى أن الملكية الحكومية والتدخل الحكومي في الشركات لم يحظ بالاهتمام الكافي في ظل تأثيره الكبير على قيمة الشركات وأدائها بأسواق رأس المال، ودعت الدراسة إلى مزيد من البحث لدور الملكية الحكومية في تحسين الأداء المالي للشركات وقيمتها السوقية وكذلك الحد من الفشل المالي بأسواق رأس المال، وأشارت دراسة (Vo, 2018) إلى ضرورة التركيز على دراسة آثار الملكية الحكومية خاصة في الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية، ونوهت دراسة (Sigitas, 2014 - Ng, et al., 2009) إلى أهمية فحص العلاقة السببية فيما بين ملكية الشركات وأدائها وقيمتها السوقية، كما دعت دراسة (Phung and Mishra, 2016) إلى تكثيف البحوث والدراسات المحاسبية الموجهة نحو دراسة تأثير الملكية الحكومية على القيمة السوقية للشركات، وأكدت دراسات (Wei, et al., 2013) - Yu, 2005 على ضرورة العمل على سد الفجوة البحثية والنتائج المتضاربة بشأن العلاقة بين الملكية الحكومية والقيمة السوقية للشركات، كما أوصت دراسة (Phung and Mishra, 2016) بضرورة قيام واضعي السياسات الاستثمارية بالأخذ في الحسبان تأثيرات نمط الملكية الحكومية للشركات على قوة وقيمة وأداء الشركات.

كما يجد الراصد لأسواق رأس المال والاقتصاديات المختلفة أنه ورغم انتشار وكثافة عمليات الخصخصة، إلا أن الملكية الحكومية في زيادة على الجانب الآخر، وكمثال تملكت الحكومات أصول من خلال شراء الأسهم بمبلغ (١,٥٢ ترليون دولار أمريكي) أكثر مما باعتها خلال عمليات الخصخصة بمبلغ (١,٤٨ ترليون دولار أمريكي)، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ م حتى عام ٢٠١٣ م، ويرجع هذا الارتفاع في ملكية الدولة للشركات إلى عدة أسباب لعل أهمها عمليات إنقاذ الشركات التي بدأت مع الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ م، وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Wang and Xiao, 2009) إلى أن ٧٠% من الشركات الصينية المقيدة بأسواق رأس المال بها في النهاية ملكية حكومية، مما يشير إلى وجود انتشار على نطاق واسع للملكية الحكومية.



وبالنسبة للوضع في جمهورية مصر العربية، ينبع الاهتمام بالملكية الحكومية والمتغيرات المرتبطة بها في مصر تزامناً مع ما يحدث حالياً من عمليات إعادة هيكلة وتنظيم الاقتصاد المصري. حيث تعد مصر من الدول النامية التي واجهت إصلاحات اقتصادية سريعة خلال السنوات الأخيرة، والتي جعلها مؤهلة للاستفادة من العلاقات التبادلية فيما بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات العاملة بالسوق (Makhael, 2018)، ويدعم ذلك التوجه استقرار الاقتصاد المصري خلال السنوات الأخيرة وبمعدل نمو يتراوح بين ٣%، ٥% (El-Habashy, 2019)، كما صدر القانون رقم (١٧٧) لسنة ٢٠١٨ م بإنشاء صندوق مصر السيادي للثروة تحت مسمى "صندوق مصر" The Sovereign Fund of Egypt (TSFE)، وقد منح القانون للصندوق في سبيل تحقيق أهدافه الحق في القيام بكافة الأنشطة الاقتصادية والاستثمارية بما في ذلك الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة بأسواق رأس المال وغير المقيدة بها وأدوات الدين وغيرها من الأوراق المالية سواء داخل جمهورية مصر العربية أو خارجها، بالإضافة إلى شراء وبيع واستئجار وتأجير واستغلال الأصول الثابتة والمنقولة والانتفاع بها (القانون رقم (١٧٧)، (٢٠١٨)).

كما وافقت الهيئة العامة للرقابة المالية على تأسيس شركة ذا بيراميد للاستثمار المباشر "The Pyramid Private Equity Co." كأول شركة في السوق المصري تستثمر في الشركات والمشروعات المتوسطة والصغيرة تحت مظلة الهيئة وفقاً لتلك الآلية المستحدثة، وقد صدرت موافقة الهيئة على تأسيسها كشركة توصية بالأسهم وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ م ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً لها، ومن المقرر أن تركز الشركة أنشطتها في مجال الاستثمار في المشروعات والشركات المتوسطة والصغيرة داخل جمهورية مصر العربية، وتستهدف الوصول بحجم استثماراتها إلى أكثر من مليار جنيه بالشراكة مع الكثير من البنوك والشركات الأخرى (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢١، (ب))، كما أعلنت الهيئة العامة للرقابة المالية في شهر مايو من العام الحالي ٢٠٢١ م موافقة مجلس إدارتها على مشروع تعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ م، وذلك بهدف استحداث آليات جديدة للاستثمار الحكومي والتوريق (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢١، (ج)).

وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Abdel-Shahid, 2003) إلى وجود ندرة في الدراسات المصرية التي تناولت تأثير هيكل الملكية وخاصة الملكية الحكومية على قيمة الشركة، ودعت الدراسة إلى مزيد من البحث في هذا الموضوع، كما أشارت دراسة (El-Masry, 2010) إلى ضرورة العمل على سد الفجوة البحثية المرتبطة ببحث التأثيرات المحتملة للملكية الحكومية على أداء وقيمة الشركات خاصة في مصر والدول النامية، كما أكدت دراسة (Brahmana, et al., 2015) على أنه ما تزال هناك حالة من الجدل حول التأثيرات المرتبطة بنمط الملكية الحكومية وصناديق الثروة السيادية على قيمة الشركات وخاصة في الدول النامية ومنها مصر، كما أكدت دراسة (Gira, 2020) على وجوب اهتمام الدول النامية ومنها مصر بدراسة دور صناديق الثروة السيادية في تعزيز الملكية الحكومية، حيث تعمل تلك الصناديق على استبدال الخصخصة بملكية الدولة وتدير مجموعات الأموال المملوكة للدولة في المشروعات المختلفة بها.

ومن الجدير بالذكر أن هناك حالة من الجدل والرؤى المتنوعة بشأن الملكية الحكومية والقيمة السوقية للشركات، حيث يرى البعض وجود تأثيرات إيجابية (Handriani, 2020 - Boubakri, et al., 2021)، ويرى البعض الآخر وجود تأثيرات سلبية (Musallam, 2020 - Laporsek, et al., 2021)، في حين أشارت دراسة (Henryani and Kusumastuti, 2013) إلى عدم وجود تأثير للملكية الحكومية على قيمة الشركة، مما يدعم وجود فجوة بحثية مرتبطة ببحث تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات، ويسعى البحث الحالي إلى المساعدة في توضيح تلك الفجوة. وبناءً عليه، يمكن صياغة مشكلة البحث في السؤال حول: "تأثير الملكية الحكومية ودرجة تركيزها على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟".

٢/١ أهداف البحث:

تم وضع الأهداف الرئيسية للبحث لتحقيق ما يلي:

- (١) عرض وتحليل نتائج الدراسة السابقة المرتبطة بمجال البحث.
- (٢) عرض وتحليل تأثير الملكية الحكومية ودرجة تركيزها على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مع عرض وتحليل ماهية صندوق مصر السيادي للثروة وماهية ومقاييس قيمة الشركة.
- (٣) اختبار تأثير الملكية الحكومية ودرجة تركيزها على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٣/١ أهمية البحث:

يتم عرض أهمية البحث الحالي في مستويين هما:

(١) المستوى النظري:

ينبع الاهتمام بدراسة الملكية الحكومية وقيمة الشركات في مصر تزامناً ما يحدث حالياً من عمليات إعادة هيكلة وتنظيم الاقتصاد المصري، حيث تعد مصر من الدول النامية التي واجهت إصلاحات اقتصادية سريعة خلال السنوات الأخيرة، والتي قد جعلها مؤهلة نسبياً للاستفادة من العلاقات التبادلية فيما بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات العاملة بالسوق، وبالتالي فإن هذا البحث يدعم تلك التحولات الجوهرية التي تحدث حالياً في البيئة المؤسسية المصرية.

كما أن هناك حاجة متزايدة وخاصةً في ظل جائحة فيروس كورونا "Covid-19" إلى فحص تأثيرات الملكية الحكومية المختلفة على الشركات وأسواق رأس المال (Chen, et al., 2021)، وفي هذا السياق، أشارت دراسات (Abolhassani, et al., 2020 - Laporsek, et al., 2021) إلى أن الملكية الحكومية والتدخل الحكومي في الشركات لم يحظ بالاهتمام الكافي في ظل تأثيره الكبير على قيمة الشركات وأدائها بأسواق رأس المال، ودعت الدراسة إلى مزيد من البحث لدور الملكية الحكومية في تحسين الأداء المالي للشركات وقيمتها السوقية وكذلك الحد من الفشل المالي بأسواق رأس المال، كما يفيد البحث بشأن الملكية الحكومية في تحديد مدى الارتباط بين أصول الشركات وأصول الدولة وقيمة هذا الربط في انشاء وتنمية القيمة (Ren, et al., 2009 - Xiao and Zhao, 2012).



وفي ذات السياق السابق، أشارت دراسة (Brahmana, et al., 2015) إلى أنه ما تزال هناك حالة من الجدل والرؤى المتنوعة حول تأثير الملكية الحكومية وصناديق الثروة السيادية على قيمة الشركات، وبناءً عليه، أشارت دراسة (Wenjun, et al., 2021) إلى ضرورة استفادة الدول الناشئة من الدراسات التي أثبتت أن الشركات التي تمتلك المزيد من الملكية الحكومية تظهر أداءً وقيمة أفضل على المدى الطويل، ودعت الدراسة إلى مزيد من البحث في هذا السياق.

وبالإضافة إلى ما سبق، أشارت دراسة (Abdel-Shahid, 2003) إلى وجود قصور أكاديمي وندرة نسبية في الدراسات المصرية التي تناولت تأثير هيكل الملكية وخاصةً الملكية الحكومية على قيمة الشركة، ودعت الدراسة إلى مزيد من البحث في هذا الموضوع، كما يلاحظ أن هناك تباين نظري واضح فيما بين الدراسات التي تناولت التأثيرات المحتملة للملكية الحكومية للشركات على قيمتها السوقية، وفي هذا السياق، قامت دراسات (Haider, et al., 2018 - Ren, et al., 2019 - Handriani, 2020 - Boubakri, et al., 2021) بتبني وجهة نظر تدعم وجود تأثير إيجابي، بينما قامت دراسات (Lazarini and Musacchio, 2018 - Vo, 2019 - Musallam, 2020 - Laporsek, et al., 2021) بتبني وجهة نظر تدعم وجود تأثير سلبي، في حين أشارت دراسة (Henryani and Kusumastuti, 2013) إلى عدم وجود تأثير للملكية الحكومية على قيمة الشركة، وفي هذا السياق، دعت دراسة (El-Masry, 2010) إلى ضرورة العمل على سد الفجوة البحثية المرتبطة ببحث تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات خاصةً في مصر والدول النامية، ويسعى البحث الحالي إلى المساعدة في توضيح تلك الفجوة.

بالإضافة إلى أنه وعلى الرغم من جوهرية موضوع الملكية الحكومية وقيمة الشركات بالنسبة لأصحاب المصالح وعلى رأسهم الشركة ذاتها، إلا أنه لم ينل الاهتمام الكافي خاصةً في البيئة المصرية، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الندرة النسبية في الدراسات المرتبطة بهذا الموضوع، وفي حدود علم الباحث، ووفقاً لتاريخ بداية العمل، يعد هذا البحث الأول في الاختبار المباشر لتأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية مع إشارة إلى صندوق مصر السيادي للثروة.

(٢) المستوى التطبيقي:

يسعى هذا البحث إلى توفير دليل ميداني ملائم لمساعدة أصحاب المصالح بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الملائمة أخذاً في الحسبان التأثيرات المحتملة للملكية الحكومية على قيمة الشركات محل الاهتمام كمدخلات لنماذج اتخاذ قراراتهم، ولتوفير ذلك قام البحث الحالي باستخدام نموذج "Tobin's Q"، حيث أكدت دراسات (Oyakhilome, and Daniel, et al., 2019 - Fellicia, 2018) على أهمية وملاءمة هذا النموذج لقياس القيمة السوقية للشركات حيث أنه يتلافى الكثير من المشاكل المصاحبة لطرق القياس الأخرى المستخدمة في هذا الشأن.

كما يسعى البحث الحالي إلى توفير دليل ميداني ملائم لمساعدة القائمين على وضع وتطوير معايير المحاسبة والمراجعة وقواعد الحوكمة وقواعد القيد بشأن مدى الحاجة إلى تعديل تلك المرتبطة منها بهيكل الملكية بشكل عام والملكية الحكومية بشكل خاص، بالإضافة إلى تحديد مدى الحاجة إلى تطوير آليات حماية المستثمرين وباقي أصحاب المصالح لتلافي التأثيرات السلبية المحتملة للملكية الحكومية.

كما يسعى البحث الحالي أيضاً إلى توفير دليل ميداني ملائم لمساعدة القائمين على وضع السياسات الاستثمارية لتحديد الدرجة الملائمة لتركز الملكية الحكومية بالشركات، والتي تدفع نحو المستويات المثلى من الأداء وكفاءة الاستثمار وإنشاء وتنمية قيمة الشركات المصرية.

٤/١ حدود البحث:

يركز البحث الحالي على دراسة تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وبناءً عليه، يخرج عن نطاقه دراسة تأثير الأنواع الأخرى من هياكل الملكية.

٥/١ تنظيم البحث:

جاء تنظيم هذا البحث بغرض تحقيق أهدافه المشار إليها سابقاً، كالاتي:

- (١) الإطار العام للبحث.
- (٢) الإطار النظري للبحث.
- (٣) منهجية الدراسة الميدانية.
- (٤) تحليل البيانات واختبار الفرضيات.



(٢) الإطار النظري للبحث

١/٢ الدراسات السابقة:

توصلت الدراسات الموجهة نحو اختبار العلاقة بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات إلى نتائج متباينة، وقد يرجع هذا التباين إلى المتغيرات المرتبطة باختلاف الفترات الزمنية وبيئة الدراسة، وفي هذا السياق توصلت مجموعة من الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات، وكمثال، قامت دراسة (Abrazaka, et al., 2008) بتقصي طبيعة العلاقة بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات المقيدة في بورصة كوالالمبور الماليزية، وقد تمت الدراسة على عينة مكونة من عدد (٢١٠) شركة خلال الفترة من عام ١٩٩٥ م حتى عام ٢٠٠٥ م، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الحكومية وقيمة الشركة، وفحصت دراسة (Irina and Nadezhda, 2009) العلاقة بين ملكية الدولة وقيمة الشركات لعينة مكونة من عدد (٢٧٠) شركة مقيدة في بورصة فرانكفورت الألمانية خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ م حتى عام ٢٠٠٦ م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن ملكية الدولة تؤثر بالإيجاب على قيمة الشركة، وركزت دراسة (Wu, 2011) على استكشاف تأثير الملكية الحكومية لعينة مكونة من عدد (٦٨) شركة يونانية على قيمتها السوقية، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٩٩ م حتى عام ٢٠٠٣ م، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات التايوانية، بينما اعتمدت دراسة (Ting, et al., 2018) على عينة مكونة من عدد (١٨٣) شركة مقيدة في البورصة الماليزية خلال الأعوام من عام ٢٠٠٢ م حتى عام ٢٠١١ م، وذلك لفحص تأثير الملكية الحكومية للشركات الماليزية على أدائها وقيمتها السوقية، وقد أشارت النتائج أنه رغم أن ملكية الحكومة قد تكون ضارة نسبياً بالشركات، إلا أنها تعمل على حماية ثروة المستثمرين وبقاء تلك الشركات مستقرة على المدى الطويل.

وفي ذات السياق السابق، أشارت نتائج دراسة (Li, et al., 2009) إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الحكومية لعينة مكونة من عدد (١٠٣٤) من الشركات الصينية وقيمتها، حيث أشارت الدراسة إلى أن أي مستوى ملائم للملكية الحكومية يعمل غالباً على تحسين قيمتها السوقية، في حين تناولت دراسة (Zeitun and Mubarak, 2012) فحص تأثير الملكية الحكومية على قيمة وأداء عينة مكونة من عدد (١٩١) شركة من شركات دول مجلس التعاون الخليجي (قطر، المملكة العربية السعودية، عمان، البحرين، الكويت)، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٩٩ م حتى عام ٢٠٠٦ م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للملكية الحكومية على قيمة وأداء شركات مجلس التعاون الخليجي، كما استهدفت دراسة (Beuselinck, et al., 2017) بحث قيمة الملكية الحكومية للشركات الأوروبية خلال الأزمة المالية العالمية، وقد اشتملت الدراسة الميدانية على عينة مكونة من عدد (٤٧٣٧) من الشركات المدرجة في (٢٨) دولة أوروبية خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ م وحتى عام ٢٠٠٩ م، وقد أشارت النتائج إلى أنه وخلال الأزمة المالية العالمية شهدت تلك الشركات انخفاض أقل في قيمتها مقارنةً بالشركات الأخرى.

وبالإضافة إلى ما سبق، اتجهت دراسة (Hsiang-Tsai and Yu-Chen, 2013) لفحص تأثير الملكية الحكومية لعينة مكونة من عدد (٣٣٠) من الشركات التايوانية على قيمتها السوقية خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ م حتى عام ٢٠٠٩ م، وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات التايوانية وذلك نتيجة فعالية الإشراف والرقابة في ظل ملكية الحكومة، كما أشارت نتائج دراسة (Brahmana, et al., 2015) إلى أن قيمة الشركات ذات الملكية الحكومية وأدائها تكون أفضل مقارنةً بالشركات العائلية المقيدة في اندونيسيا خلال الفترة من عام ٢٠٠٦ م حتى عام ٢٠١٠ م، كما استخدمت دراسة (Do and Pham, 2016) شركة مقيدة في البورصة الفيتنامية خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ م حتى عام ٢٠١٥ م، وذلك لفحص الملكية الحكومية ودورها في تحسين قيمة الشركة، وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية بين ملكية الدولة وقيمة الشركة، في حين اهتمت دراسة (Phung and Mishra, 2016) بتحديد تأثير هيكل الملكية على قيمة الشركة، وقد أجريت الدراسة الميدانية على عينة مكونة من عدد (٢٧٤٤) شركة مقيدة في البورصة الفيتنامية خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ م حتى عام ٢٠١٢ م، وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية فيما بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات الفيتنامية، وفي ذات السياق، طبقت دراسة (Haider, et al., 2018) دراستها الميدانية على عينة مكونة من عدد (٨٢٣٢) شركة من (٨١) دولة، وذلك لفحص تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات في أسواق رأس المال، وقد أشارت نتائج الدراسة الميدانية إلى وجود علاقة إيجابية فيما بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات، وذلك نتيجة انخفاض القيود المالية وتأثيراتها.

وعلى عكس النتائج السابقة، توصلت مجموعة أخرى من الدراسات إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات، وكمثال، قامت دراسة (Wei, et al., 2005) ببحث العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركات الصينية خلال الفترة من عام ١٩٩١ م وحتى عام ٢٠٠١ م، وذلك على عينة قوامها (٥٢٨٤) شركة حكومية مخصصة جزئيًا، وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين ملكية الدولة وقيمة تلك الشركات، كما أشارت نتائج دراسة (Lin, et al., 2009) إلى ارتباط كفاءة وقيمة الشركة سلبًا بالملكية الحكومية لعينة قوامها (٤٦١) شركة مساهمة صينية مدرجة بالبورصة خلال الفترة من ١٩٩٩ م حتى ٢٠٠٢ م، كما هدفت دراسة (Mollah, et al., 2012) إلى فحص تأثير هيكل الملكية على أداء الشركات وقيمتها السوقية، وذلك على عينة مكونة من عدد (١٩) شركة بتسوانية خلال الفترة من ٢٠٠٠ م حتى عام ٢٠٠٧ م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية الحكومية للشركات وأدائها وقيمتها السوقية مقاسةً بالقيمة السوقية للأسهم، وركزت دراسة (Chiang and Cheng, 2013) على بيان العلاقة بين ملكية الدولة وقيمة عينة قوامها (٣٣٠) شركة غير مقيدة في تايوان خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ م حتى عام ٢٠٠٩ م، وقد أوضحت الدراسة وجود علاقة سلبية فيما بين ملكية الدولة وقيمة الشركات التايوانية، في حين فحصت دراسة (Laporsek, et al., 2021) العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركات السلوفينية المقيدة بالبورصة خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ م وحتى عام ٢٠١٧ م، وقد أشارت النتائج إلى الشركات المملوكة للدولة أقل ربحية من نظيرتها المملوكة للقطاع الخاص، كما أن هناك علاقة سلبية فيما بين الملكية الحكومية وقيمة وأداء الشركات السلوفينية.



وخلالاً لنتائج مجموعتي الدراسات السابق ذكرها والتي توصلت إلى وجود علاقة سواءً إيجابية أو سلبية فيما بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات، توصلت دراسة (Henryani and Kusumastuti, 2013) إلى عدم وجود علاقة فيما بين الملكية الحكومية وقيمة عينة مكونة من عدد (١٨٢) شركة مقيدة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ م وحتى عام ٢٠١١ م. وبالإضافة إلى ما سبق، ركزت مجموعة أخرى من الدراسات على فحص العلاقة بين درجة تركيز الملكية الحكومية وقيمة الشركات، وكمثال، اتجهت دراسة (Abdel-Shahid, 2003) لفحص تأثير هيكل الملكية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك على عينة مكونة من عدد (١٨٥٧) شركة مدرجة في عدد (٢٢) اقتصاد ناشئ خلال عام ٢٠٠٠ م، وتشير نتائج الدراسة إلى وجود تأثير كبير لنسبة الملكية المشتتة على قيمة الشركة، كما حاولت دراسة (Ng, et al., 2009) فحص محددات الملكية الحكومية وتأثيرها على قيمة عينة مكونة من عدد (٤٣١٥) شركة صينية مخصصة خلال الفترة من عام ١٩٩٦ م حتى عام ٢٠٠٣ م، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي تسيطر عليها الدولة تظهر قيمة أعلى من ذات الملكية المختلطة، كما أكدت النتائج على وجود علاقة سببية بين الملكية والأداء، كما وجدت دراسة (Kong, et al., 2020) علاقة سلبية غير خطية لتركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات غير المالية المدرجة في بورصتي شنغهاي وشينزن بالصين خلال الفترة من عام ٢٠١٠ م حتى عام ٢٠١٦ م.

وفي ذات السياق السابق، هدفت دراسة (Yu, 2013) إلى فحص العلاقة بين الملكية الحكومية وقيمة وأداء عينة مكونة من عدد (١٠٦٣٩) من الشركات المدرجة في البورصة الصينية خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ م حتى عام ٢٠١٠ م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية، حيث وجدت الدراسة علاقة طردية معنوية بين الملكية الحكومية والقيمة والأداء، بينما وجدت الدراسة علاقة معنوية عكسية بين القيمة المربعة للملكية الحكومية والقيمة والأداء، كما ركزت دراسة (Irma, et al., 2020) على اختبار العلاقة بين الملكية الحكومية وأداء وقيمة الشركات، وتضمنت الدراسة الميدانية عينة مكونة من عدد (٣٨٩) شركة غير مالية من دول مجلس التعاون الخليجي (قطر، المملكة العربية السعودية، عمان، البحرين، الكويت)، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ م حتى عام ٢٠١٥ م، وقد أشارت نتائج الدراسة الميدانية إلى وجود تأثير سلبي لزيادة نسبة الملكية الحكومية بالشركة، بينما ينخفض هذا التأثير السلبي حينما تمتلك الحكومة ما بين ١٥ % إلى ٥٠ % فقط من الأسهم، كما كانت دراسة (Liu, 2018) قد توصلت سابقاً إلى نفس نتائج الدراسة السابقة، وفي سياق متصل، قامت دراسة (Musallam, 2020) بتحليل تأثير التجانس الداخلي لنمط الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة الاندونيسية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من عدد (١٣٩) شركة غير مالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ م وحتى عام ٢٠١٣ م، وقد أظهرت نتائج الدراسة الميدانية وجود تأثير سلبي كبير للملكية الحكومية على قيمة الشركات الاندونيسية، مما يعنى أنه ومع زيادة قيمة الحصص المملوكة للدولة الاندونيسية تميل قيمة الشركات إلى الانخفاض، حيث وجدت الدراسة أن طبيعة العلاقة الموجودة بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات تأخذ شكل حرف U.

٢/٢ الملكية الحكومية وقيمة الشركات:

يمكن تحليل العلاقة بين الملكية الحكومية ودرجة تركزها وقيمة الشركات من خلال الآتي:

١/٢/٢ ماهية العلاقة بين الملكية الحكومية ودرجة تركزها وقيمة الشركات:

يجد الراصد للعلاقة بين الشركة وملاكها أن الهدف الجوهرى العام للشركات على المستوى العالمى أصبح انشاء وتنمية القيمة المقدره لأصحاب المصالح بها من خلال تعظيم القيمة السوقية لها. حيث تمثل قيمة الشركة الناتج النهائي للقرارات المالية المتخذة من قبل إدارتها، وتتأثر تلك الإدارة كثيرًا بنمط الملكية السائد بها (Boubakri, et al., 2012)، كما تعد المتغيرات المرتبطة بقيمة الشركة من الموضوعات الجوهرية التي يجب التركيز عليها، حيث تؤثر القرارات المالية في مجملها على قيمة الشركات في نهاية الأمر، ويتأرجح الاهتمام بدراسة قيمة الشركات فيما بين حساب تكلفة الأموال، وتحديد مدى تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك (Sigitas, 2014).

وفي مصر، تمتلك الدولة أسهم الشركات سواءً بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال بعض الشركات القابضة المملوكة لها، وعلى النقيض من النظرة التقليدية بأن ملكية الدولة تعد سبباً لانخفاض كفاءة الشركة، وبالتالي قيمتها السوقية، إلا أنه وخلال ملكية الدولة المصرية لتلك الشركات تكتسب الأطراف الداخلية بها دور رقابي فعال بسبب تعيينهم بشكل مباشر من قبل الحكومة (عفيفي، ٢٠١٣)، وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Rasli, et al., 2013) إلى أنه يجب التفرقة بين نوعين من الملكية الحكومية، حيث يمثل النوع الأول في الملكية الموجهة بالربح ويعد فيها العائد على الاستثمار هو الهدف الاستثماري الأساسي، في حين يكون النوع الثاني غير موجه بالربح ويعطي الأولوية للتنمية الاجتماعية والاقتصادية، وعادة ما يرتبط النوع الثاني بأوجه عدم الكفاءة نتيجة البيروقراطية والتدخل السياسي في إدارة الشركات. ولعل من أهم ما يدعم الملكية الحكومية العمل في بيئة احتكارية أو شبه احتكارية مدعومة حكوميًا، ومزايا السياسات الحكومية للقرب من دوائر صنع القرار، وعلى العكس مما سبق، قد يؤدي اختيار أفراد الإدارة من أهل الثقة منخفضي الخبرة والكفاءة وتفضيل النواحي الاجتماعية والسياسية إلى تأثيرات سلبية.

وبناءً عليه، يجد الباحث حالة من الجدل والرؤى المتنوعة حول ماهية العلاقة بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات، حيث يرى البعض أن الملكية الحكومية تمتلك بعض المزايا التي تؤهلها لدفع قيمة الشركة إلى الأمام، وكمثال، أشارت دراسة (Ting, et al., 2018) إلى أن الملكية الحكومية تعمل على حماية ثروة المستثمرين، وتوفر ضمانات نسبية لاستمرارية الشركات على المدى الطويل، كما أكدت دراسة (Hsiang-Tsai and Yu-Chen, 2013) على فعالية عمليات الإشراف والرقابة على الشركات المملوكة ملكية حكومية مما يؤثر بالإيجاب في ضبط ادائها وزيادة قيمتها السوقية، كما أشارت دراسة (Boubakri, et al., 2018) إلى التقييمات السوقية المرتفعة من قبل المستثمرين وحملة الأسهم للشركات المملوكة نسبيًا للحكومة، كما أن هناك ارتباط بين الملكية الحكومية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بأسواق رأس المال نتيجة مما تقدمه الملكية الحكومية من ضمانات متعددة للإنقاذ (Ding, et al., 2020).



ويفترض أن تواجه الشركات المملوكة ملكية حكومية قيودًا مالية أقل من غيرها من الشركات، كما أن تأثير القيود المالية إن وجدت فهو تأثير غير جوهري، كما يفترض أيضًا أن الملكية الحكومية للشركات تساعدها في توفير التمويل والسيولة عن غيرها من الشركات المملوكة ملكية خاصة (Chen, et al., 2021)، حيث وجدت دراسة (Boubakri, et al., 2021) علاقة طردية بين الملكية الحكومية للشركات وسيولة أسهمها، كما يفترض تمتع الشركات ذات الملكية الحكومية بهيكل تمويلي أكثر تنوعًا من الشركات الأخرى، كما أشارت دراسة (Do and Pham, 2016) إلى قدرة الشركات المملوكة للدولة بشكل أو بآخر على إدارة النقدية المحتفظ بها بدرجة أكبر من غيرها من الشركات، كما أشارت دراسة (Vo, 2018) إلى أن الشركات ذات الملكية الحكومية الأعلى تميل عادةً إلى القيام بأنشطة أقل مخاطرة من غيرها، وفي ذات السياق، أشارت دراسة (Beuselincx, et al., 2017) إلى أنه وخلال الأزمة المالية العالمية شهدت الشركات الأوروبية انخفاضًا أقل في قيمها مقارنةً بالشركات غير المملوكة ملكية حكومية.

كما يسهم زيادة نفوذ وملكية الحكومة في الشركات في تخفيض الدوافع والميول الانتهازية لإدارتها (Xiao, et al., 2004 - Vu, et al., 2011)، وعليه، ترى دراسة (Pargendler, 2012) أن ملكية الدولة الكاملة للشركة تؤدي إلى حل مشاكل الوكالة التي تنشأ عادةً من تعدد الملكية، كما تؤدي الملكية الكاملة للدولة إلى تحفيز دوافع تحقيق كفاءة إدارة الشركة وذلك عن طريق تطبيق نظام قانوني يزيد من قيمتها، كما تفترض دراسة (Buck, et al., 2008) أن الدولة تتصرف كمالك استراتيجي كبير لحماية استثماراتها من خلال مراقبة المديرين لاتخاذ قرارات ملائمة تزيد من قيمة الشركة، وذلك بغرض زيادة الأرباح وحصص مبيعات الأصول والإيرادات الضريبية، وفي هذا السياق، توصلت دراسة (Maaloul, et al., 2018) إلى أن البعد الحكومي لبعض مديري الشركات يؤثر إيجابيًا على أدائها المالي وقيمتها السوقية، وذلك نتيجة المنافع المترتبة على قوة هؤلاء المديرين وعلاقاتهم ونفوذهم، كما أشارت دراسة (Siregar and Utama, 2008) إلى أن الملكية الحكومية للشركات تعمل على تحسين حماية المديرين من نظام السوق ومتغيراته ومخاطره، وبالتالي فإنها تؤثر بالإيجاب على كفاءة وقيمة تلك الشركات، في حين أشارت دراسات (Du and Boateng, 2015 - Ren, et al., 2019) إلى أن الملكية الحكومية للشركات تعمل على إنشاء روابط دائمة فيما بين أصول الشركة وأصول الدولة، كما تحفز الشركات على تطوير قدراتها الديناميكية للوصول الي الموارد داخل وخارج الدولة.

وبناءً على وجهة النظر والرؤى السابقة، دعت دراسة (Wenjun, et al., 2021) إلى ضرورة استفادة الدول الناشئة من الدراسات التي أثبتت أن الشركات التي تمتلك المزيد من الملكية الحكومية تظهر أداءً وقيمة أفضل على المدى الطويل، ودعت الدراسة إلى مزيد من البحث في هذا المجال، كما أوصت دراسة (Phung and Mishra, 2016) بضرورة قيام واضعي السياسات الاستثمارية بتشجيع نمط الملكية الحكومية للشركات لما لها من آثار إيجابية على قوة وقيمة وأداء تلك الشركات.

وعلى العكس مما سبق، يرى البعض الآخر أن الملكية الحكومية تمتلك بعض السلبيات التي تؤهلها لدفع قيمة الشركة إلى الخلف، وكمثال، ترى دراسات (Tian and Estrin, 2008 - Mykhayliv and Zauner, 2013) أن ملكية الحكومة للشركات لا تسمح لها بمراقبة الإدارة كما يظن البعض، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض أداء وقيمة الشركة، ودعت الدراسات السابقة إلى التوسع في خصخصة الشركات لزيادة أدائها وقيمتها، كما أشارت دراسة (Li, et al., 2021) إلى أن مديري الشركات ذات الملكية الحكومية لديهم حافز أقل للحفاظ على ارتفاع أسعار الأسهم وتحقيق عوائد غير عادية، كما أرجعت دراسات (Lazarini and Musacchio, 2018 - Laporsek, et al., 2021) ضعف كفاءة الشركات ذات الملكية الحكومية إلى الافتقار إلى الحوافز الممنوحة للمديرين مقارنةً بالحوافز المتاحة في الشركات المملوكة ملكية غير حكومية، في حين أشارت دراسة (Wei, et al., 2005) إلى وجود تفاوت واضح بين حقوق التدفق النقدي والرقابة في وجود ملكية حكومية مرتفعة، مما يؤدي إلى عدم فعالية عمليات الرقابة وزيادة التأثيرات السياسية، مما يؤدي أيضًا إلى مشاكل عدم تماثل المعلومات وارتفاع تكاليف الوكالة مما يؤثر سلبيًا بدوره على قيمة الشركة.

كما أشارت دراسة (Vo, 2019) إلى ارتباط الملكية الحكومية للشركات بالمستويات المنخفضة من كفاءة الاستثمار، حيث تعمل الملكية الحكومية على دفع الشركات بعيدًا عن المستوى الأمثل للاستثمار مما يعمل في النهاية على التأثير السلبي على القيمة السوقية لها، كما وجدت دراسة (Borisova, et al., 2015) دليل ميداني يدعم أن الملكية الحكومية ترتبط بتشوهات استثمارية وتكلفة أعلى للديون، وعليه، أكدت دراسة (Abramov, et al., 2017) على وجود دليل ميداني يدعم أن الملكية الحكومية ذات تأثير سلبي على خصائص الكفاءة المكونة لقيمة الشركات وأدائها، حيث تؤدي زيادة الملكية الحكومية إلى انخفاض إنتاجية العمل وربحيته، كما أكدت دراسة (Kong, et al., 2020) على أن التأثير السلبي لتركز الملكية يكون أضعف في حالة غياب ملكية الدولة للشركات.

كما يفترض تفضيل الملكية الخاصة في مقابل الملكية الحكومية في حالة بيئة الأعمال المحفوفة بالمخاطر، وحالة كون المدير أكثر أهمية من المالك (Jiang and Wang, 2017)، كما وجدت دراسة (Lin, et al., 2009) أن الملكية الحكومية غالبًا ما تكون مسبب رئيس لانخفاض قيمة الشركة، وذلك لأسباب أهمها التدخل البيروقراطي وضعف الحوافز الإدارية، وتعارض الأهداف، ومن وجهة نظر أخرى، ترى دراسة (Tian and Estrin, 2008) أن هناك علاقة غير خطية بين الملكية الحكومية وقيمة الشركة، حيث تنخفض قيمتها مع زيادة الملكية الحكومية للأسهم إلى حد معين ثم تزيد مع زيادة ملكيتها، وذلك بسبب انتقال نمط الإدارة من القبضة الكاملة إلى مد يد العون والمساعدة للشركة، وفي سياق متصل، قامت دراسة (Musallam, 2020) بتحليل تأثير التجانس الداخلي لنمط الملكية الحكومية على قيمة الشركات وقد أكدت الدراسة أنه ومع زيادة قيمة الحصص المملوكة للدولة تميل قيمة الشركات إلى الانخفاض، حيث وجدت الدراسة أن طبيعة العلاقة الموجودة بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات تأخذ شكل حرف U.



٢/٢/٢ ماهية صندوق مصر السيادي للثروة:

ينبع الاهتمام بالملكية الحكومية والمتغيرات المرتبطة بها في مصر تزامناً مع ما يحدث حالياً من عمليات إعادة هيكلة وتنظيم الاقتصاد المصري. حيث تعد مصر من الدول النامية التي واجهت إصلاحات اقتصادية سريعة خلال السنوات الأخيرة، والتي جعلها مؤهلة للاستفادة من العلاقات التبادلية فيما بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات العاملة بالسوق (Makhael, 2018)، ويدعم ذلك التوجه استقرار الاقتصاد المصري خلال السنوات الأخيرة وبمعدل نمو اقتصادي يتراوح بين ٣%، ٥% (El-Habashy, 2019)، كما يدعم ذلك التوجه أيضاً ما تم ذكره في مقدمة هذا البحث بشأن قرار الهيئة العامة للرقابة المالية بتأسيس شركة ذا بيراميد للاستثمار المباشر (The Pyramid Private Equity Co.) (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢١، (ب))، وتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ م، وذلك بهدف استحداث آليات جديدة للاستثمار الحكومي والتوريق (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢١، (ج)).

وفي هذا السياق، كانت مؤسسة "سناندرد أند بورز" قررت في مايو ٢٠٢١ م الإبقاء على التصنيف الائتماني لمصر بالعملتين المحلية والأجنبية كما هو دون تعديل عند مستوى "B" مع الإبقاء أيضاً على النظرة المستقبلية المستقرة للاقتصاد المصري "Stable Outlook"، للمرة الثالثة على التوالي منذ بداية أزمة فيروس كورونا "Covid-19"، وقامت مؤسسة "موديز" للتصنيف الائتماني أيضاً في سبتمبر ٢٠٢١ م بتثبيت التصنيف الائتماني لمصر عند مستوى "B2"، مع الإبقاء على النظرة المستقبلية المستقرة للاقتصاد المصري، كما أكدت مؤسسة "فيتش" في مارس ٢٠٢١ م التصنيف الائتماني لمصر "B+" مع نظرة مستقبلية مستقرة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢١، (أ)).

وفي ذات السياق السابق، صدر القانون رقم (١٧٧) لسنة ٢٠١٨ م بإنشاء صندوق مصر السيادي للثروة تحت مسمى "صندوق مصر"، والذي يمكن بيان ماهيته من خلال النقاط الآتية (القانون رقم (١٧٧)، ٢٠١٨):

- يبلغ رأسمال الصندوق ٢٠٠ مليار جنيه مصري، وذلك للتأكيد على قوة وحجم وملاءة الصندوق، ويبلغ رأس المال المصدر ٥ مليار جنيه مصري يتم سدادها من الخزانة العامة للدولة، ويدفع منه عند تأسيس الصندوق مبلغ مليار جنيه مصري، ويسدد باقي المبلغ المحدد وفقاً لخطط المحافظ الاستثمارية المقدمة من الصندوق خلال فترة ٣ سنوات من تاريخ التأسيس.

- يهدف الصندوق إلى المساهمة في خطط التنمية الاقتصادية المستدامة من خلال إدارة أمواله وأصوله واستغلالها بشكل أمثل، وذلك وفقاً لأفضل المعايير والقواعد الدولية لتعظيم قيمتها من أجل الأجيال القادمة، وللصندوق في تحقيق ذلك التعاون والمشاركة مع الصناديق العربية والأجنبية النظيرة والمؤسسات المالية المختلفة.

- للصندوق في سبيل تحقيق أهدافه القيام بكافة الأنشطة الاقتصادية والاستثمارية بما في ذلك:

- (١) المساهمة بمفرده أو مع غيره من الكيانات في تأسيس الشركات أو زيادة رؤوس أموالها.
- (٢) الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة بأسواق رأس المال، وأدوات الدين وغيرها من الأوراق المالية داخل مصر أو خارجها.
- (٣) الحصول على التسهيلات الائتمانية والاقتراض وإصدار صكوك التمويل والسندات وغيرها من أدوات الدين.
- (٤) شراء وبيع واستئجار وتأجير واستغلال الأصول المنقولة والثابتة والانتفاع بها.
- (٥) ضمان صناديق الاستثمار والشركات التابعة التي يملكها أو يساهم فيها مع الغير وإقرانها.

- تتكون الموارد الأساسية للصندوق مما يلي:

- (١) رأس مال الصندوق.
- (٢) الأصول التي تنتقل ملكيتها للصندوق وفقاً لأحكام القانون.
- (٣) العائد من استغلال أصوله واستثمار أمواله.
- (٤) القروض والتسهيلات، وحصيلة إصدار السندات والأدوات المالية الأخرى.
- (٥) الموارد الأخرى التي تقر من مجلس الإدارة، ويصدر بها قرار من رئيس مجلس الوزراء.

وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Kubo and Viet, 2019) إلى أن الشركات ترتبط بالأداء الأعلى والقيمة السوقية الأفضل لدى أصحاب المصالح عندما ترتبط بالملكية الحكومية في شكل صناديق الثروة السيادية، وذلك نظراً لما تقدمه تلك الصناديق من دعائم متنوعة للكفاءة وإنشاء وتنمية القيمة، كما أشارت دراسة (Grira, 2020) إلى أهمية صناديق الثروة السيادية في تعزيز الملكية الحكومية والقيم السوقية للشركات على حدٍ سواء، حيث تعد الملكية الحكومية سمة مميزة لها عن المؤسسات الاستثمارية الأخرى، وتعمل تلك الصناديق على استبدال الخصخصة بملكية الدولة فهي تدير مجتمعات الأموال المملوكة للدولة في المشروعات المختلفة بها.

٣/٢/٢ ماهية ومقاييس قيمة الشركات:

يجد المراجع للأدب المحاسبي عدم اتفاق الدراسات السابقة على مفهوم محدد لقيمة الشركة، حيث تأرجحت معاني قيمة الشركة فيما بين: القيمة السوقية للأصول، فرص النمو المستقبلية، الأداء، عوائد الأسهم. وقد عرفت المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت القيمة بأنها المقابل المالي المقدر كسعر عادل للمنشأة محل التقييم (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧)، كما اتفقت الدراسات المرتبطة بعلماء التمويل على أن القيمة المتوقعة للشركات هي محصلة للقرارات والتصرفات المالية المنعكسة من خلال هيكل ملكيتها وخاصةً مع ارتباط تلك القرارات والتصرفات المالية بالمخاطرة والعائد وسيادة فرضية تعارض المصالح (Boubakri, et al., 2012)، وبناءً على ما سبق، ترتبط قيمة الشركة بمجموعتين من الأهداف، تتمثل المجموعة الأولى في تحقيق نمو في نسبة المبيعات مع تحقيق أو تجاوز المستويات القياسية للأرباح، في حين تتمثل المجموعة



الثانية في تحقيق نمو في أصول الشركة وقيمتها السوقية مقارنةً بالقيمة الدفترية لحقوق ملكيتها (Al-Matari, et al., 2014).

هذا، وتتعدد الأساليب الكمية التي يمكن استخدامها لقياس قيمة الشركات (عبد الرحيم، ٢٠٠٧)، وعليه، أكدت دراسة (Lim, et al., 2011) على أن هناك حالة من الجدل حول استخدام المقاييس السوقية أم المقاييس المحاسبية لقياس الأداء المالي للشركات، إلا أن الأخيرة تعتمد على الأداء التاريخي وتتجاهل الكثير من المتغيرات المؤثرة.

وبمراجعة الأدب المحاسبي، يمكن تقسيم مقاييس الأداء المالي للشركات إلى ثلاث مجموعات، يمكن عرضها على النحو الآتي (Lim, et al., 2011; Al-Matari, et al., 2014):

(١) مجموعة المقاييس الموجهة بالقياس المحاسبي:

مثل معدل العائد على الأصول، والعائد على المبيعات والعائد على حقوق الملكية، وقد وجهت لتلك المقاييس انتقادات تتعلق بتأثير الاختلافات المحاسبية، وقد تم استخدامها بشكل كبير من خلال الدراسات السابقة.

(٢) مجموعة المقاييس الموجهة ببيانات السوق:

وترتبط تلك المقاييس بتقييم قيمة الشركات على المدى الطويل، ومن أهم هذه المقاييس مقياس أو نموذج "Tobin's Q"، والقيمة السوقية المضافة، وقد أكدت دراسة (Daniel, A., et al., 2019) على أهمية وملاءمة نموذج "Tobin's Q" لغرض قياس القيمة السوقية للشركات، كما أكدت دراسة (Oyakhilome, W., and Fellicia, O., 2018) على أن هذا النموذج يتلافى الكثير من المشاكل التي تصاحب طرق القياس الأخرى التي تستخدم في هذا الشأن، ويعد نموذج "Tobin's Q" الأكثر ملاءمةً لقياس قيمة الشركة من وجهة نظر أصحاب المصالح بها، وذلك لاعتماده على الأسعار السوقية للأسهم كقياس طويل الأجل - (Crisostomo, et al., 2011 - Servaes and Tamayo, 2013 - Thanatawee, 2014).

وللأسباب سالف الذكر اعتمد الباحث على نموذج "Tobin's Q" في قياس قيمة الشركات المتضمنة في عينة الدراسة الميدانية.

(٣) مقاييس أخرى:

وتمثل المقاييس الأخرى التي لا تندرج تحت مجموعتي المقاييس السابقتين مثل معدل تكلفة الخدمات المقدمة للعميلة / العميل، ومعدل الإنتاجية.

(٣) منهجية الدراسة الميدانية

١/٣ فرضيات الدراسة الميدانية:

١/١/٣ الفرضية الأولى:

توصلت الدراسات الموجهة لاختبار تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات إلى نتائج متباينة، وفي هذا السياق توصلت دراسات (Haider, et al., 2018 - Ren, et al., 2019 - Handriani, 2020 - Boubakri, et al., 2021) إلى وجود تأثير إيجابي للملكية الحكومية على قيمة الشركات، بينما توصلت دراسات (Lazzarini and Musacchio, 2018 - Vo, 2019 - Musallam, 2020 - Laporsek, et al., 2021) إلى وجود دليل ميداني يدعم وجود تأثير سلبي للملكية الحكومية على قيمة الشركات، بينما أشارت نتائج دراسة (Henryani and Kusumastuti, 2013) إلى عدم وجود تأثير للملكية الحكومية على قيمة الشركات.

وبناءً عليه، قام الباحث بصياغة الفرضية الأولى للدراسة كما يلي:

H₀₁: لا يوجد تأثير معنوي للملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٢/١/٣ الفرضية الثانية:

توصلت الدراسات الموجهة لاختبار تأثير درجة تركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات إلى نتائج متباينة، وفي هذا السياق توصلت دراسات (Beuselinck, et al., 2017 - Kubo and Viet, 2019) إلى وجود تأثير إيجابي لدرجة تركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات، بينما توصلت دراسات (Irma, et al., 2020 - Kong, et al., 2020) إلى وجود دليل ميداني يدعم وجود تأثير سلبي لدرجة تركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات.

وبناءً عليه، قام الباحث بصياغة الفرضية الثانية للدراسة كما يلي:

H₀₂: لا يوجد تأثير معنوي لدرجة تركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٢/٣ النماذج المستخدمة في الدراسة:

١/٢/٣ النموذج الأول:

يهدف النموذج الأول المستخدم في الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمدرجة في عينة الدراسة الميدانية، ويتكون النموذج الأول للدراسة مما يلي:

$$FV_{it} = B_0 + B_1 GOV_{it} + B_2 FS_{it} + B_3 FG_{it} + B_4 LEV_{it} + E_{it}.$$

حيث أن:

B₀: قيمة ثابت نموذج الانحدار، وتمثل محددات قيمة الشركة، والتي لا تتأثر بمتغيرات الدراسة المستقلة أو الرقابية.

FV_{it}: قيمة الشركة (i) في الفترة (t).

GOV_{it}: نسبة الملكية الحكومية للشركة (i) في الفترة (t).

FS_{it}: حجم الشركة (i) في الفترة (t).



FG_{it} : معدل نمو الشركة (i) في الفترة (t).

LEV_{it} : الرافعة المالية للشركة (i) في الفترة (t).

E_{it} : بواقي نموذج الانحدار للشركة (i) في الفترة (t).

٢/٢/٣ النموذج الثاني:

يهدف النموذج الثاني المستخدم في الدراسة إلى اختبار تأثير درجة تركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمدرجة في عينة الدراسة الميدانية، ويتكون النموذج الثاني للدراسة مما يلي:

$$FV_{it} = B_0 + B_1 GOVC_{it} + B_2 FS_{it} + B_3 FG_{it} + B_4 LEV_{it} + E_{it}.$$

حيث أن:

B_0 : قيمة ثابت نموذج الانحدار، وتمثل محددات قيمة الشركة، والتي لا تتأثر بمتغيرات الدراسة المستقلة أو الرقابية.

FV_{it} : قيمة الشركة (i) في الفترة (t).

$GOVC_{it}$: درجة تركيز الملكية الحكومية للشركة (i) في الفترة (t).

FS_{it} : حجم الشركة (i) في الفترة (t).

FG_{it} : معدل نمو الشركة (i) في الفترة (t).

LEV_{it} : الرافعة المالية للشركة (i) في الفترة (t).

E_{it} : بواقي نموذج الانحدار للشركة (i) في الفترة (t).

٣/٣ متغيرات الدراسة:

١/٣/٣ نسبة الملكية الحكومية:

اتفق الباحث مع دراسات (Boubakri, et al., 2021 - Chen, et al., 2021 - Laporsek, et al. 2021) في طريقة قياس نسبة الملكية الحكومية للشركات، وذلك عن طريق نسبة الأسهم المملوكة للدولة المصرية إلى إجمالي أسهم الشركة.

٢/٣/٣ درجة تركيز الملكية الحكومية:

بغرض تحديد درجة تركيز الملكية الحكومية، قام الباحث بتقسيم الشركات المدرجة في عينة الدراسة الميدانية إلى مجموعتين، حيث تمثل المجموعة الأولى تلك الشركات ذات الملكية الحكومية غير المركزة والتي تشارك الحكومة المصرية في ملكيتها بنسبة تقل عن أو تساوي ٥٠ %، وقد تم تحديد القيمة الوهمية (٠) لتمثيلها، بينما تمثل المجموعة الثانية تلك الشركات ذات الملكية الحكومية المركزة والتي تشارك الحكومة المصرية في ملكيتها بنسبة تتخطى ٥٠ %، وقد تم تحديد القيمة الوهمية (١) لتمثيلها.

٣/٣/٣ قيمة الشركة:

استخدام الباحث لقياس قيمة الشركات نموذج "Tobin's Q"، حيث يعد المقياس الأكثر ملاءمةً لقياس قيمة الشركة من وجهة نظر أصحاب المصالح بها، وذلك لاعتماده على الأسعار السوقية للأسهم كمقياس طويل الأجل، وتتكون نسبة "Tobin's Q" مما يلي: (Crisostomo, et al., 2011 - Servaes and Tamayo, 2013 - Thanatawee, 2014 - Daniel, et al., 2019)

$$T.Q. = CMVE + PS + BEPT / TA$$

حيث أن:

T.Q.: نسبة "Tobin's Q".

CMVE: سعر سهم الشركة في نهاية العام × عدد أسهم الشركة.

PS: القيمة النقدية للأسهم الممتازة للشركة.

BEPT: قيمة الالتزامات قصيرة الأجل - قيمة الأصول قصيرة الأجل + القيمة الدفترية للالتزامات طويلة الأجل.

TA: القيمة الدفترية لأصول الشركة الإجمالية.

وقد تم اقتراح نموذج "Tobin's Q" من خلال العالم الاقتصادي (جيمس توبن - James Tobin) الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد في عام ١٩٨١ م، وتُقارن نسبة "Tobin's Q" بين القيمتين الإستبدالية والسوقية لأصول الشركة، وتدور الفكرة الرئيسية للنموذج حول قياس مقدرة الشركة على تحقيق الشركة لمعدل عائد على الاستثمار يمكن مقارنته بمعدل تكلفة رأس المال، وفي حالة التساوي بينهما فإن نسبة (Q.) تساوي الواحد الصحيح.

وفي حالة أن نسبة (Q.) = ١ فإن أصحاب المصالح يكونوا غير قادرين على تأكيد قيمة وفرص نمو الشركة محل الاهتمام، حيث أن تلك الفرص تسهم في الحصول على عائد مساوي لتكلفة رأس المال، في حين إذا كانت النسبة < ١ فإن هناك توقعات كبيرة بالتوسع المستقبلي وتنمية قيمة الشركة، وعلى العكس إذا كانت النسبة > ١ فإن أصحاب المصالح عليهم الحذر تجاه توقعات قدرة الشركة على إنشاء وتطوير قيمتها على المدى الطويل، وتتلافى نسبة (Q.) الأخطاء التقديرية التي قد تنتج من استخدام المتغيرات المحاسبية.

٤/٣/٣ المتغيرات الرقابية أو الضابطة:

توجد متغيرات أخرى قد تؤثر في قيمة الشركة بخلاف الملكية الحكومية لها، يمكن للباحث عرض أهمها فيما يلي:

(١) حجم الشركة:

يعد حجم الشركة من أهم المتغيرات الرقابية أو الضابطة التي ركزت عليها الدراسات المحاسبية لتفسير قيمة للشركات، حيث ترتبط الشركات كبيرة الحجم بدرجة من الضغوط



والتعقيدات المفروضة من جانب المحللين الماليين ومجموعة المنظمات الحكومية، بالإضافة لارتفاع مشاكل وتكاليف الوكالة بها، فالشركات كبيرة الحجم تستطيع الحصول على موارد كثيرة، بالإضافة إلى قدرتها على الاعتماد على المكاتب الاستشارية الكبيرة لتقديم الدعم في الأمور المعقدة، كما أنها تستطيع الاستفادة من مزايا الحجم والنطاق، وفي هذا السياق، أكدت دراسة (Dwi, 2013) أن حجم الشركة يعد مؤثر رئيس على قيمتها السوقية، حيث يفترض أن الشركات ذات الحجم الكبير لديها قدرات أكبر في الحصول على التمويل السريع، مما يمنحها فرص أكبر للنمو مما يدعم قيمتها السوقية مقارنةً بالشركات صغيرة الحجم.

وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Thantawee, 2014) إلى وجود علاقة ايجابية معنوية بين كل من حجم الشركة وقيمتها السوقية، بينما تناولت دراسة (Derek, and Aleksander, 2018) أهمية حجم الشركة وعمرها وقيمتها، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصات الأمريكية، وقد وجدت الدراسة علاقة طردية بين حجم الشركة وقيمتها وأدائها المستقبلي، بينما أشارت نتائج دراسة (Karaca and Eksi, 2012) إلى وجود دليل ميداني يدعم عدم وجود تأثير لحجم الشركة على قيمتها السوقية.

وقد قدمت الدراسات المحاسبية مقاييس كثيرة لحجم الشركة منها القيمة السوقية، عدد العاملين، واللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، ويعتمد الباحث في قياس أحجام شركات العينة على اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، حيث يتوقف الحجم الاقتصادي للتشغيل على التكاليف التشغيلية فيما بين الثابت والمتغير منها، ويقوم اللوغاريتم الطبيعي بضبط فروق الحجم، كما يقوم أيضًا بتلافي مشكلة اختلاف درجة تباين الخطأ المحدد في نموذج الانحدار المستخدم في الدراسة.

(٢) معدل نمو الشركة:

يعد معدل نمو الشركة تعبيرًا عن قدرتها على الاستغلال الأمثل لمواردها وتعظيم ربحيتها وقيمتها السوقية (Suberi, et al., 2011)، كما يفترض أن الشركات عالية النمو تمتلك فرص نمو حقيقية أعلى من غيرها مما يعمل على تخفيض تكلفة رأسمالها، وبالتالي يدعم ذلك زيادة قيمتها السوقية (Gaio, 2009)، وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Hermuningsih, 2013) إلى وجود تأثير كبير لمعدل نمو الشركة على قيمتها السوقية، حيث تتمكن الشركات ذات معدل النمو المرتفع من الاستثمار في المشروعات بالتمويل من خلال مبيعات الأسهم وليس الديون، وعلى العكس، أشارت دراسة (Nasr, et al., 2015) إلى أنه في ظل الملكية الحكومية تقوم الحكومة باستخدام الشركات لتحقيق أهداف سياسية واجتماعية تنتصف بأنها قصيرة الأجل وتتعارض غالبًا مع هدف تعظيم ربحية الشركة، مما يؤثر سلبًا على معدلات نموها وقيمتها السوقية، كما وجدت دراسة (Zeitun and Mubarak, 2012) دليل ميداني يدعم وجود تأثير سلبي لمعدل نمو الشركة على قيمتها وأدائها ولكن هذا التأثير غير جوهري.

ويعتمد الباحث في قياس معدل نمو الشركة على بنسبة التغير في مبيعات الشركة عن العام السابق.

(٣) الرافعة المالية للشركة:

تكمن الجدوى الرئيسية للتركيز على الهيكل التمويلي للشركة في تأثيره الجوهرى على القيمة السوقية لها، وتحدد الرافعة المالية للشركة مدى اعتمادها على مصادر التمويل الخارجية، كما تعد مؤشراً لحجم سيولة أسهمها، كما تمثل الاستخدام المتوقع للتكلفة الثابتة لزيادة تأثير تغير أرباح الشركة التشغيلية وتؤثر على حجم المخاطر، وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Oyakhilome, and Felicia, 2018) إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية وقيمة وأداء الشركات، حيث أن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يرفع تكاليف الوكالة بين الملاك والدائنين لرغبتهم في زيادة عمليات وبالتالي تكاليف الرقابة، مما يؤثر سلباً على قيمة وأداء الشركة، وذلك نتيجة زيادة المخاطر واحتمالات التعثر المالي للشركة. كما يفترض زيادة القيمة السوقية للشركات التي تسعى إلى الحصول على المزيج الأمثل من مصادر التمويل المتنوعة فيما بين المصادر الداخلية والخارجية، حيث يعمل ذلك على وضع تكلفة رأسمال الشركة الاجمالية عند حدودها الدنيا الممكنة (Ayuba, et al., 2019 Biswas, 2019 - Biswas, 2019).

وفي ذات السياق، أشارت دراسات (Akhtar, et al., 2012 - Mule and Mukras, 2015) إلى أن نسبة الرفع المالي ترتبط بشكل طردي مع زيادة أداء وقيمة الشركة السوقية، حيث تعمل الرافعة المالية على تحسين فرص نمو الشركة داخل القطاع الذي تنتمي إليه، كما أشارت نتائج دراسة (Karaca and Eksi, 2012) إلى وجود دليل ميداني يدعم وجود تأثير إيجابي للرافعة المالية للشركة على قيمتها السوقية، كما أيدت نتائج دراسة (Handriani, 2020) وجود ذلك التأثير. وقد تعمل الرافعة المالية على الحد من السلوك الانتهازي لمديري الشركات وذلك من خلال تخفيض التدفق النقدي الحر المتاح لديهم، كما أن اعتماد الشركة على القروض كمكون ضمن الهيكل التمويلي قد يحسن من رقابة الدائنين على الإدارة مما يدفعهم للقيام بأداء أفضل وهو ما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة (Bratton and Wachter, 2010 - Rasgol, et al., 2011).

وعلى العكس مما سبق، أشارت دراسات (Singhania and Seth, 2010 - Kimathi, et al., 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي للشركة وقيمتها السوقية، وذلك نتيجة عدم ثبات معدلات الفائدة والمخاطر، كما أشارت دراسة (Robert, 2013) إلى أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل لارتفاع تكلفة الاقتراض، مما يرفع من تكلفة التمويل بالملكية والتكلفة الكلية ويؤثر سلباً على قيمة الشركة، كما وجدت دراسة (Soltani and Ravanmehr, 2011) علاقة سلبية بين الاعتماد على الديون في التمويل وسعر السهم وقيمة الشركة.

ومن وجهة نظر ثالثة، أشارت دراسة (Zeitun and Mubarak, 2012) إلى عدم معنوية العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركات، وأوضحت الدراسة أن قيمة الشركة وأدائها ليس له علاقة بهيكل التمويل الخاص بها. وقد قدمت الدراسات المحاسبية عدة مقاييس لقياس نسبة الرافعة المالية منها: إجمالي القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل إلى إجمالي القيمة الدفترية للأسهم، إجمالي الالتزامات إلى حقوق الملكية، إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول، وسوف يستخدم الباحث إجمالي التزامات الشركة إلى إجمالي أصولها بغرض قياس نسبة الرافعة المالية.



٤/٣ مجتمع وعينة الدراسة الميدانية:

يتمثل مجتمع الدراسة الميدانية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال عام ٢٠٢٠ م، وقد قام الباحث باختيار عينة الدراسة الميدانية وفقاً للشروط الآتية:

(١) أن تكون الشركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

(٢) أن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية بالجنبة المصري.

(٣) أن تتوفر البيانات المالية للشركة خلال فترة الدراسة.

وبعد تطبيق تلك الشروط على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عام ٢٠٢٠ م، وبعد قيام الباحث باستبعاد الشركات ذات الطبيعة الخاصة مع استبعاد أي قيم شاذة أو متطرفة، وقع الاختيار على عينة مكونة من عدد (٧٠) شركة، كما هو موضح بالملحق رقم (١).

٥/٣ مصادر الحصول على بيانات الدراسة الميدانية:

بغرض الحصول على بيانات الدراسة الميدانية، اعتمد الباحث على المصادر المبينة بالجدول رقم (١):

جدول رقم (١): "مصادر الحصول على بيانات الدراسة الميدانية"

م	بيان
١	المواقع الإلكترونية لشركات عينة الدراسة الميدانية (ملحق رقم (١)).
٢	موقع البورصة المصرية. http://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx/
٣	موقع مصر لنشر المعلومات. http://www.egidegypt.com/arabic/
٤	موقع معلومات مباشر. https://www.mubasher.info/countries/eg
٥	موقع شركة أرقام للمعلومات. https://www.argaam.com/
٦	قاعدة بيانات Refinitiv. https://www.refinitiv.com/
٧	قاعدة بيانات Reuters. https://www.reuters.com/
٨	شبكة Bloomberg. https://www.bloomberg.com/

(٤) تحليل البيانات واختبار الفرضيات

١/٤ اختبار مدى ملاءمة بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي:

لاختبار مدى ملاءمة بيانات الدراسة الميدانية للتحليل الإحصائي تم استخدام اختبار "Shapiro-Wilk" بغرض فحص مدى خضوع بواقي نموذج الانحدار للتوزيع الاعتمالي أو الطبيعي، وقد جاءت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (٢).

جدول رقم (٢): "نتائج اختبار Shapiro-Wilk"

Shapiro-Wilk Test of Normality			
V.	Statistic	DF.	Sig.
Unstandardized Residual (Model No. 1)	0.896	69	0.793
Unstandardized Residual (Model No. 2)	0.881	69	0.780

وتشير نتائج الاختبار إلى أن قيمة مستوى المعنوية أو الدلالة الإحصائية بلغت (٠.٧٩٣)، (٠.٧٨٠) لنموذجي الدراسة الأول والثاني على التوالي وهي أكبر من مستوى المعنوية المحدد عند (٠,٠٥)، وهو دلالة على أن بواقي نموذج الانحدار لا تختلف معنوياً عن التوزيع الطبيعي.

٢/٤ اختبار الارتباط الذاتي بين متغيرات نموذج الدراسة:

تم استخدام اختبار "Durbin Watson" لتأكيد عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات المدرجة في نموذج الدراسة والواردة بنموذج الانحدار المستخدم، وقد جاءت نتائج الاختبار كما هو موضح بالجدول رقم (٣).

جدول رقم (٣): "نتائج اختبار Durbin Watson"

Durbin Watson Test - Model Summary	
Model No.	D - W
1	2.307
2	2.203

ويوضح الجدول السابق أن القيمة المحسوبة لاختبار "Durbin Watson" بلغت (٢,٣٠٧)، (٢.٢٠٣) لنموذجي الدراسة الأول والثاني على التوالي، وهي تقع ضمن النطاق المقبول فيما بين القيمتين (١,٥٠٠ ، ٢,٥٠٠)، مما يعد دلالة على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي فيما بين متغيرات نموذج الدراسة، ويدعم افتراض دقة نتائجها.



٣/٤ نتائج اختبار الفرضية الأولى:

١/٣/٤ نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية لمشاهدات شركات عينة الدراسة الميدانية:

جدول رقم (٤): "نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة الميدانية".

Model No. (1) Variables	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Tobin's Q. (FV.)	1.911	3.609	0.489	18.295
GOV.	0.279	0.298	0.000	0.992
FS.	14.007	0.536	12.920	20.657
FG.	0.326	1.429	- 0.348	1.682
LEV.	0.779	0.473	0.098	1.991

وتشير نتائج الإحصاءات الوصفية الواردة بالجدول رقم (٤) إلى الآتي:

- بلغ متوسط نسبة "Tobin's Q." والمعبرة عن قيمة الشركات (١.٩١١)، وبانحراف معياري قدره (٣.٦٠٩)، كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لها (٠.٤٨٩)، (١٨.٢٩٥) على التوالي، مما يعد دلالة على الارتفاع النسبي لقيمة شركات العينة المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى وجود تفاوت نسبي فيما بينها من حيث قيمتها السوقية مقاسةً بنسبة "Tobin's Q."

- بلغ متوسط نسبة الملكية الحكومية لشركات عينة الدراسة (٠.٢٧٩)، وهي نسبة متوسطة تعد مرتفعة نسبيًا، وبانحراف معياري قدره (٠.٢٩٨)، بينما بلغ الحد الأدنى والأعلى لها (٠.٠٠٠)، (٠.٩٩٢) على التوالي، ويدل ذلك على وجود تفاوت نسبي فيما يتعلق بنسبة الملكية الحكومية لشركات عينة الدراسة، كما يعد الحد الأقصى لنسبة الملكية الحكومية مرتفع جدًا.

- بلغ متوسط حجم شركات العينة (١٤.٠٠٧) وبانحراف معياري مقداره (٠.٥٣٦)، بينما بلغ الحد الأدنى والأعلى للحجم (١٢,٩٢٠، ٢٠,٦٥٧) على التوالي، ويشير ذلك إلى وجود تفاوت نسبي في أحجام شركات عينة الدراسة الميدانية.

- بلغ متوسط معدل نمو شركات العينة (٠.٣٢٦) وبانحراف معياري مقداره (١,٤٢٩)، بينما بلغ الحد الأدنى والأعلى لمعدل النمو (- ٠.٣٤٨، ١,٦٨٢) على التوالي، ويشير ذلك إلى وجود تفاوت نسبي فيما بين شركات عينة الدراسة الميدانية من حيث معدل النمو مقاسًا بنسبة التغير في مبيعات الشركة عن العام السابق.

- بلغ متوسط الرافعة المالية لشركات العينة (٠,٧٧٩) وبانحراف معياري مقداره (٠,٤٧٣)، بينما بلغ الحد الأدنى والأعلى (٠,٠٩٨، ١,٩٩١) على التوالي، مما يدل على وجود تزايد وتفاوت نسبي في اعتماد شركات العينة على المصادر الخارجية للتمويل.

٢/٣/٤ نتائج انحدار متغيرات نموذج الدراسة الأول:

جاءت نتائج نموذج الانحدار لاختبار تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات المدرجة في عينة الدراسة الميدانية، بالإضافة لمجموعة المتغيرات الضابطة أو الرقابية المتضمنة بالنموذج، كما هو مبين بالجدول رقم (٥).

جدول رقم (٥): "نتائج انحدار متغيرات نموذج الدراسة الأول".

Model No. (1) Variables	B	T	Sig.
B ₀ (Model Constant)	0.147	0.437	0.008
GOV.	2.980	0.723	0.002
FS.	0.142	1.690	0.000
FG.	0.126	0.758	0.000
LEV.	0.199	0.738	0.012
Adjusted R ²		0.454	
F		5.659	
Sig.		0.000	

ويبين الجدول رقم (٥) ما يلي:

- يمكن للمتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة الأول تفسير نسبة (٤٥,٤%) من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمتضمنة في عينة الدراسة الميدانية.

- بلغ مستوى المعنوية لقيم F (٠,٠٠٠) مما يعد دلالة إحصائية ومؤشر على معنوية تأثير المتغيرات المتضمنة في نموذج الدراسة الميدانية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وبناءً عليه، يمكن القول أنه بالإمكان تعميم نتائج الدراسة من عينتها إلى المجتمع، وذلك وفقاً لنسبتي الثقة والخطأ المعينتين بمقدار (٩٥%)، (٥%) على التوالي.

- جاء معامل انحدار متغير الملكية الحكومية للشركات موجب ومعنوي مما يدل على العلاقة الإيجابية المعنوية بين الملكية الحكومية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية وقيمتها السوقية.

- جاءت المتغيرات الرقابية أو الضابطة المتمثلة في حجم الشركة، معدل نمو الشركة، والرافعة المالية للشركة بمعاملات انحدار موجبة ومعنوية، مما يدل على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتلك المتغيرات على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبناءً عليه، تدعم نتائج الانحدار النتائج الآتية:

- يوجد تأثير معنوي موجب للملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- يوجد تأثير معنوي موجب للمتغيرات الرقابية أو الضابطة (حجم الشركة، معدل نمو الشركة، الرافعة المالية للشركة) على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.



٤/٤ نتائج اختبار الفرضية الثانية:

١/٤/٤ نتائج الإحصاءات الوصفية لمجموعتي الدراسة:

بغرض تحديد درجة تركيز الملكية الحكومية، قام الباحث بتقسيم الشركات المدرجة في عينة الدراسة الميدانية إلى مجموعتين، حيث تمثل المجموعة الأولى تلك الشركات ذات الملكية الحكومية غير المركزة والتي تشارك الحكومة المصرية في ملكيتها بنسبة تقل عن أو تساوي ٥٠ %، وقد تم تحديد القيمة الوهمية (٠) لتمثيلها، بينما تمثل المجموعة الثانية تلك الشركات ذات الملكية الحكومية المركزة والتي تشارك الحكومة المصرية في ملكيتها بنسبة تتخطى ٥٠ %، وقد تم تحديد القيمة الوهمية (١) لتمثيلها، وبناءً عليه، يتضمن الجدول رقم (٦) الإحصاءات الوصفية المقارنة لنسبة "Tobin's Q." كمقياس لقيمة الشركة في مجموعتي الشركات:

جدول رقم (٦): "نتائج الإحصاءات لمجموعتي شركات العينة".

Model No. (2) Variables	Mean	Std. Dev.
Tobin's Q. (FV.) - GOVC. <= 50 %	2.150	3.873
Tobin's Q. (FV.) - GOVC. > 50 %	1.672	3.014

وتشير نتائج الإحصاءات الوصفية الواردة بالجدول رقم (٦) إلى الآتي:

- بلغ متوسط نسبة "Tobin's Q." كمقياس لقيمة الشركة في المجموعة الأولى للشركات ذات الملكية الحكومية غير المركزة والتي تشارك الحكومة المصرية في ملكيتها بنسبة تقل عن أو تساوي ٥٠ % ما قيمته (٢.١٥٠)، في حين بلغ ذات المتوسط في المجموعة الثانية للشركات ذات الملكية الحكومية المركزة والتي تشارك الحكومة المصرية في ملكيتها بنسبة تتخطى ٥٠ % ما قيمته (١.٦٧٢)، وبانحراف معياري بلغ (٣.٨٧٣)، (٣.٠١٤) في المجموعتين على التوالي.

- سجل متوسط نسبة "Tobin's Q." كمقياس لقيمة الشركة قيمة أكبر وبزيادة مقدارها (٠.٤٧٨) بنسبة تقريبية بلغت (٢٨.٥٩ %) في مجموعة ذات الملكية الحكومية غير المركزة والتي تشارك الحكومة المصرية في ملكيتها بنسبة تقل عن أو تساوي ٥٠ %.

- يدل ما سبق على أنه كلما ارتفعت وتركزت نسبة الملكية الحكومية للشركات انخفضت قيمتها السوقية، ويمكن تفسير ذلك بانخفاض فعالية الإشراف والرقابة على قيمة وأداء تلك الشركات مع المستويات المرتفعة نسبياً من الملكية الحكومية لأسهمها، بالإضافة لزيادة التأثيرات السلبية لبعض المتغيرات المصاحبة لتركيز الملكية الحكومية مثل: البيروقراطية، مشكلات الوكالة وضعف الحوافز، والسلوك الانتهازي للمديرين ... إلخ، والسابق ذكرها في الإطار النظري للدراسة الحالية.

٢/٤/٤ نتائج انحدار متغيرات نموذج الدراسة الثاني:

جاءت نتائج الانحدار لاختبار تأثير درجة تركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات المدرجة في عينة الدراسة الميدانية، كما هو مبين بالجدول رقم (٧).

جدول رقم (٧): "نتائج انحدار متغيرات نموذج الدراسة الثاني".

Model No. (2) Variables	B	T	Sig.
B ₀ (Model Constant)	0.158	0.625	0.016
GOVC.	- 2.980	0.723	0.001
Adjusted R ²		0.461	
F		7.596	
Sig.		0.000	

ويبين الجدول رقم (٧) ما يلي:

- يمكن للمتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة الثاني تفسير نسبة (٤٦,١%) من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمتضمنة في عينة الدراسة الميدانية.

- بلغ مستوى المعنوية لقيم F (٠,٠٠٠) مما يعد دلالة إحصائية ومؤشر على معنوية تأثير المتغيرات المتضمنة في نموذج الدراسة الميدانية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وبناءً عليه، يمكن القول أنه بالإمكان تعميم نتائج الدراسة من عينتها إلى المجتمع، وذلك وفقاً لنسبتي الثقة والخطأ المعينتين بمقدار (٩٥%)، (٥%) على التوالي.

- جاء معامل انحدار متغير درجة تركيز الملكية الحكومية للشركات سالب ومعنوي مما يدل على العلاقة السلبية المعنوية بين درجة تركيز الملكية الحكومية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية وقيمتها السوقية، كما يدل ما سبق على أنه كلما ارتفعت وتركزت نسبة الملكية الحكومية للشركات انخفضت قيمتها السوقية، ويمكن تفسير ذلك بانخفاض فعالية الإشراف والرقابة على قيمة وأداء تلك الشركات مع المستويات المرتفعة نسبياً من الملكية الحكومية لأسهمها، بالإضافة لزيادة التأثيرات السلبية للمتغيرات المصاحبة لتركيز الملكية الحكومية مثل: البيروقراطية، مشكلات الوكالة وضعف الحوافز، والسلوك الانتهازي للمديرين ... إلخ، والسابق ذكرها في الإطار النظري للدراسة.

وبناءً عليه، تدعم نتائج الانحدار النتائج الآتية:

- يوجد تأثير معنوي سالب لدرجة تركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.



الخلاصة والنتائج والتوصيات ومقترحات دراسات مستقبلية

تمثل الهدف الرئيس للبحث في محاولة اختبار تأثير الملكية الحكومية ودرجة تركزها على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية مع إشارة إلى صندوق مصر السيادي للثروة، وقد انتهج البحث منهجية تبدأ بعرض وتحليل النتائج المستخلصة من الدراسات السابقة الخاصة بمجاله، ثم عرض وتحليل ماهية العلاقة بين الملكية الحكومية ودرجة تركزها وقيمة الشركات، ثم عرض وتحليل ماهية صندوق مصر السيادي للثروة، ثم عرض وتحليل ماهية ومقاييس قيمة الشركات، وبغرض اختبار تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية انتهى البحث بعرض منهجية الدراسة الميدانية، والتي تمت باستخدام عينة مكونة من عدد (٧٠) شركة من الشركات المقيدة أسهمها بالبورصة المصرية خلال عام ٢٠٢٠ م، وقد استخدم البحث لقياس قيمة الشركات المدرجة في عينة الدراسة الميدانية نموذج "Tobin's Q"، كما قام البحث أيضاً بعرض وتحليل نتائج الإحصاءات الوصفية، ونتائج نموذج انحدار متغيرات الدراسة الميدانية بغرض اختبار فرضياتها الإحصائية.

وتتمثل أهم نتائج البحث فيما يلي:

(١) النتائج على المستوى النظري:

توصل البحث إلى وجود اختلاف في وجهات نظر الدراسات السابقة بشأن تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، حيث يرى البعض أن الملكية الحكومية تمتلك بعض المزايا التي تؤهلها لدفع قيمة الشركة إلى الأمام، وكمثال: أن الملكية الحكومية تعمل على حماية ثروة المستثمرين، توفير ضمانات نسبية للاستمرارية على المدى الطويل، فعالية عمليات الإشراف والرقابة نتيجة اكتساب الأطراف الداخلية بالشركات دور رقابي فعال بسبب تعيينهم بشكل مباشر من قبل الحكومة، انخفاض الدوافع والميول الانتهازية للإدارة، العمل في بيئة احتكارية أو شبه احتكارية مدعومة حكومياً، انخفاض القيود المالية، تنوع الهيكل التمويلي والسيولة، ... إلخ.

وعلى العكس مما سبق، يرى البعض الآخر أن الملكية الحكومية تمتلك بعض السلبيات التي تؤهلها لدفع قيمة الشركة إلى الخلف، وكمثال: أن الملكية الحكومية تعمل على تفضيل النواحي الاجتماعية والسياسية، اختيار أفراد الإدارة من أهل الثقة منخفضي الخبرة والكفاءة، البيروقراطية، التدخل السياسي في إدارة الشركات، التفاوت بين حقوق التدفق النقدي والرقابة، عدم تماثل المعلومات وارتفاع تكاليف الوكالة، تعارض الأهداف، ضعف الحوافز الإدارية، ... إلخ.

كما توصل البحث إلى أن مصر تعد من الدول النامية التي واجهت إصلاحات اقتصادية سريعة خلال السنوات الأخيرة، والتي قد تجعلها مؤهلة نسبياً للاستفادة من العلاقات التبادلية فيما بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات العاملة بالسوق، مما يدعم التحولات الجوهرية التي تحدث حالياً في البيئة المؤسسية المصرية وإنشاء صندوق مصر السيادي للثروة.

كما توصل البحث أيضاً إلى وجود نماذج كثيرة يتم استخدامها لقياس قيمة الشركات، إلا أن نموذج "Tobin's Q" له الأفضلية من وجهة نظر الدراسات السابقة، وكذلك الدراسات الحالية.

(٢) النتائج على المستوى التطبيقي:

أظهرت النتائج الإحصائية وجود تأثير معنوي موجب للملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى وجود تأثير معنوي موجب للمتغيرات الرقابية أو الضابطة (حجم الشركة، معدل نمو الشركة، الرافعة المالية للشركة) على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بينما أشارت النتائج إلى وجود تأثير معنوي سالب لدرجة تركيز الملكية الحكومية على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبناءً عليه، يوصي الباحث بما يلي:

- تطوير الإصدارات ذات العلاقة مثل معايير المحاسبة المصرية، المعايير المصرية للمراجعة والفحص المحدود ومهام التأكد الأخرى، قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، وقواعد حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية أخذاً في الحسبان العلاقات التبادلية بين الملكية الحكومية وقيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى العلاقات التبادلية بين درجة تركيز الملكية الحكومية وقيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- ضرورة أخذ واضعي السياسات الاستثمارية المصرية في حسابهم العلاقات التبادلية بين الملكية الحكومية ودرجة تركيزها وقيمة الشركات المقيد بالبورصة المصرية، وذلك لتحديد الدرجة الملائمة لتركيز الملكية الحكومية، والتي تدفع نحو المستويات المثلى من الأداء وكفاءة الاستثمار وإنشاء وتنمية قيمة الشركات المصرية، مع زيادة فعالية دور صندوق مصر السيادي للثروة في هذا الشأن.

- تكثيف البحوث المحاسبية المرتبطة بالملكية الحكومية وقيمة الشركات مثل:

(١) تأثير الملكية الحكومية على قيمة الشركات باستخدام مقاييس أخرى بخلاف نموذج " Tobin's Q" المستخدم في الدراسة الحالية.

(٢) تأثير الملكية الأجنبية على قيمة الشركات.

(٣) تأثير الملكية الحكومية على الأداء المالي المستقبلي للشركات.

(٤) تأثير هيكل الملكية على القيمة السوقية للشركات.

(٥) تأثير الملكية الحكومية على جودة التقارير المالية.

(٦) تأثير الملكية الحكومية على كفاءة الاستثمار بالشركات.

(٧) تأثير الملكية الحكومية على دقة تنبؤات المحللين الماليين بأسعار أسهم الشركات.

(٨) تأثير الملكية الحكومية على تقلبات أسعار أسهم الشركات.

(٩) تأثير الملكية الحكومية على قرارات المستثمرين.

(١٠) تأثير الملكية الحكومية على قرارات المقرضين.



المراجع

أولاً: المراجع العربية:

-القانون رقم (١٧٧) لسنة ٢٠١٨، إنشاء صندوق مصر، الجريدة الرسمية، العدد ٣٣ مكرر (أ)، السنة (٦١)، ١٨ أغسطس، ص ص ١-٤، متاح على:

www.fra.gov.eg/

-الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، (٢٠١٧)، المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت، والصادر بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١) لسنة ٢٠١٧ م، ص ص ١-٤٠، متاحة على:

www.fra.gov.eg/

-الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، (٢٠٢١)، (أ)، التصنيف الائتماني لجمهورية مصر العربية خلال النصف الربع الأول من عام ٢٠٢١ م، ص ص ١-١٠، متاح على:

www.fra.gov.eg/

-الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، (٢٠٢١)، (ب)، قرار رقم (٩١٠) لسنة ٢٠٢١ بشأن الموافقة على تأسيس شركة ذا بيراميد للاستثمار المباشر، ص ١، متاح على:

www.fra.gov.eg/

-الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، (٢٠٢١)، (ج)، مشروع قانون بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ م ولائحته التنفيذية، ١١ مايو، ص ١، متاح على:

www.fra.gov.eg/

-عبد الرحيم، محمد إبراهيم، (٢٠٠٧)، الأساليب الكمية لقياس قيمة الشركة، ملتقى أدار المحاسبين ومراقبي الحسابات في تعظيم قيمة المؤسسات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص ص ٩٥-١٤٤.

-عفيفي، هلال عبدالفتاح، (٢٠١٣)، أثر تركيز الملكية الفردية والحكومية على إدارة الأرباح في القطاعين الخاص والعام: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، كلية التجارة، المجلد (٣٧)، العدد (٤)، ص ص ٢٧-١٤٨.

-مختار، اكرامي سعيد، (٢٠١٧)، اختبار العلاقة غير الخطية بين أنواع الملكية المختلفة والأداء المالي للشركات، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، مركز الاستشارات والبحوث والتطوير، المجلد (٣٥)، العدد (٢)، ص ص ١-٥٢.

ثانيًا: المراجع الأجنبية:

- Abdel-Shahid, S., (2003), Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from the Egyptian Stock Market, SSRN Electronic Journal, PP. 1-19, Available at: <http://dx.doi:10.2139/ssrn.378580>.
- Abolhassani, M., Wang, Z., and Dehaan, J., (2020), How Does Government Control Affect Firm Value? New Evidence for China. *Kyklos*, 73(1), PP. 3-21.
- Abramov, A., Radygin, A., Entov, R., and Chernova, M., (2017), State Ownership and Efficiency Characteristics, *Russian Journal of Economics*, 3(2), PP. 129-157.
- Abrazaka, N., Ahmad, R., and Ali, A. (2008), Government Ownership and Performance: An Analysis of Listed Companies in Malaysia, *Corporate Ownership and Control*, 6(2-4), PP. 434-442.
- Aguilera, R., Duran, P., Heugens, P., Sauerwald, S., Roxana, T., and VanEssen, M., (2020), State Ownership, Political Ideology, and Firm Performance around the World. *Journal of World Business*, vol. 56(1), PP. 1-18.
- Akhtar, S., Javed, B., Maryam, A., and Sadia, H., (2012), Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Evidence from Fuel and Energy Sector of Pakistan, *European Journal of Business and Management*, 4, PP. 7-17.
- Al-Matari, E., Al-Swidi, A., and Fadzil, F., (2014), The Measurements of Firm Performance's Dimensions, *Asian Journal of Finance and Accounting*, 6(1), PP. 24-49.
- Ayuba, H., Bambale, A., Ibrahim, M., and Sulaiman, S., (2019), Effects of Financial Performance, Capital Structure and Firm Size on Firms' Value of Insurance Companies in Nigeria, *Journal of Finance, Accounting and Management*, 10(1), PP. 57-74.
- Beuselinck, C., Cao, L., Deloof, M., and Xia, X., (2017), The Value of Government Ownership during the Global Financial Crisis, *Journal of Corporate Finance*, 42, PP. 481-493.



- Biswas, B., (2019), The Relation Between Capital Structure and Profitability of Some Selected Companies in Indian Ceramic Industry, IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices, 18(3), PP. 49-58.
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., and Megginson, W., (2015), Government Ownership and the Cost of Debt: Evidence from Government Investments in Publicly Traded Firms, Journal of Financial Economics, 118(1), PP. 168-191.
- Boubakri, N., Chen, R., El-Ghoul, S., and Guedhami, O., (2021), State Ownership and Debt Structure, Review of Corporate Finance, 1(1-2), PP. 223-257.
- Boubakri, N., El Ghoul, S., Guedhami, O., and Megginson, W., (2018), The Market Value of Government Ownership, Journal of Corporate Finance, 50, PP. 44-65.
- Boubakri, N., Omrane G., Dev, M., Walid, S., (2012), Political Connections and the Cost of Equity Capital, Journal of Corporate Finance, 18(3), PP. 541-552.
- Boubakri, N., Ruiyuan, C., Sadok, E., Omrane, G., and Robert, N., (2020), State Ownership and Stock Liquidity: Evidence from Privatization, Journal of Corporate Finance, 65, PP. 1-69.
- Brahmana, R., Setiawan, D., and Hooy, C., (2015), Diversification Strategy, Ownership Structure, and Firm Value: a Study of Public-Listed Firms in Indonesia, MPRA Paper, 64607, PP. 1-42.
- Bratton, W., and Wachter, M., (2010), The Case against Shareholder Empowerment, University of Pennsylvania Law Review, 158 (3), PP. 653-728.
- Buck T., Liu, X., and Skovoroda, R., (2008), Top Executive Pay and Firm Performance in China, Journal of International Business Studies, 39(5), PP. 833-850.
- Carolina, B., Carmen, L., and Jeronimo, P., (2017), Related-Party Transactions, Dominant Owners and Firm Value, BRQ Business Research Quarterly, 20(1), PP. 4-17.

- Chen, R., and El-Ghoul, S., and Guedhami, O., and Kwok, Chuck, C., and Nash, R., (2021), International Evidence on State Ownership and Trade Credit: Opportunities and Motivations, *Journal of International Business Studies*, Forthcoming, Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3103467>.
- Chiang, T., and Cheng, C., (2013), Government Ownership and Corporate Performance: Evidence from Green Technology Industry in Taiwan, *Investment Management and Financial Innovations*, 10(1), PP. 46-56.
- Crisostomo, V., Freire, F., and Vasconcellos, F., (2011), Corporate Social Responsibility, Firm Value, and Financial Performance in Brazil, *Social Responsibility Journal*, 7(2), PP. 295-309.
- Daniel, A., William, M., and Nathalie, M., (2019), Why Did the Q. Theory of Investment Start Working?, *Journal of Financial Economics*, 133(2), PP. 251-272.
- Derek, A., and Aleksandar, S., (2018), Firm Size Matters Industry Sector, Firm Age and Volatility Do Too in Determining Which Publicly-Listed US Firms Pay a Dividend, *International Review of Financial Analysis*, 58, PP. 132-152.
- Ding, M., He, Z., Jia, Y., and Shen, M., (2020), State Ownership, Implicit Government Guarantees, and Crash Risk: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, PP. 1-56.
- Do, N., and Pham, H., (2016), Cash Holding, State Ownership and Firm Value: The Case of Vietnam, *International Journal of Economics and Financial*, 6, PP. 110-114.
- Du, M., and Boateng, A., (2015), State Ownership, Institutional Effects and Value Creation in Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Firms, *International Business Review*, 24(3), PP. 430-442.
- Dwi, L., (2013), Corporate Governance, Firm Size, and Earning Management: Evidence in Indonesia Stock Exchange, *Journal of Business and Management*. 10(4), PP. 77-82.



- El-Habashy, H., (2019), The Effects of Board and Ownership Structures on the Performance of Publicly Listed Companies in Egypt, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), PP. 1-15.
- El-Masry, A., (2010), Corporate Governance, Ownership Structure and Firm Performance of Egyptian Listed Companies, *Corporate Ownership and Control*, 8, PP. 535-551.
- Gaio, C., (2009), The Relative Importance of Firm and Country Characteristics for Earnings Quality around the World, *European Accounting Review*, 19(4), PP. 693-738.
- Gregory, A., Tharyan, R., and Whittaker, J., (2014), Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow: Risk and Growth, *Journal of Business Ethics*, 124, PP. 633-657.
- Girra, J., (2020), Back to Government Ownership: The Sovereign Wealth Funds Phenomenon. *Finance Research Letters*, 34, PP. 1-6.
- Haider, Z., Liu, M., Wang, Y., and Zhang, Y., (2018), Government Ownership, Financial Constraint, Corruption, and Corporate Performance: International Evidence, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 53, PP. 76-93.
- Handriani, E., (2020), The Role of Ownership in Increasing Firm Value of Manufacturing Industry in Indonesia, *Jurnal Organisasi Dan Manajemen*, 16(1), PP. 83-98.
- Henryani, F., and Kusumastuti, R., (2013), Analysis of Ownership Structure Effect on Economic Value Added, *International Journal of Administrative Science and Organization*, 20(3), PP. 171-178.
- Hermuningsih, L., (2013), Profitability, Growth Opportunities, Capital Structure and the Firm Value, *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, PP. 115-135.
- Hsiang-Tsai, C., and Yu-Chen, C., (2013), Government Ownership and Corporate Performance: Evidence from Green Technology Industry in Taiwan, *Investment Management and Financial Innovations*, 10(1), PP. 46-56.

- Huang, L., and Xiao, S., (2012), How Does Government Ownership Affect Firm Performance? A Simple Model of Privatization in Transition Economies, *Economics Letters*, 116(3), PP. 480-482.
- Irina, I., and Nadezhda, Z. (2009), The Relationship between Corporate Governance and Company Performance in Concentrated Ownership System: The Case of Germany, *Journal of Corporate Finance*, 4(12), PP. 34-56.
- Irma, M., Rodrigo, B., and Silvia, G., (2021), Dancing with Giants: Contextualizing State and Family Ownership Effects on Firm Performance in the Gulf Cooperation Council, *Journal of Family Business Strategy*, In Press (Forthcoming), Corrected Proof, PP. 1-12, Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2020.100373>.
- Jiang, K., and Wang, S., (2017), A Contractual Analysis of State versus Private Ownership, *China Economic Review*, 43, PP. 142-168.
- Karaca, S. and Eksi, I., (2012), The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Analysis over? Istanbul Stock Exchange (ISE) Listed Companies, *International Business Research*, 5(1), PP. 172-181.
- Kimathi, M., Galo, M., and Melissa A., (2015), Effect of Leverage on Performance of Non-Financial Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange, *Journal of Finance and Accounting*, 3(5), PP. 132-139.
- Kong, Y., Famba, T., Chituku-Dzimiro, G., Sun, H., and Kurauone, O., (2020), Corporate Governance Mechanisms, Ownership and Firm Value: Evidence from Listed Chinese Firms, *International Journal of Financial Studies*, 8(2), PP. 1-26.
- Kubo, K., and Viet, P., (2019), State Ownership, Sovereign Wealth Fund and their Effects on Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam, *Pacific-Basin Finance Journal*, 58, PP. 1-60.
- Kui. W., and Wei, J., (2021), State Ownership and Green Innovation in China: The Contingent Roles of Environmental and Organizational Factors, *Journal of Cleaner Production*, 314, PP. 1-43.



- Laporsek, S., Dolenc, P., Grum, A., and Stubelj, I., (2021), Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Slovenia, Economic Research-Ekonomska Istrazivanja, Forthcoming, Available at: <http://dx.doi.org/10.1080/1331677X.2020.1865827>.
- Lazzarini, S., and Musacchio, A., (2018) State Ownership Reinvented? Explaining Performance Differences between State-Owned and Private Firms, Corporate Governance: An International Review, 26(4), PP. 255-272.
- Li, L., Monroe, G., and Jing-Wang, J., (2021), State Ownership and Abnormal Accruals in Highly-Valued Firms: Evidence from China, Journal of Contemporary Accounting and Economics, 17(1), PP. 1-43.
- Li, T., Sun, L., and Zou, L., (2009), State Ownership and Corporate Performance: A Quartile Regression Analysis of Chinese Listed Companies, China Economic Review, 20(4), PP. 703-716.
- Lim, J., Dehning, B., Richardson, V., and Smith, R., (2011), A Meta-Analysis of the Effects of IT Investment on Firm Financial Performance, Journal of Information Systems, 25(2), PP. 145-169.
- Lin, C., Su, D., and Ma, Y., (2009), Corporate Governance and Firm Efficiency: Evidence from China's Publicly Listed Firms, Managerial and Decision Economics, 30(3), PP. 193-209.
- Liu, K., (2018), The Relation between Government Ownership and Firm Performance: Evidence from Cross-Country Datasets, International Journal of Business, 23(2), PP. 183-197.
- Lu, Y., and Shi, X., (2012), Corporate Governance Reform and State Ownership: Evidence from China, Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 41(6), PP. 665-685.
- Maaloul, A., Chakroun, R., and Yahyaoui, S., (2018), The Effect of Political Connections on Companies Performance and Value, Journal of Accounting in Emerging Economies, 8, PP. 185-204.
- Makhail, N., (2018), The Relationship between Egyptian Economic Reform, Corporate Governance, Firm Ownership and Firm's Value: An Empirical Study, ATASU, 22(5), PP. 131-175.

- Mollah, S., Al-Farooque, O., and Karim, W., (2012), Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance, *Studies in Economics and Finance*, 29(4), PP. 301-319.
- Mule, R., and Mukras, M., (2015), Financial Leverage and Performance of Listed Firms in a Frontier Market Panel: Evidence from Kenya, *European Scientific Journal*, 11(7), PP. 534-549.
- Musallam, S., (2020), State Ownership and Firm Value: Simultaneous Analyses Approach, *Journal of Asia Business Studies*, 14, PP. 50-61.
- Mykhayliv, D., and Zauner, K., (2013), Investment Behavior and Ownership Structures in Ukraine: Soft Budget Constraints, Government Ownership and Private Benefits of Control, *Journal of Comparative Economics*, 41(1), PP. 265-278.
- Nasr, H., Boubakri, N., and Cosset J., (2015), Earnings Quality in Privatized Firms: The Role of State and Foreign Owners, *J. Account., Public Policy*, (34), PP. 392-416.
- Ng, A., Yuce, A., and Chen, E., (2009), Determinants of State Equity Ownership, and its Effect on Value/Performance: China's Privatized Firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(4), PP. 413-443.
- Oyakhilome, W., and Felicia, O., (2018), Leverage and Firm Performance: New Evidence on the Role of Firm Size, *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. (45), PP. 57-82.
- Pargendler, M., (2012), State Ownership and Corporate Governance, *Fordham Law Review*, 80(6), PP. 2917-2973.
- Phung, D., and Mishra, A., (2016), Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Vietnamese Listed Firms, *Australian Economic Papers*, 55(1), PP. 63-98.
- Rasli, A., Goh, C., and Khan, S., (2013), Demystifying the Role of a State Ownership in Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Manufacturing Sector in Malaysia, *Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta u Rijeci / Proceedings of Rijeka School of Economics*, 31. PP. 233-252.



- Rasool, W., Asif, A., Kayani, F., and Zafar, M., (2011), The Impact of Leverage on Firms Performance and Profitability: A Case of Pakistan Industries, *Information Management and Business Review*, 3(5), PP. 242-249.
- Ren, M., Manning, S., and Vavilov, S., (2019), Does State Ownership Really Matter? The Dynamic Alignment of China's Resource Environment and Firm Internationalization Strategies, *Journal of International Management*, 25(3), PP. 1-17.
- Robert, J., (2013), A Leverage Ratio Rule for Capital Adequacy, *Journal of Banking and Finance*, 37(3), PP. 32-67.
- Samonas, S., Dhillon, G., and Almusharraf, A., (2020), Stakeholder Perceptions of Information Security Policy: Analyzing Personal Constructs, *International Journal of Information Management*, 50, PP. 144-154.
- Servaes, H., and Tamayo, A., (2013), The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness, *Management Science*, 59(5), PP. 1045-1061.
- Shimbar, A., and Ebrahimi, S., (2020), Political Risk and Valuation of Renewable Energy Investments in Developing Countries, *Renewable Energy*, 145, PP. 1325-1333.
- Sigitas, K., (2014), The Cost of Capital and Optimal Financing Policy in A Dynamic Setting, *Journal of Banking and Finance*, 48(3), PP. 42-56.
- Singhania, M. and Seth, A., (2010), Financial Leverage and Investment Opportunities in India: An Empirical Study, *International Research Journal of Finance and Economics*, 40, PP. 215-226.
- Siregars, S., and Utaman, S., (2008), Type of Earnings Management and the Effect of Ownership Structure Firm Size, and Corporate Governance Practices: Evidence from Indonesia, *The International Journal OF Accounting*, 43, PP. 1-27.

- Soltani, A., and Ravanmehr, N., (2011), Corporate Governance, Ownership Concentration, Cash Holdings and Firm Value on the Tehran Stock Exchange, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(6), PP. 47-55.
- Suberi, M., Jaafar, M., Osman, O., (2011), Assessment of the Financial Health of Malaysian Construction Firms Using Financial Ratio Analysis, *International Journal of Academic Research*, 3(1), PP. 200-207.
- Suchard, J., Humphery-Jenner, M. and Cao, X., (2021), Government Ownership and Venture Capital in China, *Journal of Banking and Finance*, 129, PP. 1-52.
- Thanatawee, Y., (2014), Institutional Ownership and Firm Value in Thailand, *Asian Journal of Business and Accounting*, 72, PP. 1-22.
- Tian, L., and Estrin, S., (2008), Retained State Shareholding in Chinese PLCs: Does Government Ownership Always Reduce Corporate Value? *Journal of Comparative Economics*, 36(1), PP. 74-89.
- Ting, I., Kweh, Q., Lean, H. and Juan, S., (2018), Founder Management, Government Ownership and Firm Performance: Evidence from Malaysia, *Institutions and Economies*, 10, PP. 1-17.
- Vo, X., (2018), Do Firms with State Ownership in Transitional Economies Take More Risk? Evidence from Vietnam, *Research in International Business and Finance*, 46, PP. 251-256.
- Vo, X., (2019), Residual Government Ownership and Corporate Investment Efficiency in Privatized Firms: Evidence from a Transition Country, *Asian-Pacific Economic Literature*, 33(2), PP. 121-127.
- Vu, K., Tower, G., and Scully, G., (2011), Corporate Communication for Vietnamese Listed Firms, *Asian Review of Accounting*, 19(2), PP. 125-146.
- Wang, K., and Xiao, X., (2009), Ultimate Government Control Structures and Firm Value: Evidence from Chinese Listed Companies, *China Journal of Accounting Research*, 2(1), PP. 101-122.



- Wei, Z., Xie, F., and Zhang, S., (2005), Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991–2001, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1), PP. 87-108.
- Wenjun, T., Xiaolan, Z., Lei, L., and Zhiang, L., (2021), Do Chinese Firms Benefit from Government Ownership Following Cross-Border Acquisitions?, *International Business Review*, 30(3), PP. 1-54.
- Wu, H., (2011), Can Minority State Ownership Influence Firm Value? Universal and Contingency Views of its Governance Effects, *Journal of Business Research*, 64(8), PP. 839-845.
- Xiao, J., He, Y., and Chow, C., (2004), The Determinants and Characteristics of Voluntary Internet-Based Disclosures by Listed Chinese Companies, *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, PP. 191-225.
- Xiao, S., and Zhao, S., (2012), Financial Development, Government Ownership of Banks and Firm Innovation, *Journal of International Money and Finance*, 31(4), PP. 880-906.
- Yu, M., (2013), State Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), PP. 75-87.
- Zeitun, R., and Mubarak, A., (2012), Government Ownership, Business Risk, Financial Leverage and Corporate Performance: Evidence from GCC Countries, *Corporate Ownership and Control*, 9, PP. 123-131.

ملاحق البحث
ملحق رقم (١)
"قائمة بأسماء شركات عينة الدراسة الميدانية"

م	الشركة
١	أبوقير للأسمدة.
٢	اسمنت بورتلاند طرة المصرية.
٣	اسمنت سيناء.
٤	إعمار مصر للتنمية.
٥	الاسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية.
٦	الاسكندرية للغزل والنسيج (سبينالكس).
٧	الاسماعيلية مصر للدواجن.
٨	الألومنيوم العربية.
٩	الأهرام للطباعة والتغليف.
١٠	البويات والصناعات الكيماوية.
١١	التعمير السياحي (تي يو سي).
١٢	الخدمات الملاحية والبتروولية (ماريديف).
١٣	الدلتا للسكر.
١٤	الدولية للمحاصيل الزراعية.
١٥	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار (سوديك).
١٦	السويدي الكتريك.
١٧	السويس للاسمنت.
١٨	الشرقية للدخان (ايسترن كومباني).
١٩	الشمس للإسكان والتعمير.
٢٠	الصعيد العامة للمقاولات.
٢١	العاشر من رمضان للصناعات الدوائية والمستحضرات التشخيصية (راميدا).
٢٢	العامة لاستصلاح الأراضي.
٢٣	العامة للصوامع والتخزين.
٢٤	العامة لمنتجات الخزف والصيني (شيني).
٢٥	العبور للاستثمار العقاري.
٢٦	العربية المتحدة للشحن والتفريغ.
٢٧	العربية لحليج الأقطان.
٢٨	العربية للأدوية.
٢٩	العربية للخزف (أراسمكو).
٣٠	العربية للصناعات الهندسية.
٣١	العز لحديد التسليح.
٣٢	العز للسيراميك والبورسلين (الجوهرة).
٣٣	القاهرة للأدوية.
٣٤	القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية.
٣٥	القاهرة للخدمات التعليمية.



تابع ملحق رقم (١)
"قائمة بأسماء شركات عينة الدراسة الميدانية"

م	الشركة
٣٦	القاهرة للزيوت والصابون.
٣٧	القناة للتوكيلات الملاحية.
٣٨	المتحدة للإسكان والتعمير.
٣٩	المصرية الكويتية القابضة.
٤٠	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز.
٤١	المصرية للاتصالات.
٤٢	المصرية للمنتجات السياحية.
٤٣	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي.
٤٤	النساجون الشرقيون للسجاد.
٤٥	النصر لصناعة المحولات والمنتجات الكهربائية.
٤٦	النصر للأعمال المدنية.
٤٧	النصر للملابس والمنسوجات (كابو).
٤٨	الوطنية للإسكان.
٤٩	أوراسكوم المالية القابضة.
٥٠	أوراسكوم للاتصالات والإعلام والتكنولوجيا القابضة.
٥١	أوراسكوم للاستثمار القابضة.
٥٢	أوراسكوم للإنشاء والصناعة.
٥٣	بالم هيلز للتعمير.
٥٤	جلوبال تليكوم القابضة.
٥٥	جنوب الوادي للأسمنت.
٥٦	جھينة للصناعات الغذائية.
٥٧	دلتا للإنشاء والتعمير.
٥٨	راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات.
٥٩	سماد مصر (إيجيفرت).
٦٠	سيدي كرير للبتر وكماويات.
٦١	غاز مصر.
٦٢	غبور للسيارات (جي بي أوتو).
٦٣	مدينة نصر للإسكان والتعمير.
٦٤	مصر الجديدة للإسكان والتعمير.
٦٥	مصر لإنتاج الأسمدة (موبكو).
٦٦	مصر لصناعة التبريد والتكييف.
٦٧	مصر للأسواق الحرة.
٦٨	مصر للزيوت والصابون.
٦٩	مصر للفنادق.
٧٠	يونيڤيرت للصناعات الغذائية.