

أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي: دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي

د. أحمد بن محمد العامري

أستاذ المحاسبة المساعد
رئيس قسم العلوم الإدارية
كلية المجتمع - جامعة الملك سعود
المملكة العربية السعودية

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى بناء نموذج مفاهيمي يتناول هيكل الملكية كعامل وسيط يؤثر على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي وفحصه بالتطبيق على جميع المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي والبالغ عددها (12) مصرفاً للفترة من 2010 إلى 2015. وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد، خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، من أهمها: أن المصارف المبحوثة تميل إلى استخدام أموال الملكية في تمويل أنشطتها، إذ بلغ متوسط نسبة المديونية فيها (23.4%). كما أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشرين للأداء المالي للمصارف محل الدراسة، وتبين أيضاً أن تركيز الملكية أثر بشكل إيجابي على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، أما ملكية الأفراد فقد أثرت بشكل سلبي على كلا مؤشري الأداء المالي للمستخدمين. كما أظهرت النتائج وجود أثر لهيكل الملكية كعامل وسيط على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في المصارف المبحوثة، بحيث إن أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي قد تأثر إيجاباً وسلباً في حالة وجود هيكل الملكية كعامل وسيط في العلاقة. وأخيراً، فقد خلصت الدراسة إلى جملة من التوصيات، كان أبرزها ضرورة تحقيق المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي توازن في هيكل الملكية يضمن درجة مناسبة من الرقابة على أداء المديرين وقراراتهم خاصة فيما يتعلق بمستويات نسب المديونية والذي يساهم في تحسين مستويات الأداء المالي لديها.

الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية، هيكل رأس المال، الأداء المالي، المصارف السعودية.

المقدمة:

يعتبر أداء الصناعة المصرفية من القضايا المهمة على صعيد النمو والتنمية الاقتصادية للدول، حيث إن ضعف الأداء المالي للمصارف يؤدي بشكل كبير إلى أزمة طويلة المدى يمكن أن تؤثر سلباً على القدرة التنافسية للشركات والاستقرار الاقتصادي بالإضافة إلى عوائد حملة الأسهم (Okafor, 2013). ورغم ذلك لا يزال الأداء المالي في القطاع المصرفي قضية مثيرة للجدل بالنسبة للباحثين وصانعي السياسات. فاقتماداً، يمكن تقييم الأداء المالي للشركات من خلال بعض المؤشرات كالربحية، ونمو الأرباح الموزعة، ودوران المبيعات، والموجودات، ورأس المال العامل وغيرها (Almajali et al., 2012). ومع ذلك، فإن الجدل لا يزال قائماً حول مؤشرات قياس أداء الشركات (Liargovas & Skandalis, 2008)، فقد أشار (Elvin & Hamid, 2016) إلى أن مؤشراً واحداً لا يمكن أن يعكس جوانب الأداء المالي للشركات، وبالتالي فإن استخدام عدة مؤشرات يمكن من بناء تصور وتقييم أفضل لواقع أداء الشركات. ولقد شهدت الأدبيات والدراسات التي تناولت العلاقة بين التمويل بالدين وأداء الشركات تطوراً هائلاً منذ الطرح الذي قدمه كلاً من (Modigliani & Miller, 1958) بشأن هيكل رأس المال. حيث يمثل هيكل رأس المال الحل الذي تتبناه العديد من الشركات لتمويل أصولها من خلال

* تم استلام البحث في يناير 2018، وقبل للنشر في مارس 2018.

الجمع بين الأسهم والديون والأسهم المختلطة (Espireh et al., 2013). ولكن النتائج في هذا السياق أظهرت تبايناً واضحاً؛ فدراسة Modigliani & Miller قامت على مجموعة افتراضات في ظل ظروف أسواق رأس المال المثالية، وهي: عدم وجود تكاليف المعاملات والضرائب وتكاليف الإفلاس، ووجود تناظر في معلومات السوق، وتكافؤ في تكاليف الاقتراض لكل من الشركات والمستثمرين. وعلى الرغم من الظروف التقييدية لدراسة Modigliani & Miller، أظهرت نتائجها أن هيكل رأس المال غير مرتبط بأداء الشركات. وبعد هذه النتيجة، قامت دراسات عديدة بتسليط الضوء على أوجه القصور في السوق من خلال تطوير عددًا من النظريات متعددة الأوجه للكشف عن سياسات التمويل المثلى، وبالرغم من ذلك لا يوجد حتى الآن نظرية ذات قبول عالمي في هذا المجال. ولاحقًا، تم تطوير العديد من النظريات لتفسير العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات كنظرية الترتيب السلمي (Pecking Order Theory)، ونظرية التبادل المتوازن (Static Tradeoff Theory)، ونظرية تكلفة الوكالة (Agency Cost Theory). وفي ضوء هذه النظريات تم طرح الكيفية التي تقوم بها الشركات بتحديد مصادر واستخدام التمويل بهدف تعظيم قيمة الشركة لجميع أصحاب المصالح المعنيين.

وفي أدبيات تمويل الشركات تمثل العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركات أحد الموضوعات الجدلية المهمة والمستمرة. ويُعتبر كلاً من (Berle & Means, 1932) الرواد الأوائل في لفت الانتباه إلى أن هيكل الملكية المختلط قد يؤدي إلى تدني أداء الشركات؛ أي وجود علاقة عكسية بين انتشار الملكية وأداء الشركات. وقد فسّر الباحثان هذه النتيجة بأن المديرين الذين يمتلكون حق التصرف بالنيابة عن المالكين، لا يتصرفون عادةً بما يحقق مصلحة المساهمين على النحو الأمثل لتعزيز الربحية، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين. وفي المقابل خالف (Demsetz, 1983) هذا الرأي من خلال ملاحظته بأن هيكل الملكية ينبغي أن يُنظر إليه على أنه عنصر داخلي لتعظيم الأرباح وقيمة الشركة وكدليل لتخصيص الموارد واستخدامها. حيث يقول Demsetz أنه عندما يقرر أصحاب شركة خاصة طرح أسهم الشركة للبيع، أو عندما يوافق مساهمو شركة عامة على توزيع ثانوي للأسهم، فإنهم في الواقع يقررون تغيير هيكل ملكية شركاتهم وجعله أكثر انتشارًا، حيث يعكس التداول اللاحق للأسهم رغبة المالكين الحاليين والمحتملين في تغيير حصص الملكية في الشركة. ويضيف Demsetz أنه في حالة الاستحواذ على الشركات، يكون للمالكين تأثير مباشر وهيمنة على هيكل الملكية، وبهذه الصورة، يعكس هيكل ملكية الشركة القرارات التي يتخذها أولئك الذين يمتلكون أو الذين سيمتلكون الأسهم في تلك الشركة. ويمكننا القول، أن هيكل الملكية المنبثق، سواء أكان مُركبًا أو منتشرًا، سيتأثر بمصالح المساهمين في مجال تعظيم الأرباح، وكنتيجة لذلك، لا تكون هناك علاقة منتظمة بين التغييرات في هيكل الملكية والتغييرات في أداء الشركة. ولقد أشار (Elvin & Hamid, 2016) إلى أن العديد من المؤلفات حول الإدارة الاستراتيجية والمالية ترى أن نظرية الوكالة تلعب دورًا مهمًا في تحديد العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركة. وأكد (Berger & Patti, 2000) على ضرورة أخذ هيكل ملكية الشركة بعين الاعتبار عند فحص قضايا التمويل؛ ذلك لأن الاختلافات في هيكل الملكية تؤثر على كفاءة مواءمة أهداف الأطراف الداخلية (المدرء) مع أهداف مقدمي التمويل (المساهمين). وفي إطار هيكل رأس المال، وجد (Twairesh, 2014) أن الأدبيات التي تفحصت التطبيقات الأدائية لخيارات هيكل رأس المال في الأسواق المتقدمة كثيرة ومتعددة في المداخل والتحليلات، بينما هناك ندرة لهذا النوع من الدراسات الميدانية في الأسواق النامية أو التي تمر باقتصاداتها بمرحلة انتقالية، حيث يكون سوق رأس المال فيها أقل كفاءة وغير ناضج ويعاني من عدم تناظر المعلومات بشكل واضح. ومن ثم، فإن بيئة السوق قد تتسبب في عدم اكتمال قرارات التمويل وتخضع لدرجة كبيرة من عدم الانتظام (غير قياسية).

واستنادًا إلى ما تقدم، يمكن القول بأن الاختلافات فيما يتعلق بممارسات الهيكل المالي وهيكل الملكية بين الاقتصادات المتقدمة والنامية من شأنها أن تؤثر على أداء الشركات بشكل متباين. وعليه، فإنه من غير الصحيح أن نفترض أن نتائج البحوث في السياق الغربي قد تنطبق أيضًا على أجزاء أخرى من العالم فيما يتعلق بالهيكل المالي. حيث إن هناك العديد من الفروق المهمة التي توجد بين السياق الغربي المتقدم والسياسات العربية الناشئة من حيث ممارسات هيكل رأس المال وهيكل الملكية مما سيؤثر في نهاية المطاف على أداء الشركة. أضف إلى ذلك، أن معظم الدراسات المتعلقة بتأثير هيكل رأس المال على أداء الشركات في الاقتصادات الناشئة تعطي نتائج متضاربة وغير متناسقة وتميل إلى التركيز على إقامة علاقة مباشرة بين هيكل رأس المال والأداء المالي، في حين أن قليل من الدراسات دمجت هيكل رأس المال مع متغيرات أخرى كاهتمام بحثي (الشاهد والعناتي، 2016). ورغم أن بعض الأدلة المتاحة حتى الآن أظهرت أن لهيكل رأس المال أثر في الأداء المالي للشركات في البلدان النامية، بما في ذلك السعودية، إلا أن أثر هيكل الملكية -كعامل وسيط- على العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء

الشركات في الأسواق النامية لا يزال غير خاضع للفحص والتحليل. وعليه تأتي هذه الدراسة لسد النقص في هذا النوع من الدراسات في البيئة العربية خاصةً ومنها البيئة السعودية. حيث يحتل هذا الموضوع أهمية خاصة في القطاع المصرفي السعودي الذي شهد تغيرات ملاحظة في التركيب وهيكل الملكية من أجل تحسين أداء الصناعة المصرفية في السعودية.

مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة في النسق البحثي العربي عمومًا والسعودي خصوصًا، والذي يقوم على تفحص الظواهر المالية بعلاقات مباشرة من أجل التأكد من مدى انسجامها مع الطرح الغربي المعاصر وافتراضاته بمعزل عن الظواهر الأخرى التي قد تؤثر وتتأثر بالظاهرة تحت الدراسة. وهذا بدوره يغيب إمكان معالجة أكثر من ظاهرة في الوقت نفسه، ويولد قصورًا في دراسة البعد التكاملي بين الظواهر المالية. وعليه، تتمثل مشكلة الدراسة في استكشاف الدور الوسيط لهيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات بالتطبيق على المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

أهمية الدراسة

تتناول الدراسة الحالية موضوعًا يتم بحثه لأول مرة - على حد علم الباحث - في البيئة العربية ومنها السعودية، ويتمثل في التعرف على تأثير هيكل الملكية كعامل وسيط على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات بالتطبيق على القطاع المصرفي. حيث يعتبر هذا القطاع من القطاعات الاقتصادية السعودية المهمة على صعيد الدور المحوري له في تجميع المدخرات وإعادة توجيهها لمختلف الأنشطة الاقتصادية والأفراد. كما يشهد هذا القطاع تحولات جذرية على صعيد المنافسة، تتطلب منه تكوين هيكل وأداء مالي مستدام قادر على مواجهة التحديات وتكوين الميزات التنافسية كونه حلقة الوصل بين الاقتصاد المحلي والاقتصادات الخارجية. وهذا تعمل الدراسة الحالية على سد النقص في البحث المالي السعودي، وتؤسس لبناء لبنة أولية تمهد الطريق لدراسات لاحقة في مجال العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للشركات. إضافةً إلى توجيه أنظار إدارات المصارف والمساهمين فيها والمستثمرين والدائنين والمحللين الماليين والجهات الرقابية نحو الدور الوسيط لهيكل الملكية سالف الذكر. وعليه فإن مشكلة الدراسة تتمثل في الإجابة عن السؤال الرئيس التالي:

«هل يؤثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمصارف السعودية؟».

أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- بناء نموذج مفاهيمي يربط بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات وهيكل الملكية فيها.
- 2- التحقق من هذا النموذج المفاهيمي بالتطبيق على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي.
- 3- التعرف على أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمصارف المدرجة في السوق المالي السعودي.

الإطار النظري والدراسات السابقة

الأداء المالي للشركات Corporate Financial Performance

ينال موضوع الأداء المالي للشركات اهتمامًا كبيرًا من المنظرين والباحثين في حقول عديدة كالإدارة الاستراتيجية، فهو يمثل أحد أهم المحاور لممارسي الأعمال في مختلف أنواع المنظمات وأحجامها؛ كونه يمتلك تأثيرًا واسع النطاق على نمو الشركات وبقائها وتنافسيتها، كما يعكس مدى فعالية وكفاءة الإدارة في استخدام موارد الشركة، الذي بدوره يساهم في تعزيز الاقتصاد المحلي للدولة بشكل عام (Naser & Mokhtar, 2004). وعادةً يتم تعريف الأداء على أنه النتيجة المترتبة على تنفيذ النشاط، وبالتالي يتوقف المقياس المناسب لتقييمه على نوع القطاع الذي تنتهي إليه الشركة، وكذلك الأهداف التي يتعين تحقيقها من خلال ذلك التقييم. وبالرغم من تطوير عدد من الباحثين في مجال الإدارة الاستراتيجية لمجموعة نماذج متنوعة لتحليل الأداء المالي، لم يتم حتى الآن التوصل إلى إجماع حول هذه النماذج، وإنما تم الاتفاق وبقدْر ضئيل

بشأن ما يمثل مجموعة مهمة وصالحة من مقاييس الأداء. ويرى (Phung & Mishra, 2016) أن أداء الشركة يؤثر إلى مدى كفاءة عمليات الشركة أثناء ممارسة أعمالها، وهذا بدوره أدى إلى اعتماد العائد على الأصول (ROA) (نسبة صافي الدخل إلى إجمالي الأصول) كمقياس للأداء المالي للشركات في دراسات عديدة سابقة. فكلما ارتفعت قيمة هذا المقياس، دل ذلك على وضع أفضل للشركة من حيث الكفاءة في استخدام أصولها لتعظيم الأرباح. أما مقياس العائد على حقوق الملكية (ROE) (صافي الربح بعد الضرائب - مطروحاً منه قيمة الأسهم المفضلة، إن وجدت - إلى حقوق المساهمين) فهو مؤشر آخر لأداء الشركة لقياس مقدار الربح المتحقق كنسبة مئوية من حقوق المساهمين العاديين، ومن ثم معدل الربح الصافي للمستثمرين كمرود على مخاطرتهم في توظيف أموالهم. وتدل هذه النسبة على مدى كفاءة الإدارة في توظيف أموال المساهمين (الحمدان والقضاة، 2013؛ النعيمي والتميمي، 2008)، وتعكس النسبة المرتفعة له قبول الشركة لفرص استثمارية قوية بجانب إدارة فعالة للمصروفات. ومع ذلك، إذا اختارت الشركة توظيف مستوى مرتفع من الديون حسب معايير الصناعة، فإن العائد المرتفع على حقوق الملكية قد يكون ببساطة نتيجة افتراض مخاطرة مالية مفرطة (Ong et al., 2014). وفي إطار الدراسة الحالية سيتم استخدام هذين المقياسين كمؤشر للأداء المالي للمصارف محل الدراسة.

الهيكل المالي للشركات Corporate Financial Structure

يمثل الهيكل المالي للشركة مزيجاً من التمويل الداخلي (حقوق الملكية - الأموال الخاصة) والتمويل الخارجي (الديون - الاقتراض) الذي يجعل تكلفة رأس المال في أدنى حد ممكن، ويسهم بدوره في تعظيم ثروة المالكين وزيادة قابلية الشركة في توفير فرص استثمارية جديدة. ولقد ساهمت دراسات عديدة بشكل مباشر وغير مباشر في ربط هيكل رأس المال للشركات بأدائها المالي. ففي دراسة (Vintilă et al., 2014) حول العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات في بورصة بوخارست وباستخدام عينة من 40 شركة، أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية قوية بين الأداء المالي للشركات وهيكل رأس المال. وقد أعزى الباحثان هذه النتيجة إلى كون مقدمي التمويل لهذا الشركات هم من المستثمرين المؤسسيين الذين يمثلون أساساً الدولة في هيكل الملكية لهذه الشركات، وهذا بدوره أدى إلى ضعف الرقابة من قبل مديري الشركات وبالتالي ضعف الأداء المالي لهذه الشركات. في حين أظهرت دراسة (Ejigu, 2016) على شركات التأمين الأثيوبية ودراسة (Oladeji et al., 2015) على شركات النفط في نيجيريا أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على الأداء المالي لشركات التأمين محل الدراسة. في حين جاءت دراسة (Mwambuli, 2016) لفحص العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات غير المالية في سوق الأسهم لشرق إفريقيا، باستخدام عينة من 34 شركة، وأظهرت نتائجها أن هيكل رأس المال له تأثير سلبي على الأداء المالي للشركات محل الدراسة. أما دراسة (Khanam et al., 2014) فأكدت التأثير السلبي لهيكل رأس المال على أداء شركات صناعة الأغذية في باكستان (ن=49 شركة) من حيث العائد على حقوق الملكية، وهامش صافي الربح، والعائد على رأس المال المستخدم، والعائد على الأصول، وربحية السهم للسهم الواحد. في حين جاءت دراسة (Habimana, 2014) لفحص تأثير مستويات الديون على الأداء المالي للشركات العاملة في الأسواق الناشئة باستخدام عينة من 18.876 شركة. وأظهرت هذه الدراسة أن الرافعة المالية ترتبط سلباً بالعائدات، ولكن ترتبط ارتباطاً إيجابياً بالمخاطر المنهجية.

وفي دراسة (Skopljak & Luo, 2012) التي أجريت بهدف فحص العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء في مؤسسات الودائع المعتمدة في أستراليا باستخدام عينة من 23 شركة، تم اختيار العائد على حقوق الملكية كمقياس مالي مقارن، وأظهرت نتائجها وجود علاقة تربيعية كبيرة وقوية بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات الأسترالية محل الدراسة. ففي مستويات منخفضة نسبياً من الرافعة المالية، أدت الزيادة في التمويل بالدين إلى زيادة كفاءة الربح وبالتالي تفوق في الأداء المصرفي العام، أما على مستويات عالية نسبياً من الرافعة المالية، فإن زيادة التمويل بالدين أدت إلى انخفاض كفاءة الربح وبالتالي انخفاض أداء الأداء المصرفي. كما أظهرت دراسة (Quang & Xin, 2014) ودراسة (Nassar, 2016) وجود تأثير سلبي لهيكل رأس المال على أداء الشركات في سياق بيئة الاقتصادات الانتقالية الناشئة. أما في البيئة العربية ومنها السعودية، فقد أجرى (Twairesh, 2014) دراسة لفحص تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركات غير المالية (ن=74) للفترة من 2004 إلى 2012. وتناولت هذه الدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال بمتغيراته الثلاث: الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل والديون الإجمالية، والأداء التشغيلي الذي تم قياسه بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن جميع متغيرات هيكل رأس المال الثلاثة لها تأثيرات دالة إحصائية على العائد على الأصول، بينما

أثرت الديون طويلة الأجل بشكل إيجابي على العائد على حقوق الملكية. أما دراسة الحمدان والقضاة (2013) فتناولت أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان خلال 1991-2010. وأظهرت نتائجها المطبقة على (13) مصرفاً أن هيكل رأس المال له تأثير إيجابي ودال إحصائياً على أداء المصارف الأردنية مقياساً بالعائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، ونصيب السهم من الأرباح الصافية. وجاءت دراسة (Abbadi & Abu-Rub, 2012) على المؤسسات المالية الفلسطينية لتظهر بأن نسبة القروض إلى الأصول ونسبة القروض إلى الودائع لم تؤثر في العائد على حقوق الملكية وفي القيمة السوقية للمصرف.

ومن خلال المراجعة السابقة، فإنه من الواضح أن الدراسات التي تناولت العلاقة بين تمويل الشركات (أي هيكل رأس المال) وأدائها قدمت أدلة مختلطة ومتناقضة من حيث طبيعة هذه العلاقة. وفي هذا السياق وبناءً على نتائج دراسة (Twaresh, 2014) في البيئة السعودية، يمكننا صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى H1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال على الأداء المالي مقياساً بالعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي.

هيكل الملكية بالشركات *Corporate Ownership Structure*

يعتبر هيكل الملكية أحد أهم المفاهيم الأساسية في تمويل الشركات التي أثارت جدلاً واسعاً في العقود الثمانية الماضية. ويرجع السبب في ذلك إلى حقيقة مفادها أن العديد من الشركات الحديثة لا يتم التحكم فيها وإدارتها من قبل الأشخاص الذين يمتلكونها (الفصل بين الملكية والإدارة). كما ويعتبر هيكل الملكية أيضاً أحد المكونات الرئيسة في الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance)، ويعكس بشكل أساسي طبيعة المالكين وحصصهم في رأس المال. وعادةً يتم تقسيم هيكل الملكية على النحو التالي (الشاهد والعناتي، 2016):

1- نسبة تركيز الملكية: (**Concentrated Ownership**) يقصد بتركيز الملكية وجود عدد قليل من المالكين للشركة،

وعادةً يمتلك هؤلاء المالكين زمام أمور الإدارة فيها. وقد يؤدي تركيز الملكية إلى نوع من تضارب أو تعارض المصالح بين هؤلاء القلة من المالكين وبين الأقلية الأخرى من المساهمين (Kiatapiwat, 2010). وهذا النوع من التضارب أو التعارض قد ينجم عنه آثار سلبية أو إيجابية على الأرباح. وعادةً يأخذ تدخل كبار المساهمين في شئون الشركة أشكالاً متعددة من أبرزها (Fan & Wong, 2002): (1) الحصول على مقاعد في مجلس الإدارة، وبالتالي تدخلهم بشكل مباشر في أنشطة الشركة المتنوعة وقراراتها الإدارية (2) الاتصال المباشر والشخصي مع الإدارة (3) الحصول على معلومات سرية عن الشركة واستغلالها لتحقيق مصالح ومنافع شخصية (3) التهديد ببيع حصصهم من أسهم الشركة إذا لم يتم تمرير القرارات التي يرغبون بها. وأما فيما يتعلق بتحديد نسبة الملكية كأساس لقياس تركيز الملكية، فقد اعتمدت دراسات عديدة السابقة على النسبة 2%: «فكلما زاد عدد المساهمين الذين يملكون 2% فأكثر من أسهم الشركة يزداد تركيز الملكية في عدد أقل من المساهمين» (الشاهد والعناتي، 2016: 19).

2- الملكية الأجنبية (**Foreign Ownership**): للملكية الأجنبية دوراً هاماً على صعيد تحسين الحاكمية المؤسسية،

حيث يمكن لهؤلاء المستثمرين الأجانب ممارسة دور رقابي على الشركات التي يستثمرون فيها. وعادةً ما يمارس المستثمرون الأجانب دورهم الرقابي على الشركات المحلية من خلال استخدام حق التصويت للتأثير على القرارات الإدارية، أو عن طريق التهديد بسحب استثماراتهم من الشركات المحلية (Aggarwal et al., 2011). وفي سياق نظرية عدم تماثل المعلومات وبعد المسافة ونظرية المعرفة يمكن أن تتوازن فرصة حصول المستثمرين المحليين على معلومات أكثر من المستثمرين الأجانب مع ميزة الخبرة المعرفية لدى المستثمرين الأجانب والتي تفوق المعرفة لدى المستثمرين المحليين، وهذا بدوره يساهم في الحد من التلاعب بالأرباح (Dwi, 2013).

3- ملكية المؤسسات والأفراد (**Institutional & Individual Ownership**): تعتبر ملكية المؤسسات أحد الأدوات

الفعالة في تحقيق الحاكمية المؤسسية في السياق الخارجي. ففي حالة استثمار المؤسسات كالمصارف وشركات الاستثمار لحجم كبير من أموالها في بعض الشركات، فإن ذلك يؤهلها للرقابة عليها (Dechow & Dichev, 2002) والحصول على المعلومات من داخل الشركات وخارجها. ومن جهة أخرى، يرى بعض الباحثين أن المؤسسات لا تلعب دوراً فعالاً في الرقابة على أنشطة الإدارة، بل يعتبرون أن من مصلحة مالكي الشركات والمؤسسات التي

استثمرت في هذه الشركات أن يتعاونوا في تقليل الرقابة على الإدارة؛ مما سيؤدي إلى تحسين أدائها (Nasr et al., 2009). في حين يتحدد الدور الرقابي للأفراد في حالة امتلاكهم لنسب عالية من أسهم الشركة، وبالتالي الانتقال إلى هيكل ملكية آخر وهو هيكل تركيز الملكية.

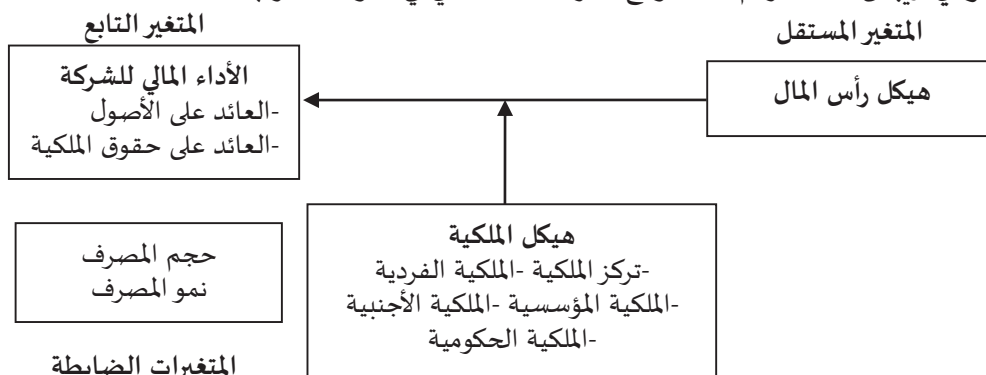
4- نسبة الملكية الحكومية (State Ownership): تعاني الشركات التي بها وجود حكومي عالٍ من مشكلة الوكالة بشكل واضح؛ وذلك كون المديرين في هذه الشركات يكونون مسئولين من قبل الحكومة وليس من قبل المالكين العاديين (Shleifer & Vishny, 1993). ومن جهةٍ أخرى، إذا كان هدف الحكومة هو تحسين حاكمية الشركات التي تملكها؛ لدعم وجود سوق ذات كفاءة تجذب رأس المال المحلي والأجنبي وتقليل تكلفة رأس مال الشركات المحلية، فإن ذلك سينعكس إيجاباً على أرباح الشركات التي تملك حصصاً فيها (Le & Buck, 2011).

ومن الناحية البحثية، ظهر متغير هيكل الملكية في الدراسات السابقة كأحد المتغيرات المؤثرة بشكل إيجابي أو سلبي على أداء الشركات. فقد أظهرت دراسة (Wellalage et al., 2012) أن تأثير الملكية الداخلية على أداء الشركات المدرجة في سريلانكا (ن=152) أكثر إيجابية وأهمية من الملكية الخارجية (ملكية الأفراد)، ولكن في الوقت نفسه تكون الحماية القانونية للمستثمرين ضعيفة في هذا السياق. كما أجرى (Manguny, 2011) دراسة حول أثر هيكل الملكية على أداء الشركات في كينيا على عينة من المصارف بلغ قوامها (40) مصرفاً. وقد كشفت الدراسة أنه لا يوجد فرق دال إحصائياً بين نوع الملكية والأداء المالي للمصارف. إضافةً إلى ذلك، كان أداء البنوك المملوكة من قبل الأجانب أفضل قليلاً من البنوك المملوكة محلياً. كما قام (Zouari & Taktak, 2012) بفحص العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي في (53) مصرفاً إسلامياً موزعة على (15) بلداً للفترة من 2005 إلى 2009. وأشارت نتائج هذه الدراسة عدم وجود ارتباط دال إحصائياً بين هيكل الملكية المركز وأداء البنوك الإسلامية. كما أظهرت نتائج هذه الدراسة أن ملكية العائلة والدولة تؤثر بشكل إيجابي على أداء المصارف محل الدراسة. أما نتائج دراسة (Rajput & Bharti, 2015) على عينة من الشركات الهندية (ن=100)، فقد أظهرت تأثيراً إيجابياً دال إحصائياً للمستثمرين المؤسسيين الأجانب وملكيتهم العائلة على العائد على حقوق الملكية، بينما أثر المساهمون الحكوميون بشكل سلبي على هذا المقياس المالي. أما في نيجيريا، فقد أظهرت دراسة (Uwugbe & Fakile, 2012) وجود تأثير إيجابي لجميع أشكال هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات (ن=31). وقد أكدت هذه النتيجة دراسة (Gugong et al., 2014) التي أجريت على (17) شركة نيجيرية. في حين جاءت دراسة (Aanu et al., 2016) لتؤكد عدم صحة هذه النتيجة وبالتالي عدم وجود تأثير لهيكل الملكية على الأداء المالي لـ (20) شركة نيجيرية.

وفي إطار البيئة العربية، جاءت دراسة (Khamis et al., 2015) لفحص العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي على عينة من (20) شركة في البحرين. وأظهرت نتائج الدراسة أن هيكل الملكية المركزي يؤثر سلباً على أداء الشركات، في حين يؤثر هيكل الملكية الإدارية إيجاباً على أداءها في حالة تدني تركيز الملكية. وكشفت دراسة (Ahmed & Abdel Hadi, 2017) والتي أجريت على تسع دول عربية (مصر، والبحرين، وقطر، والكويت، والإمارات العربية المتحدة، والمغرب، وتونس، وعمان، والأردن) وجود أثر لهيكل الملكية على الأداء المالي للشركات العاملة في هذه الدول التسع. كما أظهرت الدراسة أن تركيز الملكية يؤثر سلباً على هذا الأداء، في حين أثر هيكل الملكية الحكومية إيجاباً على العائد على الأصول في الشركات محل الدراسة. وفي البيئة السعودية، أظهرت دراسة (Al-Ghamdi & Rhodes, 2015) والتي أجريت على (792) شركة سعودية خلال الفترة من 2006 إلى 2013، عدم وجود تأثير لتركيز الملكية على أداء الشركات.

يتضح لنا من الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي سواء في البلدان المتقدمة والبلدان النامية عدم وجود اتساق في نتائجها كما هو الحال فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات. وبما أن كلا المتغيرين -هيكل رأس المال وهيكل الملكية- يمتلكان تأثيراً واضحاً على الأداء المالي للشركات سلباً أو إيجاباً، يمكننا افتراض وجود دور وسيط لهيكل الملكية في التأثير على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات، حيث إن هذا النوع من العوامل الوسيطة في التأثير على هذه العلاقة مغيب بشكل واضح في الدراسات السابقة وذلك حسب حد علم الباحث. وعليه، ستقوم الدراسة الحالية بتوسيع أطر الأدبيات والدراسات المتعلقة بتأثير هيكل رأس المال على أداء الشركة عن طريق إدخال متغير وسيط وهو هيكل الملكية. وفي ضوء هذه الخلفية، تم صياغة الفرضية التالية:

الفرضية الثانية H2: يتوسط هيكل الملكية وبشكل دال إحصائياً العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي مقياساً بالعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي. ويبين الشكل رقم (1) نموذج الدراسة المفاهيمي في ضوء متغيراتها الثلاث.



المتغيرات الوسيطة
الشكل رقم (1): نموذج الدراسة

منهجية الدراسة
مجتمع الدراسة

يمثل مجتمع الدراسة كل المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي وعددها 12. قام الباحث بأخذ جميع مفردات مجتمع الدراسة كمشح شامل، وبتجميع البيانات باستخدام أسلوب البيانات المجمعة (Pooled Data) خلال الفترة (2010-2015) لأغراض التحليل.

النموذج الإجمالي للدراسة

في ضوء فرضيات الدراسة ونموذجها المفاهيمي تم بناء نموذجين إجرائيين للدراسة وعلى النحو التالي:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CAPS + \beta_2 OWNSTR + \beta_3 CAPS * WNSTR + \beta_4 SIZE + \beta_5 GRW + \varepsilon$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 CAPS + \beta_2 OWNSTR + \beta_3 CAPS * WNSTR + \beta_4 SIZE + \beta_5 GRW + \varepsilon$$

حيث إن:

ROA: مقياس للأداء المالي للمصرف ويمثل نسبة العائد على الأصول.

ROE: مقياس للأداء المالي للمصرف ويمثل نسبة العائد على حقوق الملكية.

CAPS: هيكل رأس المال مقاساً بالرفع المالي وتم قياسه بنسبة المطلوبات طويلة الأجل إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.

OWNSTR: هيكل الملكية ويقاس بتركز الملكية والملكية الأجنبية وملكية المؤسسات والأفراد والحكومة. حيث تم قياس كل منها على النحو التالي:

- تركيز الملكية وتم قياسها من خلال مجموع نسب كبار المساهمين الذين يملكون 2% فأكثر بالمصرف.
- الملكية الأجنبية وتم قياسها من خلال مجموع نسب تملك غير السعوديين بالمصرف.
- ملكية المؤسسات وتم قياسها من خلال مجموع نسب ملكية المؤسسات بالمصرف.
- ملكية الأفراد وتمثلت في القياس مجموع ملكية المساهمين مطروح منها ملكية المؤسسات وملكية الحكومة بالمصرف.
- ملكية الحكومة وتمثلت نسبة تملك الحكومة بالمصرف.

SIZE: حجم المصرف وتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول المصرف.

GRW: نمو المصرف وتم قياسه بنسبة مجموع أصول السنة الحالية إلى مجموع أصول السنة الماضية.

عرض النتائج ومناقشتها

الإحصاءات الوصفية

جدول رقم (1)
الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة*

الانحراف المعياري	المتوسط	أعلى قيمة	أقل قيمة	المتغير
0.183	0.234	0.611	0.006	هيكل رأس المال
0.189	0.432	0.673	0.013	تركز الملكية
0.187	0.158	0.468	0.014	الملكية الأجنبية
0.231	0.421	0.811	0.008	ملكية المؤسسات
0.221	0.713	0.866	0.051	ملكية الأفراد
0.044	0.093	0.183	0.024	ملكية الحكومة
0.216	7.041	8.891	5.225	لوغاريتم حجم المصرف
0.341	1.110	3.112	0.533	نمو المصرف
0.108	0.096	0.157	0.112	العائد على الأصول
0.112	0.235	0.711	0.182	العائد على حقوق الملكية

يظهر جدول (1) أن متوسط نسبة الرفع المالي للمصارف مجتمع الدراسة بلغ (23.4%) مما يعني أنها تعتمد على التمويل من خلال الديون بشكلٍ منخفض. وهذه النتيجة تؤكد ما طرحته نظرية الترتيب السلمي من حيث إن المديرين ينظرون في التسلسل الهرمي لخيارات التمويل من خلال تفضيل الأرباح المحتجزة ثم الديون ثم الأسهم من ناحية التمويل. كما تظهر النتائج أن الملكية الحكومية هي الأقل في هيكل ملكية المصارف محل الدراسة، حيث بلغ متوسطها (9.3%) طول فترة الدراسة، بينما كانت ملكية الأفراد هي الأعلى بمتوسط بلغ (71.3%). أما فيما يتعلق بنمو المصرف، فنلاحظ أن مستوى النمو بالأصول بلغ (110%) بمعدل زيادة (10%) في مجموع الأصول مقارنة بالسنة السابقة، كما كان أداء المصارف مقبولاً، فنسبة العائد على الأصول جاءت بمتوسط (9.6%)، في حين جاء متوسط نسبة العائد على حقوق الملكية (23.5%) طول فترة الدراسة.

اختبار فرضيات الدراسة

قبل البدء باختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الانحدار المتعدد على متوسطات فترة الدراسة للمتغيرات المستقلة والتابعة والوسيط والضابطة للدراسة، تم القيام ببعض الاختبارات الضرورية للتأكد من مدى ملاءمة بيانات الدراسة لهذا النوع من التحليل. وهذه الاختبارات هي:

- 1- مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة والتوزيع الطبيعي: يظهر في الجدول رقم (2) معامل ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة والوسيط والضابطة، ويتضح من نتائج هذا الجدول أن جميع معاملات الارتباط لم تكن قوية في جميع الحالات، وهذا بدوره يضمن عدم تأثير النتائج بالعلاقات بين المتغيرات. كما أشارت نتائج اختبار (1-Sample K-S)، واختبار (Shapiro-Wilk) إلى عدم وجود دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($0.05 \geq \alpha$) لجميع متغيرات الدراسة، وبالتالي خضوعها للتوزيع الطبيعي.
- 2- اختبار مشكلة الارتباط الخطي المتعدد والارتباط الذاتي: تم التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد لدى المتغيرات المستقلة باستخدام نوعين من الاختبارات وهما: معامل تضخم التباين (VIF) وفحص التحمل (Tolerance)، ومن خلال نتائج هذين الاختبارين تبين أن المتغيرات المستقلة للدراسة غير مرتبطة بشكل قوي كون جميع النتائج ذات العلاقة بها كانت ضمن المدى المقبول (أقل من 10 في VIF، وأكبر من 5% في حالة Tolerance). وللتحقق من غياب الارتباط الذاتي بين المتبقيات Residuals، فقد تم استخدام اختبار Durbin-Watson والذي تشير قيمته الإحصائية (1.95 و 1.98) إلى انعدام مشكلة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (2)
نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
*0.289	*0.188	*0.311	*0.264	*0.211	**0.321	**0.134	*0.121	*0.221-	-	1-هيكل رأس المال
*0.262	*0.212	0.089	0.178	0.113	**0.301	*0.157	**0.243	-		2-تركز الملكية
0.227-	0.167-	0.045	**0.356	0.088-	0.226-	0.075	-			3-ملكية أجنبية
0.231	0.182	0.237	0.108	0.076	**0.243	-				4-ملكية مؤسسات
*0.189-	*0.211-	**0.187-	0.235-	0.0334	-					5-ملكية أفراد
0.205	0.198	0.099	0.117	-						6-ملكية حكومة
0.211	0.106	**0.178	-							7-لوغاريتم حجم المصرف
*0.421	**0.307	-								8-نمو المصرف
0.251	-									9-العائد على الأصول
-										10-العائد على حقوق الملكية

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($0.05 \geq \alpha$) ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($0.01 \geq \alpha$)

اختبار نموذجي الدراسة

يبين الجدول رقم (3) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة الأول والمتعلق بتأثيرات هيكل رأس المال ومكونات هيكل الملكية على العائد على الأصول للمصارف محل الدراسة بوجود المتغيرات الضابطة، في حين يبين الجدول رقم (4) النتائج ذات العلاقة بهذه التأثيرات على العائد على حقوق الملكية.

جدول رقم (3)
نتائج تحليل الانحدار المتعدد - العائد على الأصول

العائد على الأصول ROA		الثابت = 0.098	
الدلالة الإحصائية	قيمة t	β	المتغيرات
**0.004	5.432	0.321	هيكل رأس المال
*0.023	3.241	0.123	تركز الملكية
0.276	1.009	0.193-	الملكية الأجنبية
0.169	2.152	0.209	ملكية المؤسسات
**0.009	4.881	0.189-	ملكية الأفراد
0.133	2.765	0.098	ملكية الحكومة
**0.001	5.789	0.456	هيكل رأس المال X تركيز الملكية
*0.014	4.041	0.266-	هيكل رأس المال X الملكية الأجنبية
*0.031	3.778	0.219	هيكل رأس المال X ملكية المؤسسات
*0.008	5.209	0.503-	هيكل رأس المال X ملكية الأفراد
*0.057	2.999	0.177	هيكل رأس المال X ملكية الحكومة
0.577	0.985	0.098-	لوغاريتم حجم المصرف
**0.000	7.065	0.311	نمو المصرف
**0.002	الدلالة الإحصائية	2.889	قيمة F
0.228	adjR ²	0.276	معامل التحديد R ²
		1.95	Durbin-Watson

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($0.05 \geq \alpha$) ** ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($0.01 \geq \alpha$)

جدول رقم (4)
نتائج تحليل الانحدار المتعدد-العائد على حقوق الملكية

العائد على حقوق الملكية ROE		الثابت=0.168	
الدلالة الإحصائية	قيمة t	β	المتغيرات
**0.009	8.241	0.208	هيكل رأس المال
**0.002	9.111	0.432	تركز الملكية
0.446	2.132	0.087-	الملكية الأجنبية
0.238	3.665	0.177	ملكية المؤسسات
*0.023	6.755	0.207-	ملكية الأفراد
0.643	1.509	0.007	ملكية الحكومة
**0.006	8.711	0.523	هيكل رأس المال X تركز الملكية
*0.043	5.823	0.123-	هيكل رأس المال X الملكية الأجنبية
*0.048	5.083	0.215	هيكل رأس المال X ملكية المؤسسات
*0.034	6.009	0.238-	هيكل رأس المال X ملكية الأفراد
*0.038	5.921	0.198	هيكل رأس المال X ملكية الحكومة
0.532	1.887	0.107	لوغاريتم حجم المصرف
**0.005	8.065	0.421	نمو المصرف
**0.003	الدلالة الإحصائية	3.451	قيمة F
0.284	adjR ²	0.293	معامل التحديد R ²
		1.98	Durbin-Watson

** ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \geq 0.01$)

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \geq 0.05$)

يلاحظ من الجدولين (3) و(4) وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشرين للأداء المالي للمصارف محل الدراسة. وعليه نقبل الفرضية الأولى التي تشير لوجود هذا الأثر لهيكل رأس المال على الأداء المالي في المصارف السعودية محل الدراسة. وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Skopljak & Luo, 2012) و (Twaresh, 2014) والحمدان والقضاة (2013) و (Abadi & Abu-Rub, 2012)، وتتعارض مع بعض الدراسات السابقة كدراسات (Vintilă et al., 2014) و (Ejigu, 2016) و (Mwambuli, 2016) على سبيل المثال. ويشير الأثر الإيجابي لهيكل رأس المال على العائد على الأصول ($\beta=0.321$) والعائد على حقوق الملكية ($\beta=0.208$) إلى أن المصارف التي تميل لاستخدام الدين كمصدر تمويل، تحقق مستويات أفضل في الأرباح، ولديها كفاءة عالية لرفع عوائد المساهمين. وعليه فإن المصارف التي تستخدم نسب مديونية أكبر في تمويل استثماراتها تتمتع بعوائد أفضل على الأصول وحقوق الملكية. وقد يشير ذلك إلى أن تكلفة التمويل بالدين (الاقتراض) أقل من الأرباح المتحققة من استخداماته في استثمارات المصارف محل الدراسة.

ومن خلال نتائج الجدولين (3) و(4) نلاحظ أيضاً أن بعض مكونات هيكل الملكية أثرت بشكل دال إحصائياً على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية في المصارف المبحوثة. فتركز الملكية أثرت بشكل إيجابي ودال إحصائياً على العائد على الأصول ($\beta=0.123$) والعائد على حقوق الملكية ($\beta=0.432$)، وملكية الأفراد أثرت بشكل سلبي ودال إحصائياً في العائد على الأصول ($\beta=-0.189$) والعائد على حقوق الملكية ($\beta=-0.207$)، في حين جاءت بقية المكونات دون أي تأثير يذكر من الناحية الإحصائية. وتتفق هذه النتائج في بعض جوانبها مع دراسات (Uwuigbe & Fakile, 2012) و (Wellalage et al., 2012) و (Rajput & Bharti, 2015) و (Gugong et al., 2014) و (Ahmed & Hadi, 2017). وفي نفس السياق، تعارضت هذه النتائج مع بعض الدراسات السابقة، ومنها دراسات (Mangunyi, 2011) و (Aanu et al., 2016) و (Al-Ghamdi & Rhodes 2015). وقد تعزى النتيجة بالأثر الإيجابي لتركز الملكية إلى إن وجود هذا النوع من الملكية قد يعمل على تقليل التضارب في المصالح بين المديرين وكبار المساهمين من خلال تخفيض فرص الانتهازية ونزعة المديرين نحو تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين، وهذا بدوره يُمكن المصرف من تحقيق عوائد جيدة على الأصول وحقوق الملكية. أما الأثر السلبي للملكية

الأفراد في هذا السياق، فيمكن تفسيره في سياق مستوى الرقابة المفروض على مديري المصارف محل الدراسة، ففي هذا النوع من الملكية يلعب المالكيين دورًا محدودًا في الرقابة على قرارات المديرين وأدائهم، مما ينعكس سلبيًا في النهاية على أداء المصارف.

وكما تم ذكره سابقًا، بأن تناقض النتائج في الدراسات السابقة حول تأثير كل من هيكل رأس المال وهيكل الملكية على الأداء المالي للشركات، استدعى بناء نموذج مفاهيمي جديد يتناول هيكل الملكية كعامل وسيط يؤثر على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي. ولغايات اختبار هذا النموذج، قام الباحث بإدخال متغير جديد يقيس التفاعل بين هيكل رأس المال وهيكل الملكية بمكوناته الخمس على معادلات الانحدار لفحص أثره على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. وتظهر النتائج الواردة في الجدولين (3) و(4) أن إدخال هذا المتغير أثر على قوة العلاقة وطبيعتها بين هيكل رأس المال ومؤشري الأداء المالي للمصارف محل الدراسة. حيث زادت جميع قيم ميل خط الانحدار (β) وأصبحت جميعها دالة من الناحية الإحصائية. وهذا يؤثر على الدور الوسيط الذي لعبه هيكل الملكية في هذا السياق. فعلى سبيل المثال، بلغ ميل خط الانحدار بين هيكل رأس المال بالتفاعل مع تركيز الملكية (0.523) في جدول (3)، وهذا يعني أن زيادة تركيز الملكية تساهم في زيادة تأثير هيكل رأس المال على العائد على الأصول. وقد يُعزى ذلك إلى أن هذا النوع من الملكية يعمل فيه كبار المساهمين كمراقبين على أداء المديرين، مما يساهم في تقليل فرص المديرين بالتلاعب بنسب المديونية بما يحقق مصالح خاصة والعمل بالتالي على تحديدها في ضوء ما يعظم الأرباح والمصلحة العامة للجميع والذي بدوره يساهم في تحسين أداء المصارف التي يعملون بها ماليًا. وأما في حالة ملكية الأفراد، بلغ ميل خط الانحدار بين هيكل رأس المال بالتفاعل مع هذا النوع من الملكية (-0.238) في جدول (4)، مما يعني أن تقليل تركيز الملكية من خلال زيادة ملكية الأفراد تساهم في زيادة تأثير هيكل رأس المال سلبيًا على العائد على حقوق الملكية. وقد يُعزى ذلك لضعف الرقابة على أداء مديري المصارف مما يمكنهم من التلاعب بنسب المديونية والتكيز على التمويل الداخلي على حساب الاقتراض، مما يقلل بدوره من فرص تعظيم الأرباح وتحسين الأداء المالي للمصارف، حيث أظهرت الدراسة الحالية الأثر الإيجابي للرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للمصارف محل الدراسة.

كما تظهر نتائج الجدولين (3) و(4)، أن الملكية الأجنبية وملكية المؤسسات وملكية الحكومة أثرت بشكل دال إحصائيًا على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية بعد تفاعلها مع هيكل رأس المال، في حين لم يكن لهما أي أثر بشكل مستقل. ففي حالة تفاعل الملكية الأجنبية مع هيكل رأس المال، ظهر أثر سلبي ودال إحصائيًا على كل من العائد على الأصول ($\beta = -0.266$) والعائد على حقوق الملكية ($\beta = -0.123$). وتتفق هذه النتيجة مع نظرية عدم تماثل المعلومات، وتُعد المسافة الذي يجعل من الصعب أن يكون للمستثمر الأجنبي ميزة رقابية (الشاهد والعناتي، 2017) وتؤدي إلى تقليل التلاعب بنسب المديونية، وبالتالي تؤثر سلبيًا على الأداء المالي للمصارف محل الدراسة. وفي الوقت نفسه لم تتفق هذه النتيجة مع نظرية المعرفة التي تفترض أن الخبرة المعرفية التي يمتلكها المستثمر الأجنبي وتتفوق على الخبرة المعرفية للمستثمر المحلي قادرة على الحد من تلاعب المديرين بالأرباح (Guo et al., 2014). أما فيما يتعلق بالأثر الإيجابي لملكية المؤسسات في تفاعلها مع هيكل رأس المال على العائد على الأصول ($\beta = 0.219$) والعائد على حقوق الملكية ($\beta = 0.215$)، فهذا النوع من الملكية يعتبر أحد أهم أساليب الحاكمية الخارجية الفعالة (Dechow & Dichev, 2002)، ويلعب دورًا رقابيًا فاعلاً مما يُحد من إمكان مديري المصارف من التلاعب بنسب المديونية، والذي بدوره يزيد فرص تعظيم الأرباح وتحسين الأداء المالي لمصارفهم. أما فيما يتعلق بملكية الحكومة، فأظهرت نتائج جدول (3) و(4) أثر إيجابي لتفاعلها مع هيكل رأس المال على العائد على الأصول ($\beta = 0.177$) والعائد على حقوق الملكية ($\beta = 0.198$). ويمكن أن يُعزى الأثر الإيجابي للوجود الحكومي بالمصارف السعودية على مستويات الأداء لديها في ضوء هدف الحكومة في العقد الأخير إلى تحسين حاكمية الشركات ومنها المصارف؛ مما يوفر معايير أداء كفيلة بالكشف عن حالات التلاعب وسوء الإدارة؛ وهذا بدوره ينعكس إيجابًا على الأداء المالي لها.

وفي ضوء نتائج جدول (3) و(4)، يمكننا قبول الفرضية الثانية «وجود دور وسيط لهيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في المصارف السعودية محل الدراسة»، فمن خلال الدور الوسيط لهيكل الملكية، يمكن القول بأن الأداء المالي للمصارف محل الدراسة يتأثر بطبيعة التفاعل بين هيكل رأس المال وهيكل الملكية فيها، حيث يؤثر هيكل الملكية على تحديد المستوى الجيد والأفضل لهيكل رأس المال واستخداماته، وهذا بدوره يعزز مستويات الأداء المالي في مصارف الدراسة. وفي سياق أثر نمو المصارف على مؤشري الأداء المالي في المصارف المبحوثة، أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي لهذا المتغير على كل من العائد على الأصول ($\beta = 0.311$) والعائد على حقوق الملكية ($\beta = 0.421$)، مما يفسر بأن المصارف ذات النمو العالي تمتلك فرصًا استثمارية أكثر من المصارف ذات النمو المنخفض، وهذا يتطلب منها الحصول على مزيد

من التمويل الخارجي لتقليل تكلفة رأس المال، مما يزيد من فرصة تحسين مؤشرات الأداء المالي. حيث أظهرت نتائج هذه الدراسة وجود أثر إيجابي للرفع المالي على مستويات الأداء المالي المتمثل بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

كما تشير نتائج جدول (3) و(4) إلى معنوية النموذجين الإجراءيين المقترحين للدراسة، حيث بلغت قيمة الإحصائي F (2.889) عند مستوى دلالة (0.002) لنموذج العائد على الأصول، و(3.451) عند مستوى دلالة (0.003) لنموذج العائد على حقوق الملكية. كما تشير النتائج لوجود قوة تفسيرية للنموذجين في ضوء قيمة معامل التحديد (R^2) - يشير إلى النسبة المئوية من التغير الكلي في المتغير التابع الذي يمكن تفسيره بدلالة المتغير المستقل - حيث بلغ المعامل لنموذج العائد على الأصول (0.276)، ويعني أن ما نسبته 27.6% من التغير في العائد على الأصول، يمكن تفسيره من خلال التغير في مستويات المتغيرات الداخلة بالنموذج. في حين بلغت قيمته لنموذج العائد على حقوق الملكية (0.293)؛ ويعني أن ما نسبته 29.3% من التغير في العائد على حقوق الملكية يمكن تفسيره من خلال التغير في مستويات المتغيرات الداخلة بالمعادلة ذات بالنموذج.

الاستنتاجات والتوصيات

هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على أثر هيكل الملكية كعامل وسيط على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي، وأظهرت النتائج وجود أثر دال إحصائياً لهيكل الملكية بأنواعه الخمسة على العلاقة بين هذين المتغيرين سلباً وإيجاباً. فقد أظهر الدور الوسيط لتركز الملكية وملكية المؤسسات وملكية الحكومة أثراً إيجابياً، في حين أظهر الدور الوسيط لكل من ملكية الأفراد وملكية الأجانب أثراً سلبياً. ويُعزى هذا التباين في الأثر لمستويات الرقابة التي يفرضها كل نوع من أنواع الملكية على أداء المديرين في المصارف المبحوثة، خاصة في مجال تحديد نسب المديونية ومجالات استخدامها. وعليه، يمثل نوع الملكية في سياق بيئة عمل المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي أحد المحددات الرئيسية التي تلعب دوراً في تحديد مستويات أفضل لهيكل رأس المال، والذي بدوره ينعكس إيجاباً على الأداء المالي للمصارف محل الدراسة. حيث أظهرت الدراسة الحالية الأثر الإيجابي للرفع المالي على مؤشرات الأداء المالي للمصارف محل الدراسة. وهذا يعني أن التمويل عن طريق الدين سيكون أكثر تأثيراً على أداء المصارف محل الدراسة عندما يترافق مع هيكل ملكية مناسب يعزز مجالات الرقابة على أداء المديرين وقراراتهم خاصة فيما يتعلق بمستويات نسب المديونية. وعليه، توصي الدراسة بما يلي:

- على المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي زيادة الاعتماد على التمويل بالدين (القروض) وتخفيض التمويل بحقوق الملكية قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة؛ لما لذلك من أثر على أدائها المالي.
- على المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي تحقيق توازن في هيكل الملكية يضمن درجة مناسبة من الرقابة على أداء المديرين وقراراتهم خاصة فيما يتعلق بمستويات نسب المديونية، والذي قد يساهم في تحسين مستويات الأداء المالي لديها.
- ضرورة إجراء دراسات أخرى لتوضيح أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في قطاعات أخرى لتغطية واقع السوق السعودي.
- ضرورة إجراء دراسات تتناول عوامل وسيطة أخرى غير هيكل الملكية قد تؤثر على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات مثل «الحاكمية المؤسسية».

المراجع

أولاً - مراجع باللغة العربية:

- الحمدان، ناصر؛ وعلي القضاة. (2013). «أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية»، *المنارة* (جامعة آل البيت-الأردن)، مج 19، ع 4، ص ص 159-185.
- الشاهد، ربما محمود؛ ورضوان محمود العناتي. (2017). «أثر هيكل الملكية وخصائص الشركات على جودة الأرباح: دراسة اختبارية على قطاع التأمين الأردني»، *مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية*، (جامعة الزرقاء-الأردن)، مج 17، ع 1، ص ص 15-30.
- النعيمي، عدنان تايه؛ وأرشد فؤاد التميمي. (2008). *التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة*. عمان، الأردن: دار اليازوري.

ثانياً - مراجع باللغة الأجنبية:

- Aanu, O. S.; F. A. Samuel; I. O. Ailemen & B. Achugamonu. (2016). "Institutional Shareholder Engagement, Corporate Governance and Firms' Financial Performance in Nigeria: Does Any Relationship Exist", *Journal of Internt Banking and Commerce*. 21 (2): 22-36.
- Abbadi, S. M. & N. Ab-Rub. (2012). "The Effect of Capital Structure on the Performance of Palestinian Financial Institutions", *British Journal of Economics, Finance, and Management Sciences*. 3 (2): 92-101.
- Ahmed, N. & O. Abdel Hadi. (2017). "Impact of Ownership Structure on Firm Performance in the MENA Region: An Empirical Study", *Accounting and Finance Research*. 6 (3):105-115.
- Al-Ghamdi, M. & Mark Rhodes. (2015). "Family Ownership, Corporate Governance and Performance: Evidence from Saudi Arabia", *International Journal of Economics and Finance*. 7 (2): 78-89.
- Almajali, A. Y.; S. A. Alamro & Y. Z. Al-soub. (2012). "Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange", *Journal of Management Research*. 4 (2): 266—289.
- Berger, A. N. & E. B. Patti. (2000). "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry", *Finance and Economics Discussion Series*, 2002-54, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Berle, A. & G. Means. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt Brace & World.
- Dechow, P. & C. Dichev. (2002). "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*. 7: 35-59.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, 26: 375—390.
- Dwi, L. (2013). "Corporate Governance, Firm Size, and Earning Management: Evidence in Indonesia Stock Exchange", *Journal of Business and Management*. 10 (4): 77-82.
- Ejigu, S. N. (2016). "Determining Internal Factors Affecting Financial Performance of Insurance Companies in Ethiopia", *Research Journal of Commerce and Behavioral Science*. 5 (6): 9—21.
- Elvin, P. & N. I. Hamid. (2016). "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance", *International Journal of Economics and Financial Issues*. 6 (S3): 99—108.

- Espireh, G., Dadgarnejad, A. & JerJerzadeh, A., (2013). "Investigating the Association Between Capital Structure and Financial Performance of Companies Listed in Tehran Stock Exchange (TSE)". *Nature and Science*. 11(11): 149-154.
- Fan J., & Wong T. (2002). "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings In East Asia". *Journal of Accounting and Economics*. 33: 401-425.
- Gugong, B. K., Arugu, L. O. & Dandago, K. I. (2014). "The Impact of Ownership Structure on the Financial Performance of listed Insurance Firms in Nigeria". *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*. 4(1): 409-416.
- Habimana, O. (2014). "Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Firms Operating in Emerging Markets", *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*. 3 (6): 159–166.
- Khamis, R.; A. M. Hamdan & W. Elali. (2015). "The Relationship between Ownership Structure Dimensions and Corporate Performance: Evidence from Bahrain", *Australasian. Accounting, Business and Finance Journal*. 9 (4), 38–56.
- Khanam, F.; S. Nasreen & S. S. Pirzada. (2014). "Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: Evidence from Food Sector of Pakistan", *Research Journal of Finance and Accounting*. 5 (11): 93–106.
- Kiatapiwat, W. (2010). "Controlling Shareholders, Audit Committee Effectiveness, and Earnings Quality: The Case of Thailand", *Unpublished Doctoral Dissertation*. The University of Maryland at College Park, Faculty of the Graduate School.
- Le, T. & T. Buck. (2011). "State Ownership and Listed Firm Performance: A Universally Negative Governance Relationship", *Journal of Management and Governance*, 15 (2): 227-248.
- Liargovas, P. & K. Skandalis. (2008). "Factors Affecting Firm Competitiveness: The Case of Greek Industry", *Department of Economics*, University of Peloponnese. Online: <https://pdfs.semanticscholar.org/f81c/f62de1d81b75f57046ba680cb7d49530aeaa.pdf>
- Mangunyi, E. E. (2011). "Ownership Structure and Corporate Governance and Its Effects on Performance: A Case of Selected Banks in Kenya", *International Journal of Business Administration*. 2 (3): 2–18.
- Modigliani, F. & M. H. Miller. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*. 48 (3): 261–297.
- Mwambuli, E. L. (2016). "Does Corporate Capital Structure influence Corporate Financial Performance in Developing Economies? Evidence from East African Stock Markets", *International Finance and Banking*. 3 (1): 97–123.
- Naser, K. & M. Mokhtar. (2004). "Determinants of Corporate Performance of Malaysian Companies", *Fourth Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference*, Singapore, p. 18.
- Nasr, H.; N. Boubakri & J. Cosset. (2009). "Earnings Quality in Privatized Firms: International Evidence on the Role of State and Private Owners", *Journal of Accounting and Public Policy*, 34 (4): 201-219.

- Nassar, S. (2016). "The Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Firms: Evidence from Borsa Istanbul", *Journal of Business and Financial Affairs*, 5 (2): 5–8.
- Okafor, E. E. (2013). "Reforms in the Nigerian Banking Sector and Strategies for Managing Human Resource Challenges", *European Journal of Business and Management*, 5(18): 127–138.
- Oladeji, T.; A. Ikpefan & F. Olokoyo. (2015). "An Empirical Analysis of Capital Structure on Performance of Firms in the Petroleum Industry in Nigeria", *Journal of Accounting and Auditing: Research & Practice*. 5 (1): 1–9.
- Ong, T. S.; B. H. Teh & Y. W. Ang. (2014). "The Impact of Environmental Improvements on the Financial Performance of Leading Companies Listed in Bursa", *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 5 (5): 386–391.
- Phung, D. N. & A. V. Mishra. (2016). "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Vietnamese Listed Firms", *Australian Economic Papers*, 55 (1): 63–98.
- Quang, D. X. & W. Z. Xin. (2014). "The Impact of Ownership Structure and Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms", *International Business Research*. 7 (2): 64–71.
- Rajput, N. & M. Bhart. (2015). "Shareholder Types, Corporate Governance and Firm Performance: An Anecdote from Indian Corporate Sector", *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7 (1): 45–63.
- Skopljak, V. & R. H. Luo. (2012). "Capital Structure and Firm Performance in the Financial Sector: Evidence from Australia", *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4 (1): 278–298.
- Twairesh, A. E. M. (2014). "The Impact of Capital Structure on Firm's Performance Evidence from Saudi Arabia", *Journal of Applied Finance & Banking*, 4 (2): 183-193.
- Uwuigbe, O. R. & A. S. Fakile. (2012). "The Effects of Board Size on Financial Performance of Banks: A Study of Listed Banks in Nigeria", *International Journal of Economics and Finance*, 4 (2): 260–267.
- Vintilă, G.; E. A. Nenu & S. C. Gherghina. (2014). "Empirical Research towards the Factors Influencing Corporate Financial Performance on the Bucharest Stock Exchange", *Annals of the Alexandru Ioan Cuza University – Economics*, 61 (2): 219-233.
- Wellalage, N. H.; S. Locke & F. Scrimgeour. (2012). "Does One Size Fit All: An Empirical Investigation of Board Structure on Family Firms' Financial Performance", *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 3 (2): 182–194.
- Zouari, S. B. S. & N. B. Taktak. (2012). *Ownership Structure and Financial Performance in Islamic Banks: Does Bank Ownership Matter*. Dokki, Giza Egypt.

The Effect of Ownership Structure on the Relationship between Capital Structure and Financial Performance: Empirical Study on Banks Listed in the Saudi Financial Market

Dr. Ahmad Mohammed Alamri

Assistant Professor in Accounting

Head of Administrative Sciences Department

Community College

King Saud University

Kingdom of Saudi Arabia

ABSTRACT

The objective of this study is to construct a conceptual model that deals with the ownership structure as a moderator factor that may affect the relationship between capital structure and financial performance and investigating it on all banks listed in the Saudi stock market (N=12) for the period 2010-2015. Using the multiple-regression analysis, the study finds that the surveyed banks tend to use equity financing (average debt ratio=23.4%).

The results also indicate that there is a positive impact of the capital structure on both return on assets and return on equity used as indicators of the banks' financial performance. The results also indicate that ownership concentration had a positive impact on return on assets and on return on equity, whereas individual ownership has negatively affected both indices of financial performance.

In addition, the moderator role of ownership structure on the relationship between the capital structure and the financial performance of the surveyed banks is evident in the current study. The impact of the capital structure on financial performance has influenced positively and negatively when the ownership structure enters as a moderator in the relationship.

Finally, the study recommends that Saudi banks listed in the Saudi financial market need to balance their ownership structure to ensure an appropriate degree of control over the performance of managers and their decisions, especially with regard to levels of debt ratios, which in turn contributes to improve their financial performance levels.

Key Words: Ownership Structure, Capital Structure, Financial Performance, Saudi Banks.