

أثر حجم الملكية الأجنبية للمستثمر المؤسسي على حوكمة الشركات " دراسة
تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية "
مي خالد عبد اللطيف

الملخص:

استهدف البحث دراسة وتحليل أثر حجم ملكية المستثمر المؤسسي الأجنبي على حوكمة الشركات و ذلك من خلال دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية , وتوصلت الدراسة إلى أن المستثمر المؤسسي اتسم بالشفافية والكفاءة و ذلك وفقاً للخصائص المميزة له وتعزيز دور الحوكمة والرقابة على سلوك الإدارة يؤدي إلى زيادة جودة القوائم المالية المنشورة للمؤسسات وذلك بسبب ضخامة الاستثمارات التي تقوم بها تلك المؤسسات، وذلك بسبب تفعيل آليات حوكمة أخرى في الشركة كمجلس الإدارة، لجنة المراجعة أو مراجع الحسابات، حيث ان زيادة نسبة ملكية مؤسسات الاستثمار في أسهم الشركة يعزز من الدور الذي تلعبه تلك المؤسسات في حوكمة الشركات والرقابة على سلوك الإدارة التنفيذية و على اسواق المال.

الكلمات الدالة: المستثمر المؤسسي – الملكية المؤسسية الأجنبية – حوكمة الشركات .

Abstract:

The research aimed at studying and analyzing the impact of the size of foreign institutional investor ownership on corporate governance through an applied study on companies listed in the stock market, and the study found that the institutional investor was characterized by transparency and efficiency and that according to the distinctive characteristics of him and strengthening the role of governance and oversight of management behavior leads To increase the quality of the financial statements published for institutions due to the large investments made by those institutions, due to the activation of

other governance mechanisms in the company such as the Board of Directors, the Audit Committee or the auditor, as increasing the percentage of ownership of investment institutions in the shares of the company enhances the role played by those Institutions in corporate governance and oversight of executive management behavior and capital markets.

Key words: Institutional investor - foreign ownership - corporate governance

أولاً : المقدمة:

كانت اقتصاديات الدول النامية والضعيفة بحاجة إلى سوق مالي شيء إلزامي للنهوض باقتصادياتها، وذلك لشدة تأثير الأسواق المالية على المشروعات والإنجازات الاقتصادية وفي ظل التطور الاقتصادي ظهر إن تطور الأسواق المالية مرتبط بمدى الإصلاحات الجذرية في المجال المالي ودور القطاع الخاص في عملية التنمية ولأن كفاءة الأسواق المالية في المقام الأول تقاس بمدى مقدرتها على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو أوجه التوظيف المختلفة، فإن مقتضى ذلك هو توفر مناخ استثماري مشجع ومطمئن قادر على اجتذاب وتوظيف أموال المستثمرين.

في نهاية القرن الماضي تدفقت رؤوس الأموال العالمية إلى الأسواق الناشئة بمستويات لم يسبق لها مثيل، وقد اعتمد الكثير من المستثمرين علي المضاربة بهدف تحقيق الأرباح السريعة مما ادي ذلك لظهور ما يسمى بالمستثمر المؤسسي Institutional Investors بما يعني التحول من المستثمر التقليدي في سوق الأوراق المالية إلى مستثمر مؤسسي، وهو يعد أحد أهم المتعاملين في بورصات الأوراق المالية العالمية، لقيامه بتوظيف محافظ ضخمة للأوراق المالية واستثمارها في مختلف المؤسسات، كما ان سلوك المستثمرين يتأثر باختلاف هيكل الملكية ونوعه ولقد أصبحت تركيبة هيكل الملكية لها دور فعال في (تطبيق أو عدم تطبيق) قواعد حوكمة الشركات، كعلاقة الملكية المؤسسية والأجنبية وتركز الملكية بتفعيل آليات الحوكمة.

ثانياً: مشكلة البحث :

تتمثل مشكلة البحث في اختبار تأثير ملكية المستثمر المؤسسي الاجنبي على آليات حكومة الشركات، فإن مؤسسات الاستثمار التي تتمثل في (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات، وغيرها) بوسعها أن تلعب دور رئيسي في حكومة الشركات والرقابة على سلوك الإدارة في الشركات الاخرى المساهمه فيها بما يترتب عليه زيادة جودة القوائم المالية المنشورة لتلك الشركات مقارنة مع المستثمرين الأفراد باعتبار أن لهم قدرة رقابية أكبر من الملاك الأفراد، وبالتالي قد يكون تأثير في زيادة حجم الملكية المؤسسية على بعض آليات الحوكمة (مجلس الادارة – لجان المراجعة – المراجعة الخارجية) في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية .

ثالثاً : هدف البحث :

يتمثل الهدف الاساسي للدراسة في بيان دور حجم الملكية المؤسسية الاجنبية في تعزيز الحوكمة للشركة .

ويتفرع من الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

- 1- مفاهيم المستثمر المؤسسي و نشأته و الخصائص المميزة له .
- 2- مفهوم الحوكمة و الآليات الحديثة .
- 3- الدور الحوكمي للمستثمر المؤسسي من خلال معرفة تأثير المستثمر المؤسسي على نظام الحوكمة .

رابعاً : أهمية البحث:

1. الأهمية العلمية:

هذا البحث يتماشى مع الاتجاه المعاصر للفكر المحاسبي حيث تناولت عدة مقالات عن دور المستثمر المؤسسي في جودة نظم الحوكمة تتبع أهمية البحث من أهمية الاستثمار المؤسسي كوسيلة لتطوير أسواق المال العربية ، حيث تلعب فيه المؤسسات الدور الالم في صعود وهبوط السوق وذلك وفقاً لمعايير فنية و علمية متبعة ، ولا يبقى للمستثمرين الأفراد سوي بعض الهوامش غير المؤثرة بالسوق بما يبعد تلك

الأسواق عن الآثار السلبية للشائعات والمضاربات التي تسيطر على تصرفات المستثمرين الأفراد ومن ثم تصبح الأسواق أكثر نشاطاً وبالتالي أكثر جاذبية في نظر المستثمرين الاجانب لأنها الأكثروعياً و دراية وخبرة بأسرار السوق .

٢. الأهمية العملية:

هو أهمية البحث في حد ذاته فبرغم كثرة عدد الدراسات التي تناولت تطبيق آليات حوكمة الشركات إلا أن الملاحظ أن هذه الدراسات لم تتعرض بشكل مباشر لدور الاستثمار المؤسسي في هذا الشأن كآلية للتأثير علي تفعيل آليات حوكمة الشركات وهو ما سيتم طرحه في الدراسة الحالية.

خامساً : منهج البحث :

من حيث المنهج المتبع:

المنهج التحليلي:

سوف يتم إتباع المنهج التحليلي وذلك عن طريق إتباع الخطوات الرئيسية المحددة وفق هذا المنهج على النحو الذي يخدم الهدف الرئيسي للدراسة وذلك من خلال الآتي:

١. ملاحظة الظاهرة بحالتها: وهي وجود مستثمرين ذو الطابع المؤسسي في الشركات الدولية و تأثير حجم ملكيتهم للشركات علي الحوكمة .

٢. تكوين الإطار النظري للبحث وضع الفروض العلمية المتعلقة بالظاهرة الملحوظة.

٣. اختبار الفروض العلمية من خلال التحليل الاحصائي للفروض والوصول إلى حقائق جزئية.

٤. تحديد المنهجية الملائمة للقيام بالمسح الميداني اللازم لاختبار الفروض، وذلك من خلال تحديد نوع البيانات المطلوبة وعينة المجتمع المناسبة وطريقة تجميع البيانات بشكل منهجي.

٥. تعميم النتائج والحقائق التي تم التوصل إليها.

سادساً : هيكل البحث :

القسم الأول: نشأة و خصائص المستثمر المؤسسي

القسم الثاني : الدور الحوكمي للمستثمر المؤسسي

القسم الثالث : دراسة تطبيقية .

القسم الرابع: النتائج والتوصيات.

القسم الأول: نشأة و خصائص المستثمر المؤسسي

(١/١) تاريخ المستثمر المؤسسي ونشأته:

وفي هذه الدراسة سوف يتم لقاء الضوء على صعود المستثمرين المؤسسين منذ البدايات الصغيرة لهم والتي كانت في اوائل القرن العشرين إلى هيمنته على الأسواق المالية بحلول التسعينات وذلك في كلا من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، ووضحت الدراسات إلى ان الانواع الهامة والرئيسية للمستثمر المؤسسي هم شركات التأمين وصناديق المعاشات التعاقدية وصناديق الاستثمار (المغلقة – المفتوحة) والتي وصلت لذروتها في عام ١٩٩٢ واحتفظت بأكثر من نصف السندات الحكومية في المملكة المتحدة وأكثر من ٦٠% من الاسهم المدرجة في المملكة المتحدة، واستمرت هيمنة المستثمرين المؤسسين في سوق الاسهم الاميركي فتره اطول مما كانت عليه في المملكة المتحدة من ٦% في عام ١٩٥٠ إلى ٣٧% في عام ١٩٨٠ وارتفعت إلى ٦٧% في عام ٢٠١٠.

ويمكن اعتبار تجربة لندن في مجال الاستثمار المؤسسي ممثلة بشكل معقول للعالم الصناعي المتقدم في ذلك الوقت، على الرغم من أنها ذات نطاق أوسع وأكثر تنوعًا من أقرانها فعلى سبيل المثال، الصناديق الاستثمارية والتي اخترعها الهولنديون في القرن الثامن عشر، تم تطويرها بشكل كامل من قبل البريطانيين (بدءًا من تأسيس Foreign & Colonial في عام ١٨٦٨) ولكنها لم تتم ترقيتها بشكل كبير للمستثمرين الأمريكيين حتى عشرينيات القرن العشرين. حيث كانت الأوراق المالية للسكك الحديدية (خاصة السندات) أكثر جاذبية للأفراد والمؤسسات من الأوراق المالية الحكومية ذات العائد المنخفض، ولكن لعبت الأسهم الصناعية دورًا أكبر وأقدم في بورصة لندن من بورصة نيويورك (التي كانت معظمها أوراق مالية للشركات مدرجة في سكة حديد حتى عشرينيات القرن العشرين) قام المستثمرون الأمريكيون

عادةً بشراء الأوراق المالية الأمريكية، بينما كان المستثمرون البريطانيون يحتفظون بمحفظة متنوعة دولياً، على سبيل المثال، تضمنت عينة من ٥٠٨ محفظة للمستثمرين البريطانيين بين عامي ١٨٧٠ و ١٩٠٢ في المتوسط أكثر من ٢٠٪ من حيث القيمة في الأوراق المالية الأجنبية والاستثمارية.

من بين الأنواع الرئيسية للمستثمر المؤسسي، تتمتع شركات التأمين بأطول تاريخ، حيث تقدم العديد من شركات التأمين سياسات تأمينات الحياة منذ القرن الثامن عشر، تطورت بعض شركات التأمين كمؤسسات استثمارية تقدم دفعات عند انتهاء البوليصة أو عند وفاة حامل البوليصة. منذ الإعلان الأول عن المكافآت الحياة العادلة أو المتكافئة في القرن الثامن عشر، أصبح من الشائع بالنسبة لكل من شركات التأمين وصناديق المعاشات والمشاركة أن تقدم سياسات الوقف "بالأرباح" (أو "المشاركة")، وذلك بعد تغطية تكاليف الإدارة ومكافآت تأمينات الحياة، كانت هذه المنتجات تعتبر مدخرات طويلة الأجل وقائمة على محفظة استثمارية واسعة.

و كان أكبر مديري للاستثمار المؤسسي على مستوى العالم هو شركات التأمين، ولأنها تشارك بشكل أساسي في الأعمال طويلة الأجل والمدفوعات السنوية، لم تكن صناديق المعاشات التقاعدية من المستثمرين المؤسسين قبل الحرب العالمية الثانية ولكن منذ الخمسينيات فصاعداً، كانت الزيادة في قيمة أصول صناديق التقاعد سريعة للغاية. فبلغت قيمة أصول صناديق المعاشات التقاعدية في المملكة المتحدة التي بلغت قيمتها ٢ مليار جنيه إسترليني فقط في عام ١٩٥٧ وحوالي ٨٢٠ مليار جنيه إسترليني بحلول عام ٢٠٠٠، بمعدل سنوي قدره ١٦٪ بالقيمة الاسمية و ٨٪ بالقيمة الحقيقية خلال هذه الفترة. كان لدى شركات التأمين في المملكة المتحدة أصول بقيمة ٤.٩ مليار جنيه إسترليني في عام ١٩٥٧، أي ضعف أصول صناديق المعاشات التقاعدية، ولكن بحلول عام ٢٠٠٠، كانت صناديق المعاشات التقاعدية مطابقة فقط للحجم. تعوق المقارنات المباشرة الآن حقيقة أن شركات التأمين تقدم منتجات المعاشات التقاعدية وأن صناديق التقاعد تستثمر في الصناديق التي تديرها شركة التأمين. بحلول عام ٢٠٠٩، احتفظت شركات التأمين في المملكة المتحدة بأصول تبلغ قيمتها ١٠٠٪ من

الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بـ ٨٠٪ لصناديق التقاعد. في الولايات المتحدة، كانت الأرقام المقارنة لعام ٢٠٠٩ ٤٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي لأصول شركة التأمين و ٦٥٪ لأصول صندوق التقاعد.

(١/٢) المفاهيم الأساسية للمستثمر المؤسسي:

إلى الآن لم يتم التوصل إلى اتفاق عام حول تعريف المستثمر المؤسسي فان بعض التعريفات تشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في أسواق الأوراق المالية، والبعض الآخر يقتصر التعريف الخاص بها علي انها تلك المؤسسات التي يمثل الاستثمار النشاط الرئيسي في محافظ الاسهم، ويرى البعض الآخر في تناوله للمستثمر المؤسسي علي انه صناديق المعاشات، والبنوك، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار بالأخص.

حيث ينظر (sironi,2016) إلى المستثمرين المؤسسيين بالفعل على أنهم مجموعة فرعية من "العملاء المحترفين"، وقد تم تحديدها على النحو التالي: "العميل المهني هو عميل لديه الخبرة والمعرفة والخبرة لاتخاذ قرارات الاستثمار الخاصة به وتقييم المخاطر التي يتكبدها بشكل صحيح".

وقد عرف (Vivian W. Fang et all 2013) المستثمر المؤسسي بأنه: "مؤسسات مالية متخصصة في تجميع المدخرات وادارتها لصالح صغار المستثمرين، وذلك لتحقيق اهداف محددة وبمستوي مقبول من المخاطر، تعظيم العائد، والوفاء بالاستحقاقات".

ومن خلال ما تقدم من عرض الباحثين لمفهوم المستثمر المؤسسي فإن الباحثة خلصت إلى تعريف المستثمر المؤسسي بأنه "مؤسسات مالية متمثلة في شكل الشركات المساهمة في مجالات مختلفة تكون مسئولة عن ادخار أموال المستثمرين ذو الخبر المحدودة واستثمارها لهم لتحقيق عائد بنسب مجزية مقابل نسبة ضئيلة من المخاطر".

(٣/١) الخصائص المميزة للمستثمر المؤسسي:

المستثمر المؤسسي يتسم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره وتتمثل في ما يلي:

(١/٣/١) تخفيض المخاطر والتنويع الكفاء:

يعد التنويع من مميزات المستثمر المؤسسي والذي يتسم بقدرته على تكوين مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي تنتمي لقطاعات مختلفة في السوق التي تتكون منها المحافظ المالية، حيث يقدم المستثمر المؤسسي نمط لمشاركة المخاطر لمجموعة من صغار المستثمرين، ولذلك يستطيع المستثمر المؤسسي ان يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة بشكل افضل من المستثمر الفرد، سواء عن طريق التغطية أو التنويع. ويساعد ايضاً على تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، حيث انه يعمل التنويع على تقليل الخسائر وذلك لأنه في حالة تحقق خسائر نتيجة انخفاض سعر ورقة مالية معينة يعوضه ارتفاع سعر ورقة مالية أخرى، وللتنويع دور كبير في نمو المستثمر المؤسسي بشكل دولي، فانه يتمكن من تكوين وإدارة محفظة دولية بتكلفة اقتصادية مناسبة، وبذلك يتمكن من تخفيض المخاطر الخاصة بدولة ما، وهذا الامر الذي لا يمكن للمستثمر الفرد الصغير صاحب الثروة المتوسطة تحقيقه بسهولة.

(٢/٣/١) الإدارة المهنية:

يتم تعيين مدير استثمار محترف ليقوم بإدارة محافظ المستثمر المؤسسي ويكون متخصص في إدارة محافظ الأوراق المالية، حيث انه يقوم بدراسة أداء الشركات المقيدة بالبورصة واختيار الافضل، ثم يتم وضع الاستراتيجية اللازمة لاستثمار والتي من خلالها تحقق أهداف الاستثمار.

(٣/٣/١) مزايا تنظيمية:

يتوافر في المستثمر المؤسسي عدد من المزايا القانونية والتنظيمية التي لا يتمتع بها المستثمر الفرد، ومن هذه المزايا عدم خضوع المستثمر المؤسسي لمتطلبات الحد الأدنى من الاحتياطي النقدي، ومن الناحية القانونية الاعفاءات الضريبية على الأرباح

الرأسمالية والتوزيعات المحققة، ولكن تنص السياسات الخاصة بالمستثمر المؤسسي علي بعض الاحتياطات.

(٤/٣/١) المرونة والملائمة:

المستثمر المؤسسي يتميز بمرونة كبيرة حيث يحق للمستثمر ان يحول استثماراته من صندوق إلى اخر بمقابل رسوم بسيطة ويمكن أيضاً للمستثمر ان يقوم بتصفية استثماراته دفعه واحدة أو علي دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية، كما ان يبقي رأس المال المستثمر ويسحب الدخل المتولد عنه فقط، كما ان له ان يعيد استثمار ذلك الدخل إذا أراد.

(٥/٣/١) سهولة الاسترداد للأموال المستثمرة:

يمكن لكل مستثمر أن يقوم بشراء أو بيع أو إسترداد وثائق الاستثمار بطريقة سهلة وبسيطة، لكن يجب علي المستثمر قبل أن يتجه للاستثمار أن يستشير مستشاره المالي الذي قد يكون سمسار في الأوراق المالية، أو أي مستشار مالي بأحد البنوك أو شركات الاستثمار، حيث يقوم كل مستشار بتحليل احتياجات المستثمر المادية وأهدافه الاستثمارية وترشيح الذي يتناسب مع إمكانياته وأهدافه الاستثمارية.

القسم الثاني : الدور الحوكمي للمستثمر المؤسسي

(١/٢) مفهوم الحوكمة :

الحوكمة ما هي إلا "مجموعة من القواعد والاليات واللوائح التي تضمن نظام رقابة فعال وقوي ومنضبط علي كل اطراف المؤسسة وذلك بما يحقق حماية لحقوق المساهمين واصحاب المصالح وتعظيم قيمة المؤسسة وتحقيق أهدافها".

(٢/٢) آليات حوكمة المؤسسات:

وتتمثل آليات نظام حوكمة المؤسسات في الآليات الداخلية و الذي تبين ان المستثمر المؤسسي احد هذه الاليات ويمكن إيضاها كما يلي:

(١/٢/٢) الآليات الداخلية لحوكمة المؤسسات:

تنصب آليات حوكمة الشركات الداخلية على أنشطة وفعاليات الشركة، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف الشركة، وتتمثل آليات حوكمة الشركات الداخلية في العناصر التالية:

• مجلس الإدارة:

يعتبر مجلس الإدارة من أهم آليات حوكمة المؤسسات، فهو يمثل الآلية الأكثر أهمية لتشكيل قمة إطار حوكمة المؤسسات، فتفويض حملة الأسهم لمجلس الإدارة ومسؤوليات الرقابة والمتابعة على تسيير وأداء المنشأة يجعله على رأس السلطة الحاكمة في قرارات المنشأة وعلى الرغم من أن مجلس الإدارة يفوض معظم وظائف إدارة القرارات والعديد من وظائف التحكم بالقرارات إلى الإدارة العليا، وذلك من خلال حقه في المصادقة والإشراف على القرارات المهمة ووضع نظام الرقابة الملزم خلال المنشأة، والإشراف على مدى التزام الإدارة العليا بهذا النظام.

• هيكل الملكية:

يمكن تعريف هيكل الملكية من خلال توزيع الأسهم فيما يتعلق بالأصوات ورأس المال وأيضا من خلال هوية أصحاب الأسهم، فإن الهدف الكامن خلف مفهوم هيكل الملكية هو القدرة على فهم الطريقة التي يتفاعل بها حملة الأسهم مع إدارات الشركات كلما امكن، لتحديد المالك النهائي لمجموعة معينة من الشركات كما ان هياكل الملكية قد تتأثر بعوامل خاصة بكل بلد مثل الثقافة الوطنية والممارسات التجارية والحوافز الضريبية الوطنية والاختلافات في الهياكل القانونية الوطنية وقد يكون لكل قطاع إقتصادي أنواع مختلفة من هيكل الملكية المستدامة التي تساهم في تنافسية وصحة الشركة كما قد يؤدي الفشل في إنشاء هيكل ملكية مستدام إلى نتائج تتناقض مع ما يتوقعه المساهمون، ومن هنا يضع هذا الوضع صورة أن بنية الملكية هي من المحددات الحيوية في تعزيز أداء الشركة ويعتبر هيكل الملكية أحد القواعد الأساسية في حوكمة الشركات حيث ان التنوع في هيكل الملكية يعتبر أداة رقابية على الإدارة التنفيذية للشركات ويعكس طبيعة المالكين وحصصهم في رأس المال.

هياكل ملكية الشركات المساهمة:

يوجد عدة أنواع لهيكل الملكية في الشركات يتمثل في الآتي:

- الملكية العائلية.
- الملكية المركزة: (ملكية كبار المساهمين – الملكية الادارية – الملكية المؤسسية – الملكية الأجنبية).
- الملكية المشتتة.

وفيما يلي سيتم توضيح كلا منهم:

١. الملكية العائلية:

يقصد بالملكية العائلية نسبة الأسهم العادية التي يمتلكها أفراد العائلة في الشركة من قيمة الأسهم الاجمالية، حيث يتبين أن الشركات العائلية هي منظمات شائعة في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حد سواء، وتمثل الشركات المملوكة للعائلات ما يقرب ٩٠% من الشركات التي تتخذ الولايات المتحدة مقراً لها، كما يتم التحكم في أكثر من ثلثي الشركات من قبل الأسر في شرق آسيا وفي أوروبا الغربية تسيطر العائلة على حوالي ٤٤% من الشركات.

٢. الملكية المركزة:

وفي ظل هذا النوع من هياكل الملكية يتم التركيز في يد عدد محدد من المساهمين (كبار المساهمين من الأفراد – المؤسسات المالية – المديرين)، إما امتلاك معظم أسهم الشركة وبالتالي معظم حقوق التصويت لهم أو الذين يمتلكون نسبة كبيرة ومؤثره من الاسهم المصدرة للشركة (بنسبة تتراوح بين ١٥% و ٢٠%) مما يجعل لها الحق في الاشتراك في الإدارة وتوجيه السياسة المالية للشركة وذلك بالتمثيل المباشر بمجلس الإدارة أو من خلال حق التصويت والملكية المركزة عدة تصنيفات وفقاً لهوية المستثمر ونوعه وهم:

- ملكية مركزة في يد كبار المستثمرين (المستثمر الرئيسي).
- ملكية مركزة في يد الإدارة.
- ملكية مركزة في يد مستثمر أجنبي.

• ملكية مركزة في يد المؤسسات المالية (المستثمر المؤسسي).

٢/١ ملكية كبار الملاك أو المستثمرين (المستثمر الرئيسي):

تتركز ملكية الشركة في يد عدد قليل من كبار المساهمين، إذ يمتلكون نسبة كبيرة ومؤثرة من أسهم الشركة بالدرجة التي تمنحهم الحق في المشاركة بفعالية في الإدارة والرقابة علي قرارات وتصرفات الإدارة العليا. وغالبا ما تتطلب الجهات المشرفة علي الأسواق المالية اللازم الشركات بالإفصاح عن بيانات الملكية عند تجاوز نسبة معينة، حيث نصت المادة (٦١) من قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة "وعلى مجلس الإدارة أن يدعو الجمعية العامة إلى الانعقاد إذا طلب إليه ذلك مراقب الحسابات، أو عدد من المساهمين يمثل ٥% من رأس مال الشركة على الأقل"، كما نصت المادة رقم ٢٠٦ من اللائحة التنفيذية لقانون شركات الأموال علي أنه "يجوز للمساهمين الذين يملكون ٥% علي الأقل من أسهم الشركة أن يطلبوا إدراج بعض المسائل في جدول أعمال الجمعية العامة العادية".

٢/٢ تركيز الملكية في يد الإدارة:

ينظر إلى تملك الإدارة لجزء من أسهم الشركة علي أنها احدي الوسائل الهامة التي يمكن عن طريقها تخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح نتيجة فصل الإدارة عن الملكية، ورغم ذلك يوجد رأيين متعارضان نحو تأثير الملكية الإدارية علي أداء الشركة يتمثلان في الآتي:

- الرأي الأول يري أن هناك علاقة إيجابية بين مستوى الملكية الإدارية وأداء الشركة نتيجة افتراض تقارب المصالح.
- الرأي الثاني يري أن هناك علاقة سالبة بين مستوى الملكية الإدارية وأداء الشركة نتيجة أثار الحصانة والحماية لتصرفات الإدارة العليا عند المستويات المرتفعة من الملكية الإدارية، ويصعب التنبؤ بأثر مستوى الملكية الإدارية علي أداء الشركة، وتصبح العلاقة بين مستوى الملكية الإدارية وأداء الشركة غير نمطية وفقا لتعارض أثار الحصانة الإدارية وتقارب المصالح بين الإدارة والملاك.

٢/٣ الملكية الأجنبية:

ترتب على عولمة أسواق رأس المال، ومحاولة الشركات جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة زيادة نسبة ملكية المستثمرين الأجانب مما سيكون له تأثير جوهري في العديد من الدول، خاصة في أسواق رأس المال الناشئة والاقتصاديات الانتقالية، ومنها مصر والتي يزيد فيها الطلب على الأموال لذا يجب وضع الاستراتيجيات والسياسات التي تعمل على جذب تلك الاستثمارات والمحافظة عليها، وهي يمكن تعريفها بأنها ملكية أجنبية أو السيطرة 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.

٢/٤ الملكية المؤسسية (المستثمر المؤسسي):

تتمثل المؤسسات المالية في البنوك، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، وصناديق المعاشات، وقد أصبح للمؤسسات المالية دوراً سائداً ومسيطرأ في أسواق رأس المال وتأثيرها يتزايد عالمياً، ويرجع ذلك إلى تحول معظم الدول الاشتراكية إلى نظام السوق الحر عن طريق تطبيق برامج خصخصة الشركات المملوكة للدولة وشركات قطاع الأعمال العام، مما أدي إلى تطوير وتنشيط أسواق الأوراق المالية واتساع حجم أعمالها، مما أتاح لصناديق الاستثمار والمعاشات وشركات التأمين فرصة تنويع محافظها الاستثمارية، حيث أوضحت الدراسات زيادة ملكية المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وفرنسا وألمانيا.

ولأصحاب المصالح دور في الملكية المؤسسية فهم عرفوا بأنهم الاطراف الذين لهم مصالح داخل شركة ما مثال (الدائنين – العملاء – الموردين – الموظفين وغيرهم)، يجب ملاحظة ان هؤلاء الاطراف يكون لديهم مصالح قد تكون متعارضة ومختلفة في بعض الاحيان فالدائنون علي سبيل المثال يهتمون بقدرة الشركة علي السداد في حين يهتم العمال والموظفين بقدرة الشركة علي الاستمرار وينص هذا المبدأ علي ضرورة مراعاة مصالح الجهات ذات العلاقة من خلال احترام حقوق اصحاب المصالح والتي تنشأ بموجب القانون، وفي حال الاضرار بمصالح الجهات ذات العلاقة بسبب نشاط الشركة فإن هذه الجهات يجب ان تحصل علي التعويض المناسب، ويفضل حصول الاطراف ذات العلاقة بالملكية

أثر حجم الملكية الأجنبية للمستثمر المؤسسي على حوكمة الشركات " دراسة تطبيقية على الشركات ...

مي خالد محمد اللطيف

المؤسسية على المعلومات المناسبة بالوقت المناسب.

جدول رقم (٢-١)

الملكية المؤسسية لأكثر ٢٠ شركة أمريكية

م.	النسبة المئوية المملوكة لأكثر المساهمين			
	أكبر ٥%	أكبر ٢٠%	أكبر ٥٠%	
١.	شركة آبل	١٧.٥%	٢٦.٨%	٣٥.٤%
٢.	مايكروسوفت كورب	٢٠.٥%	٣٣.١%	٤٣.٢%
٣.	إكسون موبيل كورب	١٧.٨٥%	٢٧.١%	٣٥.٢%
٤.	جونسون & جونسون	١٩.٠%	٣٠.٣%	٤٠.٥%
٥.	جنرال اليكتريك	١٧.٥%	٢٨.٠%	٣٧.٣%
٦.	AT&T Inc.	١٩.٠%	٢٨.٨%	٣٧.٤%
٧.	ويلز فارجو وشركاه	٢٤.٩%	٤٠.٢%	٥١.٠%
٨.	فيريزون كومونيكيشنز إنك	٢٠.١%	٣٢.٩%	٤٣.٧%
٩.	شركة بروكتر أند غامبل	١٨.٤%	٢٨.٣%	٣٨.٢%
١٠.	جي بي مورغان تشيس وشركاه	١٩.٥%	٣٤.٧%	٤٧.١%
١١.	شركة فايزر	١٨.٧%	٣٢.١%	٤٥.١%
١٢.	شيفرون كورب	٢١.٦%	٣٣.٩%	٤٣.٦%
١٣.	شركة كوكاكولا	٢٦.٦%	٣٩.٩%	٤٨.٦%
١٤.	فيزا إنك	٢٣.٨%	٤١.٧%	٥٦.٣%
١٥.	هوم ديبوت إنك	٢٤.٤%	٣٧.٤%	٤٩.١%
١٦.	شركة ديزني (والت)	١٧.٩%	٢٩.٦%	٣٩.١%
١٧.	ميرك وشركاه	٢٦.١%	٣٨.٤%	٥٠.١%
١٨.	فيليب موريس انترناشيونال	٢٤.٨%	٤٠.٩%	٥٢.١%
١٩.	انتل كورب	٢٠.٢%	٣٢.٩%	٤٤.٦%
٢٠.	سيسكو سيستمز	١٨.٨%	٣٢.٢%	٤٥.٧%
	وسيط	٢٠.٨%	٣٣.٤%	٤٤.٢%
	متوسط	١٩.٨%	٣٢.٩%	٤٤.٢%

Source: B lucian A. , C alma and H scott , "The Agency Problems Of Institutional Investors", Discussion Paper No.930 ,Journal of Economic Perspectives, Vol.31, 2017, p92-93.

سرد الجدول السابق أكبر ٢٠ شركة أمريكية من حيث القيمة السوقية اعتبارًا من ٣٠ يونيو ٢٠١٦ (باستثناء الشركات المراقبة) والنسبة المئوية الإجمالية لسهم كل شركة مملوكة لأكثر من ٥ و ٢٠ و ٥٠ من المستثمرين المؤسسيين، ونظرًا لأن الأرقام الواردة في الجدول تستثني الحيازات الكبيرة من قبل مستثمرين غير مؤسسيين، فمن المحتمل أن تقل من شأن درجة تركيز الأسهم بين المستثمرين الذين لديهم حيازات كبيرة، حتى بين أكبر ٢٠ شركة، كان أكبر ٢٠ مستثمرًا مؤسسيًا في عام ٢٠١٦ يعني ملكية ٣٣.٤ في المائة (وملكية وسيطة مماثلة تبلغ ٣٢.٩ في المائة)، أي أكثر من ثلاثة أضعاف الرقم الذي أبلغ عنه بيرل أند مينز (١٩٣٢)؛ في كل من الشركات العشرين، يمتلك أكبر ٢٠ مستثمر مؤسسي أكثر من ٢٥ بالمائة. علاوة على ذلك، من بين هذه الشركات العامة الكبيرة جدًا، تبلغ النسبة المملوكة لأكثر من ٥٠ مستثمرًا من المؤسسات ٤٤.٢ في المائة (المتوسط هو ٤٤.٢ في المائة أيضًا). ربما تكون الزيادة في التركيز أكثر وضوحًا عند النظر إلى النسبة المئوية الإجمالية المملوكة لأكثر خمسة من المساهمين، والتي يبلغ متوسطها ٢٠.٨ في المائة (متوسط ١٩.٨ في المائة) وأعلى من ١٧ في المائة في كل من أكبر ٢٠ شركة أمريكية.

٣. الملكية المشتتة:

وهي الملكية التي يوجد فيها عدد كبير من المساهمين بالشركة وكل مساهم يمتلك عدد قليل من الأسهم بحيث لا تتجاوز ملكية أي مساهم نسبة ٥% من أسهم الشركة كما حددتها المادة (٢٠٦) من اللائحة التنفيذية لقانون شركات الأموال رقم (١٥٩) لسنة (١٩٨١)، ومن ثم يضعف من تأثير المستثمر الفرد على قرارات وتصرفات الإدارة، ويزيد من تكاليف ومشاكل الوكالة الناتجة من الإدارة عن الملكية.

• لجنة المراجعة:

هي أحد اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة يتحدد دورها كأحد آليات حوكمة المؤسسات في ضوء الصلاحيات الممنوحة لها، والمسؤوليات الملقاة على عاتقها، وتتوقف فعالية هذه الآلية على تركيبة اللجنة واستقلاليتها ودورها في اقتراح تعيين ومساءلة المراجع الخارجي وعلاقتها بالمراجعة الداخلية.

• المراجعة الداخلية:

تؤدي وظيفة المراجعة الداخلية دور هاماً في عملية الحوكمة، وذلك عن طريق زيادة قدرة المواطنين على مساءلة الشركة، حيث يقوم المراجعون الداخليون من خلال الأنشطة التي ينفذونها بزيادة المصداقية، العدالة، تحسين سلوك الموظفين العاملين في الشركات المملوكة للدولة و آلية مهمة من آليات المراقبة ضمن إطار هيكل الحوكمة، وبشكل خاص فيما يتصل بضمان دقة ونزاهة التقارير المالية ومنع واكتشاف حالات الغش والتزوير، وقد اعترفت الهيئات المهنية والتنظيمية بأهمية وظيفة المراجعة الداخلية في عملية الحوكمة، فقد أكدت لجنة كادبري (Cadbury Committee) على أهمية مسؤولية المراجع الداخلي في منع واكتشاف الغش والتزوير، ولتحقيق هذه الوظيفة لأهدافها يجب أن تكون مستقلة ومنظمة بشكل جيد وتستند إلى تشريع خاص بها.

(٢/٢/٢) تأثير المستثمر المؤسسي على نظام حوكمة المؤسسات:

يتمتع المستثمر المؤسسي بميزة نسبية في تفعيل الحوكمة المؤسسية عن المستثمر الفرد، حيث توفر الحوكمة الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف المنشأة ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأداء، إلا أن مبادئ المنظمة الدولية للتعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) توضح أن حوكمة الشركات لا تقتصر فقط على الهياكل الداخلية للشركة، إنما تتطلب كذلك وجود مؤسسات خارجية داعمة لها تعمل على تشجيع الأسواق التي تتسم بالشفافية والكفاءة، تقوم تلك القواعد بتحديد كيفية اتخاذ القرارات والإفصاح الكامل عن أداء الشركة والوضع المالي والقرارات الجوهرية المتخذة من قبل الإدارة العليا حتى تساعد المستثمرين على تحديد المخاطر المترتبة على الاستثمار في أسهم هذه الشركات.

فان للمساهمين تأثير كبير في أهداف المؤسسة، كلاً يتحقق طبقاً لفتته، فكل نوع من المساهمين يسعى لتحقيق أهدافه الخاصة فالمستثمرين المؤسسيين يسعون دائماً إلى توجيه المؤسسة نحو زيادة الأداء وبالتالي رفع القيمة السوقية لأسهمها ومن ثم زيادة ثروة الملاك، أما المساهمات العائلية فتهتم بطول حياة المؤسسة واستمراريتها، الدولة

تهدف إلى توجيه المؤسسة نحو الجوانب الاجتماعية كطبيعة العمل والحماية الاجتماعية للعمال، أما المؤسسات المساهمة فتقوم بمحاولة تطوير التبادلات التجارية وتحقيق نمو مطلوب.

يقوم المستثمر المؤسسي بدور هام في تعزيز دور الحوكمة والرقابة على سلوك الإدارة مما يترتب عليه زيادة جودة القوائم المالية المنشورة للمؤسسات مقارنة مع المستثمر الفرد وذلك بسبب ضخامة الاستثمارات التي تقوم بها تلك المؤسسات، وكذلك ضخامة المسؤولية الملقاة عليها مما يعد دافعاً هاماً لتلك المؤسسات نحو تفعيل آليات حوكمة أخرى في الشركة كمجلس الإدارة، لجنة المراجعة أو مراجع الحسابات، حيث ان زيادة نسبة ملكية مؤسسات الاستثمار في أسهم الشركة، يزيد من الدور الذي تلعبه تلك المؤسسات في حوكمة الشركات والرقابة على سلوك الإدارة التنفيذية، مما يترتب عليه انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين في السوق كما أن توجد علاقة طردية بين درجة حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية نتيجة حوكمة الشركات، إن تحديد أسعار الأسهم بشكل أكثر كفاءة نتيجة لصغر حجم عمليات المضاربة وتصبح العمليات اليومية أسرع، وتتناسب زيادة نسبة الاستثمار المؤسسي في الشركة طردياً مع زيادة عدد الأعضاء من خارج الشركة في مجلس الإدارة وكذلك زيادة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في لجنة المراجعة، وهو ما يعني أن زيادة الاستثمار المؤسسي في الشركة يؤدي إلى زيادة درجة استقلال مجلس الإدارة واللجان التابعة له مما يزيد من فاعلية دوره في حوكمة الشركات.

القسم الثالث : الدراسة التطبيقية

تقوم الباحثة بعمل دراسة تطبيقية، ليتم التعرف على الإجراءات التي يجب القيام بها لاختبار فرضية البحث، وعرض نتائج اختبارها ، وتفسير تلك النتائج بما يتوافق مع الإطار النظري للدراسة، وذلك من خلال مجموعة من الخطوات كما يلي:

(١/٣) أهداف الدراسة التطبيقية:

تسعى الدراسة الحالية إلى تحقيق الهدف المرجو و الذي في ضوءها يتم صياغة فرضية الدراسة، وتتمثل في الآتي:

(١/١/٣) توضيح التأثير المباشر لتمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية إلى تعيين مدير أجنبي لديها أو مجلس الإدارة أو التعاقد مع شركة مراجعة من شركات 4 big.

(٢/٣) فرضية الدراسة:

تحقق الدراسة الحالية مجموعة من الفروض الإحصائية في ضوء الأهداف السابق ذكرها، وقد اعتمدت الباحثة في صياغة فروض الدراسة على الفرض البديل فرض العدم Alternative Hypothesis والذي يفترض وجود علاقات بين المتغيرات الخاضعة للدراسة، وبناء على الفرض يوجد احتمال قبول أو رفض الفرض في ضوء النتائج الإحصائية باستخدام الأسلوب الإحصائي المناسب لكل فرض من الفروض الخاضعة للدراسة، ويمكن صياغة فرضية الدراسة كما يلي:

- لا تؤدي تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية إلى (تعيين مدير أجنبي لديها، تعيين مدير أجنبي لديها في لجنة المراجعة، احتمال التعاقد مع شركة مراجعة من شركات 4 big).

(٣/٣) مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة الزمنية من ٢٠١٤ - ٢٠١٨، وقد اختارت الباحثة هذه الفترة الزمنية لتمثل الفترة محل الدراسة وذلك للتعويض عن المتغيرات التفسيرية طبقاً لما هو متاح من بيانات خلال هذه الفترة، بالإضافة إلى وجود معلومات كاملة عن المتغيرات الخاضعة

للإختبار خلال هذه الفترة، مما يؤدي إلى إمكانية اختبار فرضية الدراسة، وقد تم اختيار العينة وفقاً للمحددات التالية:

- ١- أن تنتمي الشركات الخاضعة للدراسة للقطاعات التالية (البنوك، صناديق الإستثمار، الإتصالات، الأدوية، التشييد والبناء)، و سبب اختيار هذه الشركات لعينة الدراسة هي أنها تعتبر احد اشكال المستثمر المؤسسي (شركات مساهمة عامة).
 - ٢- تستبعد الشركات التي تعد قوائمها المالية بعملة بخلاف العملة المحلية (الجنية المصرى).
 - ٣- ألا تكون قد تعرضت هذه الشركات للشطب أو التوقف خلال فترة الدراسة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨.
 - ٤- استبعاد الشركات التي تنتهي السنة المالية المتعلقة بها في غير تاريخ انتهاء السنة المالية ٣١-١٢.
 - ٥- أن تتوفر التقارير المالية السنوية عن الشركة بانتظام وأن تتوفر فيها البيانات الكافية لحساب متغيرات الدراسة.
 - ٦- وكذلك استبعاد البيانات المفقودة حتى لا يحدث خطأ في التحليل الإحصائي، وكانت البيانات المفقودة ١٨٧ مشاهدة.
- ولإجراء الدراسة التطبيقية قد أسفر تطبيق المحددات السابقة عن إختيار عينة من (٢١) شركة بواقع ١٠٥ مشاهدة ، وقد قامت الباحثة بإستبعاد الشركات التي لم تتوفر لديها بيانات حول المتغيرات الخاضعة للدراسة خلال فترة الدراسة وعددهم (٢٢) شركة، ويوضح الجدول التالى إجراءات إختيار عينة الدراسة:

أثر حجم الملكية الأجنبية للمستثمر المؤسسي على حوكمة الشركات " دراسة تطبيقية على الشركات ...

مي خالد محمد اللطيف

جدول (٣-١) إجراءات اختيار عينة الدراسة

عدد المشاهدات	عدد الشركات	إجراءات العينة
٤٢٥	٢٥٠	مجتمع الدراسة
٤٨	٢٢	يخضم: الشركات غير المتاح لها بيانات حول الدراسة
٨٥	٤٥	يخضم: شركات تنتهي السنة المالية في تاريخ غير ١٢/٣١
١٨٧	١٦٢	يخضم: البيانات المفقودة
١٠٥	٢١	العينة النهائية

٤/٣ مصادر الحصول على البيانات:

- إتمدت الباحثة في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على (المعلومات الواردة بالقوائم المالية للشركات المقيدة في البورصة والمرفق بها الإيضاحات المتممة لها وكذلك تقارير المراجعين) وتم الحصول على تلك البيانات من خلال:
 - المواقع الإلكترونية المختلفة التي تهتم بتوفير المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالبورصة المصرية مثل: موقع معلومات مباشر (www.mubasher.info)، وموقع إتش سي لتداول الأوراق المالية، (www.hcestox.com)، وموقع أرقام (www.argaam.com)، كما تم الاعتماد على البيانات الثانوية " التاريخية " المتاحة عبر المواقع الإلكترونية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
 - شركة مصر لنشر المعلومات المسؤولة عن بيانات الشركات المقيدة بالبورصة لإستكمال البيانات غير المتاحة على محركات البحث السابقة.
 - وقد تم تطبيق الدراسة على ٢١ شركة من قطاعات مختلفة.
- ↔ **اختبار الفرض الرئيسي:** " لا يؤدي تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية إلى (تعيين مدير أجنبي لديها، تعيين مدير

أجنبي لديها في لجنة المراجعة، احتمال التعاقد مع مكتب مراجعة من مكاتب (big 4)".

يتضح من هذا الفرض وجود نوعين من المتغيرات، وهما:

✓ المتغير المستقل: تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية

✓ المتغير التابع: (تعيين مدير أجنبي لديها، تعيين مدير أجنبي لديها في لجنة المراجعة، احتمال التعاقد مع شركة مراجعة من شركات (big 4)، وقد تم قياس هذه المتغيرات من خلال القيمة الإحصائية (٠)، (١)، الأمر الذي يعني إمكانية الاعتماد على الإنحدار اللوجستي Logistic Regression وذلك لأن المتغير التابع يحمل القيم صفر، ١، وبنفس مخرجات الطريقة المعتادة نحصل على البيانات التالية:

جدول (٣-٢)

اختبار الفرض الرئيسي باستخدام الإنحدار اللوجستي

النتيجة	قيمة المعنوية	Wald كا ^٢	الخطأ المعياري	معامل التحديد	معامل الإنحدار	المتغيرات التابعة	المتغير المستقل
معنوي	٠,٠٠٥	٧,٩٢١	٠,٢٠٤	٠,٥٧٣	٠,٠٣٣	تعيين مدير أجنبي لديها	تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية
معنوي	٠,٠٠١	١٠,٩٧٢	٠,٢٠١	٠,٦٦٦	٠,٠٤٦	تعيين مدير أجنبي لديها في لجنة المراجعة	تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية
معنوي	٠,٠٠٠	١٨,٦٣٠	٠,١٩٠	٠,٨٢٠	٠,٠٨١	احتمال التعاقد مع شركة مراجعة من شركات big 4	تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي.

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

١- معنوية تأثير تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية على تعيين مدير أجنبي لديها، حيث إن المتغير المستقل يفسر ٥٧,٣% من التباين.

من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع والباقي يرجع لعوامل لم تدخل في النموذج.

٢- معنوية تأثير تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية على تعيين مدير أجنبي لديها في لجنة المراجعة، حيث إنها تفسر ٦٦,٦% من التغيرات والباقي يرجع لعوامل لم تدخل في النموذج منها الخطأ العشوائي، أو عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى ضمن نموذج الإنحدار.

٣- معنوية تأثير تمتع الشركات الأجنبية العاملة في مصر بمستوى عال من الملكية المؤسسية على احتمال التعاقد مع شركة مراجعة من شركات 4 big، حيث إنها تفسر ١٩% من التغيرات والباقي يرجع لعوامل لم تدخل في النموذج و هذه النتائج تتوافق مع نتائج دراسة (fang,2015) و التي توضح انه من خلال انه في ظل بيئة معلومات جيد و من خلال الدور الحوكمي للمستثمر المؤسسي و يمكن ان يؤثر زيادة حجم ملكية المستثمر المؤسسي علي تحسن القابلية للمقارنة من خلال اختيار مراجعين خارجيين من مؤسسات المراجعة Big4 و اختيار اعضاء مجلس ادارة اكفاء .

القسم الرابع: النتائج والتوصيات

١/٤ النتائج:

- يتمتع المستثمر المؤسسي بالعديد من الخصائص المميزة له والتي تظهر اختلافه عن المستثمر عن المستثمر الفرد وتمثل القدرة علي التنوع علي المستوي المحلي أو الدولي بسبب ما يتميز به اقتصاديات الحجم والإدارة المحترفة القادرة علي جمع وتحليل السياسات بمستوي كبير من الدقة كما ينتمل المستثمر المؤسسي حافزاً قوياً لتطوير وتحديث السوق وتشجيعه للمنافسة وذلك من اجل تحقيق زيادة في كفاءة النظام المالي حيث انه لا يعمل كوسيط مالي، بل يساعد علي تحديث الابتكارات المالية وتعزيز الشفافية والافصاح عن المعلومات ويساهم في تطوير السوق من خلال قدرته في السيطرة علي عمليات البيع والشراء للأوراق المالية نظراً لما يتمتع به من محافظ استثمارية كبيرة.

- توفر الحوكمة الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف المنشأة ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأداء، والمستثمر المؤسسي اتسم بالشفافية والكفاءة وتعزيز دور الحوكمة والرقابة على سلوك الإدارة يؤدي إلى زيادة جودة القوائم المالية المنشورة للمؤسسات وذلك بسبب ضخامة الاستثمارات التي تقوم بها تلك المؤسسات، وذلك بسبب تفعيل آليات حوكمة أخرى في الشركة كمجلس الإدارة، لجنة المراجعة أو مراجع الحسابات، حيث ان زيادة نسبة ملكية مؤسسات الاستثمار في أسهم الشركة يعزز من الدور الذي تلعبه تلك المؤسسات في حوكمة الشركات والرقابة على سلوك الإدارة التنفيذية و علي اسواق المال.
- سوق الاوراق المالية المصري قد يتأثر بسبب الاستثمارات الاجنبية و صناديق الاستثمار الاجنبية ذات الخبرة الكبيرة في سوق المال لما تحدثه في الاسواق من تذبذبات ، حيث قد يحدث ان يدخل المستثمرين مع زيادة دخول الصناديق الاجنبية و يخرج مع خروجها من الاسواق للاستفادة من ارتفاع الاسعار التي يسببها في الاسواق.

٢/٤ التوصيات:

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كل من الدراسة النظرية والتطبيقية توصي الباحثة بما يلي:

- تقترح الباحثة جذب وتشجيع المزيد من المستثمرين المؤسسين المصريين لزيادة استثماراتهم من الاسهم في المحافظ الاستثمارية لتنشيط سوق الأوراق المالية ومساعدة السوق ضد التقلبات التي من المحتمل حدوثها من قبل المستثمرين الاجانب.
- عمل الجهات المختصة بتوفير المعلومات الكافية لأكبر قدر من جمهور المستثمرين والمدخرين الأفراد ومدعم بالخبرات والمهارات التي تمكنهم من قراءة وتحليل القوائم المالية للشركات وتحديد المحددات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار أو انسحاب المستثمرين من السوق .

- أثر المستثمر المؤسسي علي تخفيض تكاليف تطبيق مبادئ واليات الحوكمة في بيئة الاعمال المصرية.
- دور هيكل الملكية المؤسسي في تخفيض عدم تماثل المعلومات في ضوء تطبيق معايير المحاسبة الدولية.

المراجع :

أولاً : المراجع العربية:

١. باسل امين شعيب مسمح، أثر هيكل الملكية علي الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، الجامعة الاسلامية، غزة، ٢٠١٨.
٢. بن ثابت علال، بن جاب الله محمد، " المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات " ، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، ٢١ و ٢٢ نوفمبر ٢٠٠٦ .
٣. البورصة خطوه في خطوه، البورصة المصرية، صناديق الاستثمار، ابريل ٢٠١١، ص ٣.
٤. بوسي احمد جمال الدين احمد، (٢٠١٤) ، دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية دراسة الحالة المصرية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
٥. خالد سعيد رشاد محمود، "دراسة تحليلية لأثر الاستثمار المؤسسي علي اليات حوكمة الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية "، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠١٧.
٦. دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية، أكتوبر، ٢٠٠٥.
٧. رنا مصطفى دياب ، واقع تطبيق معايير الحوكمة المؤسسية في المصارف الاسلامية في فلسطين: دراسة تطبيقية علي المصارف الاسلامية العاملة في قطاع غزة، رسالة ماجستير، اكااديمية الإدارة والسياسة للدراسات العليا، جامعة الأقصى، فلسطين، ٢٠١٤.
٨. سليمان رشيدة، " دور اليات الحوكمة في تحسين الأداء المالي لشركات التأمين -دراسة حالة شركة CRAMA للتأمينات "، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خضير، بسكرة، الجزائر، ٢٠١٣، ص ١٠.
٩. عمر عبد الفتاح محمد، " تأثير تعاملات المستثمر المؤسسي علي مدي كفاءة سوق الاوراق المالية "، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠.

١٠. فارس مازن الرشيدات، " العلاقة بين الملكية المؤسسية والسياسات المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة والمدرجة في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير، كلية الاعمال، جامعة الشرق الاوسط، ٢٠١٢.
١١. مادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية لقانون رقم ٩٥ سوق رأس المال لسنة ١٩٩٢ .
١٢. مادة ٢٠٦ من نفس القانون .
١٣. مادة رقم ٦١ من قانون ١٥٩ شركات الاموال لسنة ١٩٨١ .
١٤. ماده ٢٠٦ من اللائحة التنفيذية من قانون شركات الاموال رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .
١٥. منير ابراهيم هندي، " ادوات الاستثمار في اسواق رأس المال: الاوراق المالية وصناديق الاستثمار"، منشأة المعارف، الاسكندرية، ٢٠٠٨ .
١٦. منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء مدخل حوكمة الشركات، سلسلة الفكر الحديث في الادارة المالية"، الطبعة الاولى ، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٩ .

ثانياً : المراجع الأجنبية:

1. Blume, Marshall E. and Donald B. Keim , "The Changing Nature of Institutional Investing". **Critical Finance Review**. Forthcoming , 2014 .
2. Chu, W. (2011). Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size. **Asia Pacific Journal of Management**, 28(4), 833-851
3. Corbin, J. Investor Relations: The Art of Communicating Value. Thomson/Aspatore, USA,2004.
4. Gillan, Stuart, and Laura T. Starks. (2003), "**Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective**".
5. In book: Financial Market History: Reflections on the Past for Investors Today, Chapter: 14, Publisher: CFA Institute Research Foundation, Editors: David Chambers, Elroy Dimson, January 2017 . Available at: <https://www.researchgate.net/publication/316923946> **The Rise of Institutional Investors**

6. Mudambi, Ram, and Carmela Nicosia. (1998), "Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry." **Applied Financial Economics** 8, no. 2.
7. OECD , Principales of Corporate Governance , 1999 .
8. Rutterford, Janette and Hannah Leslie," The Rise of Institutional Investors " , January 2017 .
9. Rutterford, Janette, "A preliminary study of investor portfolios 1870 to 1902". **Conference paper. AHIC, Seville**, September 2013.available at: https://www.researchgate.net/publication/270590408_A_preliminary_study_of_investor_portfolios_1870_to_1902.
10. Serdar, C. and Mats,I., Institutional investors and ownership engagement ,2014.
11. Sironi, A., "**Asset Management and Institutional Investors**", 2016.
12. Traflet, Janice , **A Nation of Small Shareholders: Marketing Wall Street after World War II**. Baltimore: The John Hopkins University Press ,2013.
13. Trusted Sources.2011, Insurance Companies and Pension Funds as Institutional Investors: Global Investment Patterns. (November). Accessed 18 February, 2016. <http://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Pages/Insurance-companies-and-pension-funds.aspx> .
14. Vivian W. Fang, Mark Maffett, & Bohui Zhang, "Foreign Institutional Ownership and the Global Convergence of Financial Reporting Practices", May 2013.
15. B lucian A. , C alma and H scott ,"The Agency Problems Of Institutional Investors", Discussion Paper No.930 ,**Journal of Economic Perspectives**, Vol.31, 2017.