

أثر تعدد ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي: دراسة على الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية

أريج صالح الشمري

درجة الماجستير، العلوم في المالية، جامعة الملك فيصل، المملكة العربية السعودية
Areejj.7857@gmail.com

عبدالعزیز أحمد العمران

درجة الدكتوراه، أستاذ مساعد مالية وحوكمة الشركات، كلية الجبيل الصناعية، المملكة العربية السعودية
omrana@rcjy.edu.sa

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر تعدد ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي، وبالتحديد تركيز الدراسة على التفرقة بين كبار المساهمين الذين يملكون حصة ملكية كبيرة في أكثر من شركة في نفس القطاع، والمساهمين الذي يملكون حصة كبيرة في شركة واحدة فقط. تم إجراء هذه الدراسة على الشركات المدرجة في السوق المالي السعودية، حيث تكونت عينة الدراسة من 158 شركة مساهمة خلال الفترة الزمنية (2016-2022). تم استخدام التحليل الوصفي وتحليل الانحدار المتعدد في تحليل البيانات الثانوية (Panel Data) للشركات محل الدراسة. أبرز ما توصلت إليه الدراسة هو أنه بينما هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لحجم ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركة، إلا أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي للشركة وحجم ملكية كبار المساهمين الذي هم كبار مساهمين في شركات أخرى. وعند التفرقة بين إذا كان تعدد الملكيات لشركات تعمل في نفس القطاع أو شركات تعمل في قطاعات أخرى، تبين أن العلاقة السلبية لتعدد ملكيات كبار المساهمين على الأداء المالي للشركة تكون فقط ذات دلالة إحصائية إذا كان تعدد الملكيات في شركات تعمل في نفس قطاع الشركة. لنتائج هذه الدراسة أهمية وتطبيقات عملية للمشرعين ومجالس الإدارة في الشركات والمستثمرين في الأسواق المالية. بالإضافة لذلك فالدراسة تساهم تطوير والبناء على الدراسات السابقة بتوضيح أهمية التفرقة بين كبار المساهمين عند دراسة أثر ملكية كبار المساهمين على الشركات.

كلمات مفتاحية: ملكية كبار المساهمين، تعدد الملكية، الأداء المالي، السوق المالي السعودي.

The effect of multi-blockholding on financial performance: A study on listed firms in Saudi exchange market

Areej Saleh Alshammari

Master's degree, Science in Finance, King Faisal University, Kingdom of Saudi Arabia
Areejj.7857@gmail.com

Abdulaziz Ahmed Alomran

Ph.D., Assistant Professor Corporate Finance and Governance, Jubail Industrial College,
Kingdom of Saudi Arabia
omrana@rcjy.edu.sa

Abstract

This study aims to investigate the impact of large shareholders' ownership on the financial performance of listed companies in the Saudi market. The study was conducted on a sample of 158 listed companies over the period 2016-2022, using the panel data method. While the study documents that there is a significant positive relationship between the size of large shareholders' ownership and firm's financial performance, this relationship turns to be negative if the large shareholders own large stakes in more than one firms in the market. Further investigation reveals that the negative relation between a firm's financial performance and the ownership of large shareholders is attributed to those shareholders who own a large stake in the same industry of the focal firm but not those who have large stakes in other firms in different industry. The findings of the study provide practical implications for policy makers. Firms; board, and investors in the financial markets. Additionally, this study contributes to the existing literature by showing there is heterogeneity in the effect of large shareholders' ownership on firms' policies.

Keywords: Large Shareholders' Ownership, Multi-Blockholder, Financial Performance, Saudi Stock Exchange.

1- مقدمة الدراسة

شهد الاقتصاد السعودي في الآونة الأخيرة نمواً كبيراً على مستوى القطاعات، ويعكس ذلك الجهود المبذولة من قبل الحكومة للقيام بالإصلاحات الاقتصادية والمالية والتي تهدف لتحسين بيئة الأعمال لزيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق الاستدامة المالية، ومن ذلك؛ تمكين القطاع الخاص من خلال رفع مساهمته وتذليل العقبات أمامه لخلق بيئة أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والأجانب.

أما فيما يخص القطاع المالي تسعى المملكة العربية السعودية لتطوير سوق الأوراق المالية ودعم تنميته من أجل توسيع قاعدة المستثمرين وتلبية احتياجاتهم المختلفة. وبطبيعة الحال ينتج عن ذلك التطورات ازدياد اهتمام العديد من المستثمرين بتنمية أموالهم ومضاعفتها، الأمر الذي يجعل الشركات تسعى باستمرار لتحسين أدائها، ومن إحدى وسائل تحسين أداء الشركات هو وجود طرف خارجي يعمل على مراقبة أداء الإدارة (رمضان، 2009)، وفي هذا الصدد تظهر لنا نظرية الوكالة التي تركز على العلاقة بين المساهمين وإدارة الشركة.

إحدى الآليات والقضايا الرئيسية في حوكمة الشركات هي معرفة ما إذا كان هناك دور لكبار المساهمين في حل مشاكل الوكالة أم انهم يساهمون في تفاقمها (Becht et al., 2003). يعرف كبار المساهمين بأنهم أصحاب الأسهم الذين يمتلكون حصة كبيرة من أسهم الشركة، بحيث تمكنهم من التأثير على اتخاذ القرارات الخاصة بالشركة، كما أن بإمكانهم استخدام نفوذهم وسلطتهم لتغيير اتجاه الشركة أو السيطرة عليها، فهنا تظهر أهمية وعيهم ودرايتهم اتجاه المسؤولية في استخدام السلطة لتحسين قيمة الشركة وتعزيز مصالحها على المدى الطويل. اهتمت الأدبيات المالية في دراسة العلاقة بين كبار المساهمين وأداء الشركات، حيث إنها محل اهتمام للعديد من الباحثين في شركات المساهمة، بل ويعكس مدى استمرارية الشركات ونجاحها في نظرهم. تتمثل أهمية معرفة هيكل الملكية في تعزيز فهم تأثيره واختلافاته وارتباطه العام في الأداء، ويظهر هذا جلياً في تأثير سلوك المستثمرين باختلاف هيكل الملكية (حمدان وآخرون، 2016).

في ضوء الدراسات السابقة حول تأثير كبار المساهمين على الأداء المالي، لا تزال هناك حاجة إلى مزيد من البحث لفهم العوامل الأخرى التي تتفاعل مع ملكية كبار المساهمين لتؤثر على الأداء المالي، مثل معرفة تأثير تركيز ملكية كبار المساهمين في نفس القطاع أو في قطاعات مختلفة، وأيضاً معرفة تأثير تركيز ملكية كبار المساهمين في السوق السعودي بغض النظر داخل القطاع ام خارجه. من خلال ما سبق، فإن السؤال الرئيسي للدراسة يتركز حول أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق السعودي، وبشكل خاص يبحث في تعدد ملكية كبار المساهمين وأثر ذلك على أداء الشركة المالي. من أهم دوافع القيام

بهذا الدراسة هو تقديم فهم أعمق حول تأثير كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات مما يُمكن المساهمين ومتخذي القرار من اتخاذ قرارات أفضل، كما يساعد في تحسين حوكمة الشركات من خلال الاستفادة من النتائج في تصميم أنظمة حوكمة أكثر فعالية. جاء الهدف الرئيسي من هذه الدراسة في الإجابة على السؤال البحثي من خلال تحليل بيانات الشركات المدرجة في السوق السعودي على مدار فترة زمنية مناسبة (-2022) 2016.

على الرغم من أن موضوع تأثير كبار المساهمين قد تم دراسته سابقاً، إلا أن هذه الدراسة تُقدم تحليلاً ومساهمة بحثية جديدة في مجال تأثير كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق السعودي من خلال استخدام تصنيفات مختلفة لكبار المساهمين ودراسة تأثيرها على أداء الشركة. فهذه الدراسة لا تركز فقط على دراسة أثر حجم إجمالي ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركة، بل تقوم بالتفرقة بين كبار المساهمين الذين يملكون حصة ملكية كبيرة في شركات أخرى في نفس القطاع الذي تعمل فيه الشركة أو خارجه.

تُقدم الدراسة نتائج متوافقة مع بعض الدراسات السابقة في وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر من أسهم الشركة، لكن هذا الدراسة تقدم نتائج جديدة تُشير الى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون حصص ملكية كبيرة في أكثر من شركة على الأداء المالي للشركة محل الدراسة. لكن الجدير بالذكر هو أنه عند التفرقة بين كبار المساهمين ذوي الملكيات المتعددة في نفس القطاع الذي تعمل في الشركة أو في قطاعات أخرى، تبين أن الأثر السلبي لتعدد ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركة يتمثل في كبار المساهمين الذي يملكون حصص ملكية كبيرة في شركات أخرى من نفس القطاع.

تُساعد نتائج الدراسة على فهم تأثير كبار المساهمين على أداء الشركة لكل من المساهمين ومتخذي القرار والباحثين، حيث تُمكن المساهمين من اتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة، كما تُساعد متخذي القرار على تصميم استراتيجيات مناسبة لجذب كبار المساهمين وتحسين حوكمة الشركات، كما أن مشاركة الباحثين نتائج الدراسة يساهم في تقديم فهم أفضل لموضوع ملكية كبار المساهمين من خلال التوسع في البحث حول أثر ملكية كبار المساهمين من خلال التفرقة بين تصنيفات مختلفة لكبار المساهمين.

على حد علم الباحثين، تُعد هذه الدراسة من أوائل الدراسات التي تُعنى بتحليل تأثير كبار المساهمين على الأداء المالي في السوق السعودي من خلال استخدام تصنيفات ومتغيرات متنوعة لكبار المساهمين، وذلك

على مدى فترة زمنية مناسبة تُقدر بـ 7 سنوات. تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في السوق السعودي من خلال استخدامها لمجموعة بيانات أوسع واختبارها لعدد من المتغيرات.

2- مشكلة الدراسة

وفقاً لنظرية الوكالة التي تفترض الفصل بين الملكية والإدارة، فإنه إما قد ينشأ عنه تضارب في المصالح بحيث يسعى كل طرف لتحقيق مصالحه الشخصية، أو توافق المصالح بحيث يسعى جميع الأطراف لهدف تعظيم الربحية وتحسين قيمة الشركة. تفترض نظرية الوكالة أن ملكية كبار المساهمين يمكن أن تُقلل من مشاكل الوكالة وتحسن الأداء المالي من خلال المراقبة والتوجيه للإدارة وتحفيزها على العمل لصالح المساهمين، كما تفترض أيضاً أن ملكية كبار المساهمين أن يمكن أن تزيد من مشاكل الوكالة إذا سعى كبار المساهمين إلى استغلال الموارد أو اتخاذ قرارات ضارة. وفي هذا الصدد فإن اختلاف تركيبة هيكل الملكية قد يؤثر على قرارات الإدارة والممارسات التي يتبعونها وبالتالي على تُوثر على الأداء المالي للشركة (شقور، 2016).

استناداً إلى ما سبق، جاءت إشكالية الدراسة في السؤال الرئيسي التالي:

هل يوجد أثر لملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق السعودي؟

ويتفرع منه الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يوجد أثر لملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر من أسهم الشركة على أداء الشركة المالي؟
- هل يوجد أثر لتعدد ملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر في أكثر من شركة في السوق السعودي؟
- هل يوجد أثر لتعدد ملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر في أكثر من شركة في نفس القطاع أو في قطاعات مختلفة؟

فرضيات الدراسة

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة فإن الدراسة تتكون من الفرضية الرئيسية التالية:

يوجد أثر لملكية كبار المساهمين على الأداء المالي في الشركات المدرجة في السوق السعودي.

ويتفرع منها الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الأولى: يوجد أثر إيجابي لملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر من أسهم الشركة على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.

الفرضية الثانية: يوجد أثر سلبي لملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون أسهم في أكثر من شركة في السوق السعودي على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.

الفرضية الثالثة: يوجد أثر إيجابي لملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر في (نفس القطاع/ قطاعات مختلفة) على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.

3- أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من أثر ملكية كبار المساهمين على عدة نواحي في الشركة حيث إن أهمها هو الأداء المالي، كما أن تركيبة هيكل الملكية يؤثر على سلوك المستثمرين سواء الحاليين أو المحتملين. وتكمن أهمية الدراسة في الاهتمام المتزايد من قبل الباحثين في الدول المتقدمة في موضوع ملكية كبار المساهمين، يعكس ذلك الاهتمام إمكانية تجنب مخاطر حالات الإفلاس التي قد تحدث للشركات نتيجة انتشار الفساد داخلها وغياب الرقابة وعدم التزام الشركة بقواعد حوكمة الشركات، حيث يؤثر هيكل الملكية تأثيراً بالغاً على مدى التزام الشركة بقواعد حوكمة الشركات (Siregar & Utama, 2008). على الرغم من تعدد الدراسات التي تناولت موضوع أثر ملكية كبار المساهمين على أداء الشركات في الأسواق المالية الأجنبية إلا أننا وجدنا القليل من الدراسات عن هذه الآثار في الأسواق المالية الناشئة أو التي تمر بمرحلة انتقالية مثل السوق المالي في المملكة العربية السعودية، ما دفعنا لدراسة أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات مع التركيز على السوق المالي السعودي. حيث يصنف السوق المالي السعودي الأكبر في دول مجلس التعاون الخليجي والثالث في الأسواق الناشئة كما يحتل المرتبة التاسعة في الأسواق المالية الـ 67 الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات (تداول، 2022).

وفي سبيل السعي لتقديم دراسة حديثة تقدم مساهمة علمية ملموسة، تناولت هذه الدراسة موضوعاً يساهم في نمو أداء سوق المال السعودي وجذب العديد من المستثمرين، وأيضاً المساعدة في اتخاذ القرارات المتعلقة بذلك الموضوع من قبل الجهات المختصة من خلال استكشاف العلاقة بين ملكية كبار المساهمين مع أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي والبالغ عددها 158 شركة للفترة 2016-2022. تُقدم هذه الدراسة نتائج ذات فائدة كبيرة للمستثمرين، وصناع القرار، والمشرعين، والباحثين حيث تساعد المستثمرون

على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر ذكاءً من خلال تقييم الشركات واختيار شركات ذات أنظمة حوكمة قوية، مما يُرَجح حصولهم على عوائد أفضل على استثماراتهم. كما ستزود الدراسة صناع القرار بمعلومات قيّمة لوضع سياسات وتشريعات تُحسّن من البيئة الاستثمارية وتُجذب المزيد من الاستثمارات. في حين تساعد المشرّعين على سنّ قوانين تُعزّز حماية حقوق المستثمرين وتُضمن عمل الشركات بمسؤولية وشفافية. تُقدم الدراسة مساهمة قيّمة للباحثين من خلال تطوير تصنيفات جديدة لقياس ملكية كبار المساهمين، مما يُساعد على فهم أفضل للعلاقة بين ملكية كبار المساهمين والأداء المالي للشركات في السوق السعودي.

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق الهدف الرئيسي وهو معرفة أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق السعودي.

ويتفرع منها الأهداف الفرعية التالية:

- معرفة الأثر لملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر من أسهم الشركة على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.
- معرفة الأثر لتعدد ملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر في أكثر من شركة في السوق السعودي على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.
- معرفة الأثر لتعدد ملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر من شركة في نفس القطاع أو في قطاعات مختلفة على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.

4- الإطار النظري والدراسات السابقة

نظرية الوكالة

استناداً إلى نظرية الوكالة التي تدرس العلاقة بين الملاك والأطراف الخارجيين (Jensen & Meckling, 1976)، والتي تعرف علاقة الوكالة بأنها قيام الموكل (الملاك) بإشراك الوكيل (المدراء) لأداء بعض المهام والأعمال نيابةً عنهم وتفويض بعض سلطة اتخاذ القرار؛ وذلك لعدم قدرتهم على أداء أعمالهم أو التصرف بها بأنفسهم. تنشأ العديد من المشاكل في الشركات التي تطبق علاقة الوكالة، حيث إن المدراء ليسوا من الملاك (حملة الأسهم) ونتيجة لذلك فإن قد لا يتصرف المدراء دائماً بما يخدم مصالح الشركة، بل يسعى لتحقيق مصالحه الشخصية على مصالح الشركة والملاك (حملة الأسهم) وبهذا الصدد نتحدث

عن عدم تناسق الأهداف بين الموكل والوكيل مما ينتج عنها تضارب المصالح الذي يستوجب تكاليف إضافية لحد منه (Ang el al.,2000).

تنشأ تكاليف الوكالة نتيجة لتضارب المصالح حيث يسعى كل طرف لتحقيق مصالحه الشخصية، الأمر الذي يجبر الملاك على دفع تكاليف إضافية لفصل الملكية عن الإدارة تتمثل هذه التكاليف في البحث عن إدارة مناسبة ومراقبة سلوكها للتأكد من أنها تعمل لصالح الشركة وتتخذ القرارات المثلى لصالحها، وذلك حماية للشركة من المخاطر التي تتعرض لها بسبب السلوك الانتهازي للإدارة، ولتعظيم الربحية وتحسين قيمة الشركة، وبالتالي تحسين الأداء المالي للشركة (Hayat el al, 2018).

تضارب المصالح بين كبار المساهمين

يشير الصراع بين كبار المساهمين إلى التنافس بين المساهمين الرئيسيين للحصول على السيطرة والتأثير في سياسات الشركة واتخاذ القرارات الحاسمة، ويعود السبب الرئيسي لهذا الصراع إلى الرغبة في تحقيق مصالحهم الشخصية وزيادة قوتهم وتأثيرهم داخل الشركة. قد يحاول كبار المساهمين تعزيز حجم تأثيرهم وصوتهم في اتخاذ القرارات الهامة من خلال استخدام عدة استراتيجيات منها: زيادة حصتهم في رأس المال عن طريق شراء حصص إضافية في الشركة، تشكيل تحالفات مع مساهمين آخرين لزيادة قوتهم السياسية والتأثير داخل الشركة، محاولة التأثير على تعيين الإدارة التنفيذية للشركة من خلال تقديم ترشيحاتهم لمرشحين يفضلونهم لشغل مناصب رئيس التنفيذ أو أعضاء مجلس الإدارة بهدف التأثير على القرارات الإدارية (Harford el al.,2018)، استخدام النفوذ السياسي لتحقيق أهدافهم وذلك من خلال القيام بالتعاون مع الجهات الحكومية أو الشركات الأخرى للضغط على الشركة وتحقيق مصالحهم. إن فهم الصراع بين كبار المساهمين يساعد على تبني أنظمة حوكمة قوية وواضحة تحدد سلطات ومسؤوليات المساهمين وتعزز الشفافية والمساءلة، مما يساهم في تحسين عملية اتخاذ القرارات المثلى لتحقيق أهداف الشركة ومصالح جميع المساهمين. يؤكد (Harford el al.,2018) أن كبار المساهمين يشكلون قوة مهمة للحوكمة الرشيدة في الشركات.

تضارب المصالح بين كبار المساهمين وبقية المساهمين

قد ينشأ صراع بين كبار المساهمين وبقية المساهمين، ويتمثل في تضارب المصالح بين كبار المساهمين الذين يملكون حصة كبيرة في الشركات وبقية المساهمين الذين يملكون حصص صغيرة بالنسبة لحجم الشركة.

يمتلك كبار المساهمين السلطة في اتخاذ القرارات وقد يستخدمون تلك السلطة لتحقيق مصالحهم الخاصة مما يؤدي في النهاية إلى التضحية بالمنافع العامة للشركة من خلال المعاملات المسيئة مع الأطراف ذات الصلة، بينما لا يتمتع بقية المساهمين بسلطة تصويت كافية للتأثير على القرارات الحاسمة التي تتخذها الشركة (Grover, 2021). يمكن أن يؤدي صراع بين كبار المساهمين وبقية المساهمين إلى العديد من العواقب السلبية على الشركة، مثل: انخفاض قيمة أسهم الشركة، انخفاض ثقة المستثمرين في الشركة، صعوبة اتخاذ القرارات الاستراتيجية، انخفاض الإنتاجية، وارتفاع التكاليف. يشير (Demsetz, 1983) إلى أهمية عمل كل من المديرين وكبار المساهمين على تعظيم قيمة الشركة للوصول إلى هيكل الملكية الأمثل للشركة.

قد تكون سياسة توزيع الأرباح أحد مؤشرات تضارب المصالح بين كبار المساهمين وبقية المساهمين، حيث تمثل طريقة الشركة في توزيع أرباحها على المساهمين، كما تعد أداة مهمة لجذب المساهمين. يبرز دور كبار المساهمين في صياغة سياسة توزيع الأرباح في تأثيرهم الكبير على مجلس الإدارة والذي بدوره يقوم بتحديد سياسة توزيع الأرباح بالاعتماد على عدة عوامل منها رغبات المساهمين، فكلما زادت ملكية كبار المساهمين كلما ارتفعت قوة تأثيرهم وتلبية رغباتهم مقارنة ببقية المساهمين. تؤثر ملكية كبار المساهمين على الأرباح إما بشكل سلبي أو إيجابي، وبالتالي تؤثر على قيمة الشركة (Thomsen, 2005). حيث يسعى كبار المساهمين في بعض الأحيان لتقليب مصالحهم على مصالح بقية المساهمين مثل الاحتفاظ بالأرباح وعدم توزيعها؛ وذلك لتحقيق مصالح ومنافع خاصة بهم (Faisal el al., 2020). يؤدي انخفاض توزيعات الأرباح إلى انخفاض أسعار الأسهم وبالتالي يؤدي لانخفاض قيمة الشركة. تترتب العواقب السلبية لانخفاض قيمة الشركة في صعوبة الحصول على تمويل جديد وارتفاع التكلفة، كما يقلل من فرص الاستثمار ذات الاحتياجات الاستثمارية الكبيرة. يوضح (Gutiérrez & Sáez, 2015) أهمية وضع سياسة توزيع أرباح مثلى كوسيلة للحد من هذه الوكالة.

تركيز/ تشتت كبار المساهمين

وضح (Choi, 2018) تركيز ملكية كبار المساهمين بأنها تركيز ملكية الشركة في يد عدد محدود من المساهمين، بينما تشتت ملكية كبار المساهمين وضح بأنها وجود عدد كبير من المساهمين وكل مساهم تتجاوز حصته 5% من أسهم الشركة. تنخفض ملكية كبار المساهمين الذين يتمتعون بحصة ملكية أكبر كلما زاد وجود كبار مساهمين إضافيين (Basu el al., 2016). يعرّف (Boone el al., 2011) تركيز ملكية كبار المساهمين بأنها

النسبة المئوية للأسهم التي يملكها أكبر مساهم في شركة، بينما الدراسات النيوزيلندية (Reddy et al., 2008; Hossain et al., 2001) حددت أكبر 20 أو أكبر 10 مساهمين كملكية لكبار المساهمين. يشير (Shleifer and Vishny, 1997) أن تركيز ملكية كبار المساهمين تعتبر عنصر أساسي في نظام الإدارة الجيدة للشركات على عكس المستثمرين المتنوعين الذين يمتلكون حصصاً ضئيلة من حقوق الملكية. أشار (Boone et al., 2011) أن مراكز الأسهم الكبيرة التي يحتفظ بها كبار المساهمين تمنحهم بعض السيطرة على الشركات التي استثمروا فيها لمراقبة المديرين والتأثير عليهم. يستخدم كبار المساهمين قوتهم لزيادة قيمة الشركة أكثر من المدراء؛ لأن القيمة التي يحصلون عليها تعتمد في الغالب على حصصهم في ملكية الأسهم (Basu et al., 2016). أظهرت نتائج دراسات سابقة، مثل دراسة (Alanazi, 2021; Pound, 1988) وجود علاقة بين تركيز ملكية الشركة وأدائها حيث أن الشركات المملوكة بالكامل من قبل عامة الناس (مشتتة الملكية) بدون مساهمين رئيسيين أو جهات تحكم كبرى، تميل إلى تحقيق أداء أضعف من الشركات التي تتمتع بتركيز أكبر في ملكيتها.

الدراسات السابقة

اهتمت العديد من الدراسات بموضوع أثر كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات، وتبرز أهمية تلك الدراسات في تقديم المساعدة لتحديد المشكلة البحثية وصياغة الفروض والتساؤلات البحثية. فيما يلي سوف يتم عرض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث.

دراسة (النيف والفواز، 2009). بعنوان: العلاقة بين تعدد كبار المالكين والأداء المالي للشركات: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان: أجريت الدراسة بهدف فهم العلاقة بين عدد كبار الملاك والأداء المالي لشركات المساهمة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، للفترة (2001 - 2006)، وشملت عينة الدراسة 74 شركة أردنية من جميع القطاعات. وجدت الدراسة أن هناك علاقة سلبية ضعيفة ذات دلالة إحصائية بين عدد كبار الملاك والأداء المالي للشركة، مقاساً بالعائد على الملكية. وهذا يعني أن زيادة عدد كبار الملاك قد يؤدي إلى انخفاض طفيف في الأداء المالي للشركة.

دراسة (أبو زيد وحسين، 2013). بعنوان: أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية: أجريت الدراسة بهدف التعرف على أثر تركيز الملكية والمستثمر الأجنبي كتصنيفات لهيكل الملكية على أداء الشركات المدرجة في بورصة مصر للفترة (2006 - 2010)، حيث شملت عينة الدراسة 45 شركة من أنشط الشركات في البورصة المصرية. يتمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه من خلال

العائد على حقوق الملكية (ROE)، أما المتغيرات المستقلة فهي تركيز ملكية الفرد حيث تم قياسه بمجموع ما يملكه كبار الملاك من إجمالي أسهم الشركة، والملكية المؤسسية وتم قياسه بمجموع ما يملكه المستثمر المؤسسي إلى إجمالي أسهم الشركة. وقد أظهرت النتائج أنه يوجد تأثير سلبي على لتركز ملكية الفرد وأيضاً الملكية المؤسسية على أداء الشركات.

دراسة (حمدان وآخرون، 2016). بعنوان: هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور هيكل الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة، وذلك من خلال تحليل بيانات 31 شركة مدرجة في بورصة البحرين من عام 2002 إلى عام 2014. تم تصنيف هيكل الملكية إلى أربعة أصناف وهي: تركيز الملكية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، وملكية مجلس الإدارة. يتمثل المتغير التابع في هذه الدراسة في تكاليف الوكالة والتي تم قياسها من خلال نسبة الانتفاع من الأصول، بينما تتمثل المتغيرات المستقلة في نسبة كلاً من: تركيز الملكية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، وملكية مجلس الإدارة حيث تم قياسها بنسبة الأسهم التي يسيطر عليها الملاك. توصلت الدراسة إلى وجود دور سلبي في تكاليف الوكالة لتصنيفات هيكل الملكية باستثناء ملكية مجلس الإدارة التي أظهرت نتيجة متناقضة وهي وجود دور إيجابي غير فعال في تقليل تكاليف الوكالة.

دراسة (بطاينة وآخرون، 2019). بعنوان: أثر هيكل الملكية والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة: أجريت الدراسة بهدف التعرف على أثر هيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2010-2014)، شملت عينة الدراسة 92 شركة صناعية وخدمية وتم تقسيمها إلى (58) شركة ذات ملكية عائلية و(34) شركة ذات ملكية غير عائلية، المتغير التابع لهذه الدراسة هو الأداء المالي وتم قياسه بمؤشر "Tobin's Q" بينما المتغيرات المستقلة هي الملكية العائلية، والملكية الغير عائلية، والحاكمية المؤسسية. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر لهيكل الملكية والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات مع ملاحظة أن تأثير الحاكومية المؤسسية على الأداء يختلف بالاعتماد على وجود الملكية العائلية.

دراسة (زعراب ومسمح، 2019). بعنوان: أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية): هدفت هذه الدراسة لمعرفة تأثير هيكل الملكية على أداء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة من عام 2013 إلى عام 2017 وباستثناء قطاع البنوك والتأمين، حيث شملت عينة الدراسة 28 شركة مدرجة في البورصة. يتمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه من خلال العائد على الأصول

(ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، أما المتغيرات المستقلة فهي نسبة كلاً من: تمركز الملكية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية، والملكية الأسرية حيث تم قياسها من خلال تصنيف الشركات حسب نسبة الأسهم التي يسيطر عليها الملاك. توصلت الدراسة إلى وجود أثر عكسي لنسبة الملكية المؤسسية على أداء الشركات، وعلى النقيض من ذلك فإنه يوجد أثر طردي لنسبة الملكية العائلية على أداء الشركات، بينما لا يوجد أي أثر لكل من نسبة الملكية الأجنبية وتركز الملكية على أداء الشركات.

دراسة (أبو الخير وآخرون، 2022). بعنوان: أثر هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: هدفت الدراسة إلى قياس الأداء المالي للشركات بالاستعانة بمدخل القيمة الاقتصادية المضافة لكونه مقياساً فعالاً للأداء الداخلي والخارجي للشركة، حيث إنها تدرس أثر المرونة المالية وهيكل الملكية على القيمة الاقتصادية المضافة. شملت عينة الدراسة 60 شركة مدرجة في سوق المال المصري خلال الفترة الزمنية 2014- 2018 وبمجموع مشاهدات 300 مشاهدة. يتمثل المتغير التابع في القيمة الاقتصادية المضافة، أما المتغيرات المستقلة فهي هيكل الملكية واعتماد أربعة أنواع لها وهي (ملكية كبار المساهمين، الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، وملكية المؤسسات) والمرونة المالية مقاسة بـ (معدل صافي الديون، معدل تغطية الفوائد، معدل صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى الديون). شملت المتغيرات الضابطة حجم الشركة ومعدل نمو الأصول. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي الاستنباطي والتحليلي لدراسة الأحداث والظواهر المتعلقة بمتغيرات الدراسة والمنهج الاستقرائي للجانب النظري من خلال الرجوع للمقالات والرسائل والمراجع، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية لهيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة.

دراسة (Maury & Pajuste, 2005). بعنوان: **Multiple large shareholders and firm value**: تبحث الدراسة في أثر وجود العديد من كبار المساهمين على تقييم الشركات. وباستخدام البيانات المتعلقة بالشركات الفنلندية المدرجة، شملت عينة الدراسة 136 شركة فنلندية غير مالية خلال الفترة 1993-2000. تمثل المتغير التابع في الأداء المالي والذي تم قياسه بالعائد على الأصول (ROA) ومؤشر "Tobin's Q" والذي يتم تعريفه على أنه القيمة السوقية للأصول مقسومة على تكلفة استبدال الأصول، بينما تمثل المتغير المستقل في كبار المساهمين والذي تم تصنيفهم إلى الأنواع التالية: عائلية، شركة، مؤسسات مالية، والحكومة، وأخرى. تشمل المتغيرات الضابطة (حجم الشركة، والرافعة المالية، ونمو المبيعات، والأصول الملموسة). تم جمع البيانات عن حقوق الملكية لأكثر من ثلاثة مالكيين في كل شركة. توصلت الدراسة إلى أن كبار

المساهمين لهم تأثير إيجابي على قيمة الشركة، وخصوصاً في الشركات التي تسيطر عليها العائلات، مما يشير إلى أن العائلات هم أكثر عرضة لاستخراج المنافع الخاصة إذا لم تتم مراقبتهم بواسطة أحد كبار المساهمين الأقوياء. كما استنتجت الدراسة أن العلاقة بين تعدد كبار المساهمين وقيمة الشركة تتأثر بشكل كبير بهوية كبار المساهمين.

دراسة (Seifert et al., 2005) بعنوان: The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders, Blockholders, and Institutions

هدفت الدراسة معرفة أثر ملكية الأسهم من قبل المطلعين وكبار المساهمين والمؤسسات على أداء الشركة وذلك من خلال استخدام عينة من الشركات من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا واليابان. تمثل المتغير التابع في الأداء المالي والذي تم قياسه بالعائد على الأصول (ROA)، بينما المتغيرات المستقلة هي ملكية المطلعين وكبار المساهمين والمؤسسات. تم استخدام الرافعة المالية، الحجم، ونفقات البحث والتطوير كمتغيرات ضابطة. توصلت الدراسة إلى أن المطلعين يؤثرون على الأداء بشكل إيجابي في جميع البلدان الأربعة، كما نشير إلى أن الملكية الداخلية تساعد على مواءمة مصالح الإدارة مع المساهمين الخارجيين. كما أنها توصلت لعدم وجود علاقة هامة بشكل عام بين الأداء وملكية الأسهم من قبل كبار المساهمين أو المؤسسات. تختلف التعريفات للمتغيرات لكل دولة ففي الولايات المتحدة قاموا بتعريف كبار المساهمين أنهم الأشخاص/المؤسسات التي تمتلك نسبة 5% على الأقل من أسهم الشركة وأما المطلعين فهم المديرين والمسؤولين و10% من المساهمين. بالنسبة للمملكة المتحدة فإن تعريف المطلعين يشمل جميع الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة أما كبار المساهمين تم أخذ النسبة الإجمالية التي يملكها كبار المساهمين مطروحاً منها النسبة التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة. بالنسبة لألمانيا تم اشتقاق النسبة المئوية التي يحتفظ بها المطلعون على أنها النسبة المئوية المملوكة (عند منحها) من قبل الموجودين في قائمة الإدارة والنسبة التي يملكها شخص لديه نفس اسم العائلة كمدير للشركة، أما ملكية كبار المساهمين فقد تم تصنيف الأفراد على أنهم كبار مساهمين. بالنسبة لليابان تم تصنيف معلومات الملكية إلى النسبة التي يحتفظ بها المطلعون وكبار المساهمين وأصحاب العمل والملكية الأجنبية.

دراسة (Thomsena el al.,2006). بعنوان: Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems

هدفت الدراسة الى معرفة العلاقة بين ملكية كبار المساهمين وقيم أكبر الشركات في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة. شملت عينة على 863 شركة و7,699 مشاهدة للفترة 1990-1998. يتمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه من خلال العائد على الأصول (ROA) وقيمة الشركة، أما المتغيرات المستقلة فهي ملكية كبار المساهمين وتشمل (الأسهام المملوكة من قبل المالكين الذين يملكون أكثر من 5%، الأسهم التي يملكها المسؤولون والمديرون وعائلاتهم، الأسهم المحتفظ بها كأمانة، الأسهم التي تملكها شركة أخرى (باستثناء تلك الخاضعة للواجب الائتماني للبنك)، والأسهم المملوكة لخطط المعاشات التقاعدية/الاستحقاقات). بينما المتغيرات الضابطة هي (التغير في المبيعات، معدل دوران الأصول، ونسبة حقوق الملكية إلى الأصول). توصلت الدراسة الى عدم وجود تأثير لملكية كبار المساهمين على قيمة الشركة في السوق الأمريكي، بينما أظهرت وجود تأثيرًا سلبيًا كبيرًا لملكية كبار المساهمين العالية على قيمة الشركة والعائد على الأصول في أوروبا. كما أن تغييرات المبيعات ليس لها تأثير كبير على ملكية كبار المساهمين لكلا النظامين، ومعدل دوران الأصول وارتفاع نسبة حقوق الملكية إلى الأصول لهما تأثير سلبي في أوروبا. فيما يخص قيمة الشركة فإنها تتأثر بشكل سلبي بتغييرات المبيعات، بينما تتأثر إيجابيًا بمعدل دوران الأصول وارتفاع نسبة حقوق الملكية إلى الأصول.

دراسة (Boone el al.,2011). بعنوان: Block shareholder identity and firm performance in New Zealand

تهدف الورقة العلمية لدراسة ما إذا كان تأثير تركيز ملكية كبار المساهمين على أداء الشركة يعتمد على هوية أكبر مستثمر. شملت عينة الدراسة 646 ملاحظة الشركات النيوزيلندية للفترة من 2002 إلى 2007. تُعرّف هذه الدراسة تركيز الملكية بأنها النسبة المئوية للأسهم التي يملكها أكبر مساهم في الشركة. يتمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه من خلال Tobin's Q ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. يتمثل المتغير المستقل في ملكية كبار المساهمين، تم تصنيف هوية كبار المساهمين في الفئات التالية: كبار مساهمين أفراد - يتم تصنيف المساهم ك فرد اذا كان أكبر مساهم فرد أو عائلة-، كبار مساهمين مدراء - اذا كان المدير التنفيذي للشركة هو أكبر المساهمين-، كبار المساهمين الماليين- يتم تصنيف المساهم على أنه مالي عندما تكون المؤسسة المالية هي أكبر مساهم-، كبار المساهمين الشركات - يتم تصنيف المساهم على

أنه شركة عندما تكون الشركة هي أكبر مساهم-، كبار المساهمين الأجانب -يتم تصنيف المساهم على أنه أجنبي إذا كان أحد غير المقيمين في نيوزيلندا هو أكبر مساهم. تمثلت المتغيرات الضابطة في الرافعة المالية، حجم الشركة، توقعات النمو وكثافة رأس المال. توصلت الدراسة الى وجود علاقة ذات تأثير إيجابي لتركيز الملكية مع أداء الشركة وهذه العلاقة مشروطة بهوية الأكبر مستثمر حيث إن أداء الشركات التي كان مستثمروها مؤسسات مالية أفضل من أقرانهم.

دراسة (Fauzi & Locke, 2012) بعنوان: Board structure, Ownership structure and Firm performance: A study of New Zealand listed-firms

تبحث الدراسة في تأثير هيكل مجلس الإدارة وهيكل الملكية على الأداء في الشركات المدرجة في نيوزيلندا، شملت عينة الدراسة 79 شركة مدرجة في بورصة نيوزيلندا (NZX) للفترة 2007-2011. تمثل المتغير التابع في الأداء المالي والذي تم قياسه بالعائد على الأصول (ROA) ومؤشر "Tobin's Q"، بينما المتغيرات المستقلة فهي (عدد أعضاء مجلس الإدارة، عدد المديرين غير التنفيذيين في مجالس الإدارة، عدد الإناث من أعضاء مجلس الإدارة، لجنة التدقيق، لجنة الترشيحات، لجنة المكافآت، الملكية الإدارية، وملكية كبار المساهمين). تم استخدام الرافعة المالية، حجم الشركة، ومستوى الصناعة كمتغيرات ضابطة. توصلت الدراسة في نتائجها أن عدد أعضاء مجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة والملكية الإدارية لها تأثير إيجابي وهام على أداء الشركات، وتدعم النتيجة نظرية نموذج الوكالة القائلة بأن ملكية الإدارة العليا يجب أن تقلل من تكاليف الوكالة وبالتالي تزيد من أداء الشركة ولذلك يمكن اعتبارها إحدى الآليات الفعالة للتخفيف مشاكل الوكالة في الشركات النيوزيلندية. بينما عدد المديرين غير التنفيذيين، وعدد الإناث في مجلس الإدارة وملكية كبار المساهمين تقلل من أداء الشركات في نيوزيلندا؛ وقد يكون بسبب طبيعة الملكية في نيوزيلندا، حيث كلما ارتفع مستوى ملكية كبار المساهمين، كلما زادت احتمالية حدوث مشاكل في الوكالة، وبالتالي فإن التركيز المفرط للملكية في بيئة الشركات النيوزيلندية يضر بأداء الشركة.

دراسة (Basu et al., 2016) بعنوان: Multiple blockholders, power, and firm value

أجريت الدراسة بهدف معرفة الفرق بين الملكية والسلطة لشركات وأثرها على قيمة الشركة، شملت عينة الدراسة 6,304 شركة من الولايات المتحدة للفترة 2004-2009. تمثل المتغير التابع في قيمة الشركة والذي تم قياسه بـ Tobin's Q، تم استخدام متغيرات الضابطة التالية: حجم الشركة، وكثافة البحث والتطوير، والرافعة المالية، إجمالي المخاطر، الأصول الملموسة، وكثافة رأس المال. تمثل المتغير المستقل في ملكية

كبار المساهمين والتي تم استخدام حقوق التصويت كمقياس لها، كما تم تعريف كبار المساهمين على أنهم أي كيان يملك أكثر من 5% من حقوق التصويت. يتم اعتبار حصة ملكية كبار المساهمين التي يحتفظ بها من قبل جميع أفراد الأسرة ككتلة واحدة، كما تم تصنيف كل كبار المساهمين على أنهم إما من الداخل أو من الخارج. تم اعتبار المكتبيين ومدراء الشركة على أنهم من كبار المساهمين الداخليين بينما جميع كبار المساهمين الآخرين من الخارج. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين قوة كبار المساهمين الداخليين وقيمة الشركة، كما توجد علاقة إيجابية بين قوة كبار المساهمين الخارجيين وقيمة الشركة.

دراسة (Alvarez et al., 2018) بعنوان: Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets

تبحث الدراسة في تأثير كبار المساهمين المؤسسيين على نسب استثمار الشركات واعتماد الشركة على السيولة الداخلية لتمويل الإنفاق الاستثماري. شملت عينة الدراسة 6,300 شركة مساهمة عامة غير مالية في 16 سوق ناشئ للفترة 2004-2016. أظهرت النتائج أن المستثمرين المؤسسيين المستقلين يحفزون الاستثمارات طويلة الأجل التي تحد من الإنفاق الرأسمالي للشركات، ويتمتع هؤلاء المستثمرون بحوافز أكبر لمراقبة الشركات واستخدام أصواتهم للتحكم في السياسة الاستثمارية للشركات. كما أن وجودهم يقلل من نسب حساسية التدفقات النقدية للشركات وبالتالي يقلل القيود المالية للشركات.

دراسة (Amin & Hamdan, 2018). بعنوان: Evaluating the Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Saudi Arabian Listed Companies.

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر هيكل الملكية وأداء الشركة في سوق الأوراق المالية السعودي، شملت عينة الدراسة 171 شركة مدرجة في السوق السعودي ولمدة عامين 2013-2014، تمثل المتغير التابع في أداء الشركة والذي تم قياسه بالعائد على الأصول (ROA)، بينما المتغيرات المستقلة هي الملكية الأجنبية، والملكية الإدارية، والملكية العائلية، والملكية المؤسسية. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكلاً من الملكية العائلية والمؤسسية والإدارية على أداء الشركة، وعلى النقيض من ذلك وجد تأثير سلبي للملكية الأجنبية على أداء الشركة.

دراسة (Wati el al.,2019). بعنوان: POLITICAL CONNECTION, BLOCKHOLDER OWNERSHIP AND PERFORMANCE

هدفت الدراسة لمعرفة تأثير كبار مساهمين الشركات ذات العلاقات السياسية على الأداء المالي، من خلال تحليل جميع التكتلات الـ 66 المدرجة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية للفترة من عام 2006 إلى عام 2014. تمثل المتغير التابع في الأداء المالي والذي تم قياسه بالعائد على الأصول (ROA) ومؤشر "Tobin's Q"، بينما المتغيرات المستقلة فهي العلاقة السياسية، ومتغيرات ملكية كبار المساهمين لعدة أنواع من الشركات وهي (العائلية، المؤسسات المالية، الحكومية، الشركات العامة) تم تعريف كبار المساهمين في هذه الدراسة بأنهم الأشخاص الذين يملكون على حقوق 10% - 50%. تمثل المتغير الضابط في حجم الشركة ونموها وعمرها. توصلت النتائج الى أن كبار المساهمين المصنفين من العائلة والحكومة لهم تأثير إيجابي وكبير على قيمة الشركة، كبار المساهمين من العائلة والحكومة والعامة الذين لديهم علاقات سياسية لهم تأثير إيجابي كبير على قيمة الشركة؛ لأنهم يميلون إلى السيطرة على مجلس المفوضين والتمكن من عقد صفقة مع المسؤولين الحكوميين والحصول على الامتيازات منهم، وأظهرت النتائج أن وجود كبار المساهمين في الشركة يحفزهم على أداء مراقبة أفضل للإدارة.

دراسة (Ibrahimy & Ahmad, 2020). بعنوان: Blockholder Ownership as Governance Mechanism on Firm Performance: Evidence From Malaysia

تبحث الدراسة عن العلاقة بين ملكية كبار المساهمين وأداء الشركة في السوق الماليزي، شملت عينة الدراسة 201 شركة ماليزية غير مالية مدرجة للفترة من 2002 إلى 2008. يتمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه بالعائد على حقوق الملكية (ROE) و Tobin's Q، أما المتغيرات المستقلة فهي ملكية كبار المساهمين، تقلب الربح، الرافعة المالية، نمو الشركة، وحجم الشركة. وجدت الدراسة أن ملكية كبار المساهمين تؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركة، كما تشير العلاقة الإيجابية إلى أن ملكية كبار المساهمين تساهم في تقليل تكاليف الوكالة.

دراسة (Nofal,2020). بعنوان: The Effect of Foreign Ownership on Firm Performance: Evidences from Indonesia.

بحثت هذه الدراسة عن العلاقة بين الملكية الأجنبية وأداء الشركة، وذلك من خلال تحليل بيانات 66 شركة غير مالية مدرجة في بورصة إندونيسيا من عام 2014 إلى عام 2018. يتمثل المتغير التابع في هذه الدراسة بأداء الشركة وتم قياسه من خلال العائد على الأصول (ROA) و Tobin's Q، بينما تمثل المتغير المستقل في الملكية الأجنبية وتم قياسه بالنسبة المئوية للأسهم التي يسيطر عليها الملاك الأجانب في نهاية السنة. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي كبير على أداء الشركة حيث تملك الشركات ذات الملكية الأجنبية دورًا مهميًا في تحسين الأداء.

دراسة (Alanazi,2021). بعنوان: The impact of ownership structure on firms performance

هدفت الدراسة لمعرفة أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي، شملت عينة الدراسة مجموعة بيانات لـ 174 شركة مدرجة للفترة 2014-2018. يتمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه بعدة مقاييس من أهمها: العائد على الأصول (ROA) و Tobin's Q، أما المتغيرات المستقلة فهي نسبة كلاً من: الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية، والملكية العامة، والملكية الإدارية، والملكية العائلية، والملكية الأجنبية. تم تعريف الشركات العامة بأنها الشركات التي يملك عامة الناس كل أو معظم أسهمها، وتتم إدارتها والسيطرة عليها من قبل الإدارة ومجلس الإدارة. أما الشركات الحكومية هي الشركات التي تمتلك الجهات الحكومية الجزء الأكبر من أسهمها أو تمتلك أكثر من 5% من أسهمها. توصلت نتائج الدراسة إلى أن الملكية الحكومية والمؤسسية تساهم بشكل إيجابي في أداء الشركة، وعلى النقيض من ذلك تظهر الملكية العامة والإدارية والأجنبية تأثير سلبي على أداء الشركة، في حين أن ملكية الشركات العائلية تظهر أداءً معتدلاً.

دراسة (Dakhlalh el al.,2021). بعنوان: Ownership structure and firm performance: Evidence from Jordan.

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركات في الدول النامية مثل الأردن للفترة (2009-2017)، تكونت عينة من 180 شركة مدرجة في بورصة عمان (ASE). تمثل المتغير التابع في أداء

الشركة وتم قياسه بـ Tobin's Q، أما المتغيرات المستقلة فهي نسبة كلاً من: ملكية الإدارة، والملكية الحكومية، والملكية العائلية، والملكية المؤسسية، وملكية كبار المساهمين. توصلت نتائج الدراسة إلى أن جميع المتغيرات المستقلة التي تم استخدامها لقياس هيكل الملكية تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي للشركات.

دراسة (Khan,2021). بعنوان: **The influence of blockholders on firm performance: evidence from Finland**

بحثت هذه الدراسة عن أثر هيكل الملكية على قيمة الشركة مع التركيز في المقام الأول على كبار المساهمين، شملت عينة الدراسة مجموعة بيانات لـ 114 شركة غير مالية مدرجة في بورصة هلسنكي (ناسداك هلسنكي) للفترة 2017-2020. تمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه بـ Tobin's Q. توصلت نتائج الدراسة إلى أن امتلاك كبار المساهمين نسبة كبيرة من أسهم الشركة (50% على الأقل) تشير لوجود علاقة سلبية مع أدائها وهذا يعني أن سيطرة مستثمر كبير على نصف أو أكثر من أسهم الشركة قد يؤدي إلى انخفاض قيمتها. أيضاً يوجد علاقة سلبية لكلاً من: زيادة عدد كبار المساهمين، وزيادة نسبة اجمالي ملكية كبار المساهمين مع الأداء المالي للشركات. أظهر تحليل مؤشر هيرفيندال أن تركيز الملكية المرتفع (سيطرة عدد قليل من المستثمرين على نسبة كبيرة من الأسهم) قد يؤثر سلباً على قيمة الشركة.

دراسة (Manurung & Wijaya,2022). بعنوان: **The Effect Of Family Ownership, Institutional Ownership, Managerial Ownership, Blockholder Ownership, And Board Of Directors On Company Performance.**

أجريت الدراسة بهدف معرفة أثر الملكية (العائلية، والمؤسسية، والإدارية) وملكية كبار المساهمين ومجلس الإدارة على أداء الشركات الصناعية المدرجة في مؤشر سوق الأسهم الإندونيسية، استخدمت الدراسة برنامج SPSS وشملت العينة 32 شركة للفترة (2015-2018). تمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه بالعائد على الأصول (ROA). توصلت نتائج الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية لها تأثير ضار على أداء الشركة في حين أن الملكية العائلية والملكية الإدارية لم يكن لهما أي تأثير. أما ملكية مجلس الإدارة وحملة الأسهم فلها تأثير إيجابي على أداء الشركة.

**Ownership structure and firm performance: بعنوان: (Boshnak,2023). دراسة
evidence from Saudi Arabia**

أجريت الدراسة بهدف معرفة أثر متغيرات هيكل الملكية على أداء الشركات غير المالية المدرجة في السوق السعودي، تكونت عينة الدراسة من 70 شركة غير مالية خلال الفترة 2016-2021، مع ملاحظة أنه تم استبعاد الشركات العاملة في قطاعي المصارف والتأمين وصناديق الاستثمار العقاري بسبب خصائصها والتزامها بلوائح محددة. استخدمت الدراسة أسلوب التحليل الوصفي وتحليل انحدار التأثيرات الثابتة، يتمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه بعدة مقاييس وهي: العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ونسبة السعر السوقي إلى السعر الدفترى (MBR) و Tobin's Q، أما المتغيرات المستقلة فهي نسبة كلاً من: الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية، والملكية الداخلية، والملكية العائلية، والملكية الأجنبية. تم تعريف جميع الملكيات بالنسبة المئوية للأسهم التي تملكها (الحكومة- الملاك المؤسسون- أعضاء مجلس الإدارة - العائلات - المساهمون الأجانب) إلى إجمالي عدد الأسهم المصدرة. توصلت نتائج الدراسة إلى أن الملكية الحكومية والمؤسسية والداخلية والأجنبية كلها تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي، بينما أظهرت الملكية العائلية تأثير سلبي على الأداء المالي.

**Corporate Ownership Structure and Performance بعنوان: (Lawrence,2023). دراسة
of Quoted Non-Financial Firms in Nigeria**

تبحث الدراسة عن العلاقة بين هيكل ملكية الشركة والأداء المالي للشركات غير المالية في نيجيريا، شملت عينة الدراسة 76 شركة غير مالية مدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية (NXG)، للفترة من 2005 إلى 2020. يتمثل المتغير التابع في أداء الشركة وتم قياسه بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، بينما تمثلت المتغيرات المستقلة في: ملكية أعلى (5 / 10 / 20) مساهم/ين- والملكية الإدارية- والملكية المؤسسية- والملكية الداخلية- والملكية الخارجية- وملكية المؤسس والعائلية- والملكية الأجنبية، أما فيما يخص المتغيرات الضابطة فهي الرافعة المالية، حجم الشركة، ونسبة السعر السوقي إلى السعر الدفترى. تم تعريف ملكية أعلى (5 / 10 / 20) مساهم/ين بالنسبة المئوية من الأسهم التي يسيطر عليها أكبر (5 / 10 / 20) مساهم/ين، والملكية الإدارية بالنسبة المئوية للأسهم التي يملكها المديرون، بينما تم تعريف الملكية الداخلية والخارجية والنسبة المئوية للأسهم التي يملكها (جميع الموظفين/ المستثمرون الخارجيون)، أما ملكية المؤسس والعائلية فهي النسبة المئوية للأسهم التي يملكها المؤسسون/ أو أفراد العائلة الذين هم في

مجلس الإدارة. وجدت الدراسة أن ملكية كلاً من (أعلى 5 مساهمين- والملكية الإدارية- والملكية المؤسسية- والملكية الداخلية- والملكية الخارجية- وملكية المؤسس والعائلة) تؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركة، بينما ملكية كلاً من (أعلى 10 مساهمين وأعلى 20 مساهم والملكية الأجنبية) تشير إلى علاقة سلبية كبيرة بالأداء.

5- تصميم البحث

جدول رقم (1) متغيرات الدراسة وآلية قياسها

اسم المتغير	رمز المتغير	وصف المتغير
المتغيرات التابع		
العائد على الأصول	ROA	صافي الربح/ إجمالي الأصول.
العائد على حقوق الملكية	ROE	صافي الربح/ إجمالي حقوق الملكية.
المتغيرات المستقلة		
ملكية كبار المساهمين	Blockholding	مجموع ملكية المستثمرين الذين يملكون 5% وأكثر من أسهم الشركة.
تعدد ملكية كبار المساهمين	Multi blockholding	مجموع ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر من أسهم الشركة ويملكون 5% وأكثر في شركات أخرى في السوق السعودي.
تعدد ملكية كبار المساهمين في نفس القطاع	Multi blockholding (industry)	مجموع ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر من أسهم الشركة ويملكون 5% وأكثر في شركات أخرى من نفس القطاع.
تعدد ملكية كبار المساهمين في قطاعات مختلفة	Multi blockholding (No industry)	مجموع ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر من أسهم الشركة ويملكون 5% وأكثر في شركات أخرى من قطاعات مختلفة.
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.
عمر الشركة	AGE	عمر الشركة منذ التأسيس.
الرافعة المالية	DEBT	إجمالي الالتزامات/ إجمالي الأصول.

مجتمع وعينة الدراسة

يسعى هذا البحث إلى دراسة أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي. يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة ما بين (2016-2022) والتي يبلغ عددها 206 شركة. وفقاً للدراسات السابقة تم الاعتماد على عدة معايير بغرض تحديد عينة الدراسة وهي أن تكون الشركة مدرجة وتتداول أسهمها خلال فترة الدراسة، بالإضافة إلى استبعاد الشركات التي يوجد فيها صعوبة في الحصول على البيانات اللازمة لإتمام الدراسة (أبو زيد وحسين، 2013). كما تم استبعاد صناديق الاستثمار العقاري بسبب التزامها بلوائح محددة وخصائصها التي تميزها عن القطاعات الأخرى (Boshnak, 2023). أكد (Boone et al., 2011) أنه يجب توفر معلومات كبار المساهمين وإتاحة البيانات المالية المطلوبة. بعد استبعاد الشركات

التي لم تستوف هذه المعايير بلغ عدد شركات عينة الدراسة بعد الأخذ في الاعتبار المعايير السابقة 158 شركة.

متغيرات الدراسة

تم تحديد أربع متغيرات لقياس ملكية كبار المساهمين كمتغيرات مستقلة؛ لمعرفة أثرها على الأداء المالي للشركات كمتغير تابع، سيتم قياس ملكية كبار المساهمين بالمتغيرات التالية: مجموع ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر من أسهم الشركة، ومجموع ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر في نفس القطاع الذي تعمل فيه الشركة، ومجموع ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر في شركات في قطاعات مختلفة عن قطاع الشركة محل الدراسة. فيما سيتم قياس الأداء المالي بمتغيرين (معدل العائد على الأصول - معدل العائد على حقوق الملكية). أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد تم اختيارها وفقاً للدراسات السابقة حيث استخدمت على نطاق واسع (Kumar, 2004; Amin & Hamdan, 2018; بطاينة وآخرون، 2019) وهي كالتالي (حجم الشركة - عمر الشركة - الرافعة المالية). تم الاعتماد على موقع السوق المالية السعودية (تداول) لتجميع البيانات الخاصة بملكية كبار المساهمين بشكل يدوي (المتغيرات المستقلة)، وأيضاً استخدام موقع السوق المالية السعودية (تداول) من أجل جمع البيانات المالية لبقية المتغيرات (متغير تابع وضابط). يشرح جدول (1) متغيرات الدراسة وآلية قياسها:

منهجية الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على البيانات الثانوية (Panel Data) والتي تجمع بين بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية في نفس الوقت. لقياس أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي. تطبق هذه الدراسة التحليل الوصفي للبيانات وكذلك الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات باستخدام نموذج الانحدار المجمع Pooled OLS. ومما سبق يمكن صياغة النموذج الرياضي لقياس أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات كالتالي:

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 Blockholding_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 DEBT_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

تم استخدام نفس المعادلة لدراسة أثر باقي المتغيرات المستقلة .

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1 Blockholding_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 DEBT_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

تم استخدام نفس المعادلة لدراسة أثر باقي المتغيرات المستقلة.

6- أساليب تحليل البيانات والنتائج

سنعرض في هذا القسم الأساليب التحليلية المتبعة والتي تتناسب مع محتوى الدراسة، من أجل اختبار فرضيات الدراسة والإجابة على تساؤلاتها المتعلقة بتأثير ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات. سيتم التطرق أولاً إلى التحليل الوصفي، ثم نقوم بتحليل الارتباط بين المتغيرات، وأخيراً سنقوم باختبار الفرضيات وتحليلها باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

التحليل الوصفي

جدول رقم (2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة - المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على نتائج التحليل الإحصائي

	N	Mean	SD	P25	Median	P75
ROA	663	2.64	7.587	-0.473	2.151	6.029
ROE	663	3.575	18.477	-0.915	5.399	12.51
Blockholding	663	40.276	21.586	20.650	40.540	58.800
Multi Blockholding	663	15.959	20.401	0.000	6.920	25.540
Multi Blockholding (industry)	663	7.464	14.363	0.000	0.000	9.740
Multi Blockholding (No industry)	663	8.495	16.613	0.000	0.000	9.110
Firm age	663	28.881	15.420	13.000	28.000	40.000
Firm size	663	3.527	0.774	3.056	3.357	3.752
Firm leverage	663	20.716	19.439	1.700	16.881	35.755

تعرض النتائج في الجدول رقم (2) تحليلاً وصفيًا لمتغيرات الدراسة، والتي تتضمن عدد المشاهدات، والمتوسط، والوسيط، والانحراف المعياري، و%25p و%75p. نستنتج من جدول الإحصائيات الوصفية أن عدد المشاهدات لجميع متغيرات الدراسة بلغت 663 مشاهدة. بلغ متوسط العائد على الأصول (ROA) للشركات المدرجة في السوق السعودي 2.64%، وتشير النسبة الـ 25 المئوية إلى أن أقل الشركات أداءً في العينة قد حققت عائداً على الأصول أقل من -0.47، بينما تُظهر النسبة الخامسة والسبعون المئوية أن 25% من الشركات في العينة حققت عائداً على الأصول أكبر من 6.03%. أظهرت دراسة (Boshnak,2023) أن متوسط العائد على الأصول (ROA) للشركات غير المالية المدرجة في السوق السعودي هو 4.9%.

بلغ متوسط العائد على حقوق الملكية (ROE) للشركات المدرجة في السوق السعودي 3.58%، بينما أشارت دراسة (Boshnak,2023) أن متوسط العائد على حقوق المساهمين يصل إلى 7% للشركات غير المالية

المدرجة في السوق السعودي. وتشير قيمة p25 بالجدول البالغة -0.92 إلى أن 25% من الشركات في العينة تحقق عائداً على حقوق الملكية أقل من -0.92% هذا يعني أن هذه الشركات تحقق خسارة على حقوق الملكية، ويدل ذلك إلى انخفاض أرباح الشركات أما بسبب الركود الاقتصادي أو بسبب سوء الإدارة لبعض الشركات أو أن تكون بعض القطاعات أكثر تقلباً من غيرها، مما يعني أن الأرباح يمكن أن تختلف بشكل كبير من سنة إلى أخرى مما يؤدي إلى عائدات سالبة على حقوق الملكية. كما تشير قيمة p75 البالغة 12.51 إلى أن 25% من الشركات في العينة تحقق عائداً على حقوق الملكية أكثر من 12.51%.

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة بلغ متوسط عمر الشركات (Firm age) المدرجة في السوق السعودي 29 سنة، ومتوسط حجمها (Firm size) 3.53، وبلغ متوسط الرافعة المالية (Firm leverage) للشركات المدرجة في السوق السعودي 20.72 بينما بلغ متوسط عمر الشركات 29 والرافعة المالية 43% للشركات غير المالية المدرجة في السوق السعودي (Boshnak, 2023). أما فيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة فقد بلغ متوسط ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر 40.28% من أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي، بينما بلغ متوسط تعدد ملكية كبار المساهمين 15.96% في الشركات المدرجة في السوق السعودي. أما فيما يخص حجم ملكية كبار المساهمين في نفس القطاع فقد بلغ 7.46% من أسهم الشركات السعودية، كما بلغ حجم ملكية كبار المساهمين في قطاعات مختلفة 8.50% من أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي.

تحليل الارتباط بين المتغيرات

جدول رقم (3A): مصفوفة الارتباط بين ملكية كبار المساهمين والأداء المالي - المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على نتائج التحليل الإحصائي

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Blockholding	1						
Multi Blockholding	0.355*	1					
Multi Blockholding (industry)	0.119*	0.591*	1				
Multi Blockholding (No industry)	0.333*	0.717*	-0.138*	1			
Firm age	-0.104*	0.171*	0.195*	0.041	1		
Firm size	0.204*	0.404*	0.426*	0.127*	0.083*	1	
Firm leverage	0.066	-0.004	-0.103*	0.084*	0.048	0.109*	1

يوفر الجدول 3A مصفوفة الارتباط لجميع متغيرات الدراسة المستخدمة في التحليل. (1) ملكية كبار المساهمين 5%، (2) تعدد ملكية كبار المساهمين، (3) تعدد ملكية كبار المساهمين في نفس القطاع، (4)

تعدد ملكية كبار المساهمين في قطاعات مختلفة، (5) عمر الشركة، (6) حجم الشركة، (7) الرافعة المالية. ملاحظة: التعريفات التفصيلية للمتغيرات موجودة في الجدول (1).

يوضح الجدول نتائج مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة. وجدت النتائج أن هناك علاقة ارتباط موجبة وذات معنوية إحصائية بين ملكية كبار المساهمين وكلاً من: تعدد ملكية كبار المساهمين، تعدد ملكية كبار المساهمين في (نفس القطاع/ قطاعات مختلفة)، وحجم الشركة. بينما وجدت علاقة ارتباط سلبية وذات دلالة إحصائية معنوية بين ملكية كبار المساهمين وعمر الشركة.

ومن خلال نتائج مصفوفة الارتباط الموضحة في الجدول (3A) نلاحظ أن معامل الارتباط بين جميع المتغيرات أقل من 75%، وهذا يعني أنه لا توجد علاقة خطية متعددة بين المتغيرات. يشير (Lehman, 2005) إلى أن علاقة الارتباط تكون مرتفعة إذا كانت القيم أعلى من 80% كما يشير (Gujarati, 2004) إلى وجود علاقة خطية متعددة بين المتغيرات إذا كانت أعلى من 80%.

معامل تضخم التباين (VIF)

على الرغم من عدم وجود ارتباطات قوية بين المتغيرات المستقلة، تم استخدام معامل تضخم التباين (VIF) للتحقق من وجود أي تداخل خطي متعدد (Multicollinearity) بينها. أظهرت نتائج تحليل معامل تضخم التباين أن جميع قيم VIF للمتغيرات المستقلة والضابطة أقل من 3% مما يعني عدم وجود مشكلة التعددية الخطية بين المتغيرات.

جدول (3B): معامل تضخم البيانات

Variables	VIF
Blockholding	1.21
Multi Blockholding (industry)	1.40
Multi Blockholding (No industry)	1.22
Firm age	1.08
Firm size	1.32
Firm leverage	1.05
Mean VIF	1.21

تحليل الانحدار المتعدد

جدول رقم (4): نموذج تحليل الانحدار المتعدد بين ملكية كبار المساهمين والعائد على الأصول -
المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على نتائج التحليل الإحصائي

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA
Blockholding	0.057*** (0.014)	0.069*** (0.015)	0.069*** (0.015)
Multi Blockholding		-0.036** (0.015)	
Multi Blockholding (industry)			-0.062** (0.025)
Multi Blockholding (No industry)			-0.024 (0.017)
Firm age	0.026 (0.016)	0.031* (0.016)	0.034** (0.016)
Firm size	2.096*** (0.442)	2.526*** (0.513)	2.712*** (0.548)
Firm leverage	-0.183*** (0.019)	-0.190*** (0.020)	-0.193*** (0.020)
Constant	-5.145** (2.059)	-6.728*** (2.315)	-7.645*** (2.475)
R2	0.256	0.262	0.263
N	663	663	663

*p < 0.10, **p < 0.05, *** p < 0.01

اختبار فرضيات الدراسة

أظهرت النتائج في الجدول (4) أن قيمة الميل للمتغير المستقل ملكية كبار المساهمين موجبة وهي $(\beta = 0.057)$ ، ويعني ذلك أن هناك علاقة طردية بين ملكية كبار المساهمين ومعدل العائد على الأصول، بحيث كلما زادت ملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% من أسهم الشركة زاد معدل العائد على الأصول، وقد تم إثبات هذه العلاقة إحصائياً عند مستوى دلالة 1%. كذلك قمنا بعمل التحليل مع المتغير التابع العائد على حقوق الملكية كانت نفس النتائج والدلالة الإحصائية -انظر الملحق رقم 1- . وعلى النقيض من

ذلك، أظهرت النتائج أن قيمة الميل للمتغيرات المستقلة تعدد ملكية كبار المساهمين وتعدد ملكية كبار المساهمين في نفس القطاع سالبة وهي $(\beta = -0.036)$ ، $(\beta = -0.062)$ على التوالي وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين كلاً من تعدد ملكية كبار المساهمين وتعدد ملكية كبار المساهمين في نفس القطاع ومعدل العائد على الأصول عند المستوى 5%. كذلك قمنا بعمل التحليل مع المتغير التابع العائد على حقوق الملكية كانت نفس النتائج مع اختلاف الدلالة الإحصائية عند المستوى 1% - انظر الملحق رقم 1-.

بناءً على النتائج السابقة، يمكننا قبول الفرضية الأولى، وهي يوجد أثر إيجابي لملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر من أسهم الشركة على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي. أيضاً قبول الفرضية الثانية وهي يوجد أثر سلبي لملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون أسهم في أكثر من شركة في السوق السعودي على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي. كما تم رفض الفرضية الثالثة وهي يوجد أثر إيجابي لملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر في (نفس القطاع/ قطاعات مختلفة) على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.

إضافة للسابق، يظهر الجدول (4) والملحق رقم (1) أن معامل التحديد للعلاقة بين المتغيرات المستقلة مع معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية $(R^2 = 0.256)$ $(R^2 = 0.207)$ على التوالي، مما يعني أن المتغيرات المستقلة في الجدول تفسر 25.6% من التباين في معدل العائد على الأصول و20.7% من التباين في معدل العائد على حقوق الملكية للشركات المدرجة في السوق السعودي. فيما يخص المتغيرات الضابطة نجد أن هناك علاقة طردية ذو دلالة إحصائية للمتغير حجم الشركة مع المتغيرات التابع المتمثلة بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية عند مستوى 1%. أما بالنسبة لمتغير الرافعة المالية فقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية للرافعة المالية مع المتغيرات التابع المتمثلة بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية عند مستوى 1%.

7- مناقشة نتائج الدراسة

تؤثر العديد من العوامل على الأداء المالي للشركات، بما في ذلك خصائص الشركة، وتنظيمها الداخلي وقراراتها. وقد ركزت العديد من الدراسات السابقة على دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي، بحيث أبرزت دور كبار المساهمين في الرقابة على سلوكيات الإدارة واتخاذ القرارات بشكل أكثر فاعلية. بناءً على ذلك، هدفت هذه الدراسة في البحث عن أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، وقد خلصت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي، واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (Maury & Pajuste, 2005)، ودراسة (أبو الخير وأخرون، 2022)، ودراسة (Amin & Hamdan, 2018)، و (Ibrahimi & Ahmad, 2020)، وهذا يشير إلى أهمية دور كبار المساهمين في تعزيز حوكمة الشركات وذلك من خلال مراقبة أداء الإدارة وضمن اتخاذ القرارات لمصلحة الشركة، وزيادة استثماراتها.
- يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون أسهم في أكثر من شركة على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي. وأيضاً نفس الأثر لملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر في شركات أخرى في نفس القطاع على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي. تُبين هذه النتيجة أن كبار المساهمين قد يقدمون مصلحة شركة على أخرى، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير مُتسقة تُضّر بإحدى الشركات أو بكل الشركات معاً، كما قد يُركّز كبار المساهمين على تعظيم أرباحهم قصيرة المدى على حساب الاستثمارات طويلة المدى، مما يُؤثر سلبيًا على استدامة ونمو الشركات.
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر في شركات أخرى في قطاعات مختلفة على أداء الشركات المدرجة في السوق السعودي.
- اتفقت نتائج الدراسة مع نظرية الوكالة، التي ترى أن كبار المساهمين يلعبون دورًا رقابيًا على سلوكيات الإدارة.
- هدفت هذه الدراسة إلى توسيع نطاق الدراسات السابقة حول أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق السعودي، وذلك من خلال تحليل مجموعة متنوعة من المتغيرات التي لم تُدرس بشكل كافٍ في السابق؛ حيث ركزت الدراسات السابقة بشكل رئيسي على أنواع كبار المساهمين أما هذه الدراسة، فقد ركزت على جوانب إضافية وهي: ملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر من أسهم الشركة، وملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون أسهم في أكثر من شركة في السوق السعودي، وملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% وأكثر في شركات أخرى في (نفس القطاع/ قطاعات مختلفة).

التوصيات

- ضرورة الالتزام بأنظمة ولوائح حوكمة الشركات بشكل يعزز دور كبار المساهمين في مراقبة إدارة الشركات وضمن كفاءتها.

- إجراء دراسات إضافية حول العلاقة بين ملكية كبار المساهمين والأداء المالي للشركات، وذلك باستخدام بيانات وطرق تحليلية مختلفة.
- إجراء دراسات عن أثر ملكية كبار المساهمين على قرارات الاستثمار والتمويل للشركات وذلك بهدف فهم أفضل لأثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات.

حدود الدراسة

- يوجد عدد محدود من الدراسات العربية التي تناولت أثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق السعودي.
- تناولت دراسات سابقة عددًا محدودًا من المتغيرات لقياس تأثير ملكية كبار المساهمين على الأداء، مثل ملكية كبار المساهمين من الحكومة والعائلية والمؤسسية والأفراد والأجانب بينما ندرت الدراسات التي تناولت خصائص أخرى لملكية كبار المساهمين، مثل: ملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون أسهم في أكثر من شركة في السوق المالي، وملكية كبار المساهمين الذين يملكون 5% وأكثر في شركات أخرى في (نفس القطاع- قطاعات مختلفة) على الأداء.

8- الخاتمة

في هذه الدراسة، فحصنا تأثير ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات قياساً على الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، ولتحقيق ذلك، تم استخدام مؤشرين لقياس الأداء، هما معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية. كما تم تعريف كبار المساهمين بأنهم الأشخاص أو المؤسسات التي تمتلك 5% أو أكثر من أسهم الشركة. خلصت الدراسة إلى أن ملكية كبار المساهمين لها تأثير إيجابي على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق السعودي، كما أن ملكية كبار المساهمين لها أهمية كبيرة في تحسين الأداء المالي للشركات، حيث إنها تؤدي إلى زيادة الالتزام بالحوكمة وضبط الوكالة، وزيادة الموارد المتاحة، وزيادة الاستقرار. في المقابل وجدت الدراسة أن لتعدد ملكية كبار المساهمين أثر سلبي على الأداء المالي للشركة، خصوصاً لكبار المساهمين الذي يملكون حصص ملكية كبيرة في عدة شركات في نفس القطاع.

تقدم الدراسة نتائج مهمة يمكن الاستفادة منها من قبل المستثمرين، وصناع القرار، والمشرعين، والباحثين. ستساعد الدراسة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة، كما تساعد في تحديد الشركات التي لديها أنظمة حوكمة قوية مما قد يؤدي إلى عوائد أفضل على استثماراتهم. وستساعد صناع القرار على

وضع سياسات وتشريعات أكثر فعالية لتعزيز حوكمة الشركات، كما تساعدهم في تحسين البيئة الاستثمارية وجذب المزيد من الاستثمارات. ستقدم الدراسة للمشرعين معلومات تساعدهم على سن قوانين أكثر فعالية لضمان أن الشركات تعمل بطريقة مسؤولة وشفافة وحماية حقوق المستثمرين. تُقدم الدراسة مساهمة قيّمة للباحثين من خلال تطوير تصنيفات جديدة لقياس ملكية كبار المساهمين ومعرفة أثرها على الأداء المالي في السوق السعودي مما يساعدهم على فهم أفضل للعلاقة بين ملكية كبار المساهمين والأداء المالي للشركات. تُوصي الدراسة بإجراء المزيد من البحوث حول العلاقة بين ملكية كبار المساهمين والأداء المالي للشركات باستخدام بيانات وطرق تحليلية مختلفة، كما تُوصي بإجراء دراسات عن أثر ملكية كبار المساهمين على قرارات الاستثمار والتمويل للشركات وذلك بهدف فهم أفضل لأثر ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات مع الأخذ بعين الاعتبار الحدود المذكورة أعلاه.

المراجع

المراجع باللغة العربية:

- أبو الخير، أحمد سمير؛ محمد، عادل مبروك؛ سرور، هبة محمد. (2022). «أثر هيكل الملكية والمرونة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية»، مجلة التجارة والتمويل. 42 (3)، ص 755-808.
- أبو زيد، سميرة محمد علام محمد. حسين، محمود. (2013). «أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية»، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة. (2)، ص 980-1015.
- النيف، خالد لافي. والفواز، تركي مجحم. (2009). «العلاقة بين تعدد كبار المالكن والأداء المالي للشركات: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان»، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين. 48 (72)، ص 451 - 435.
- بطاينة، هنادي؛ عبد، سوزان رسمي؛ سويدان، ميشيل. (2019). «أثر هيكل الملكية والحاكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة»، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال. 15 (1).
- حمدان، علام محمد؛ السريع، عادل محمد؛ عناسوه، محمد سلامة. (2016). «هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة»، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية. 24 (4)، ص 82-98.

- رمضان، عماد. (2009). تأثير هيكل الملكية وكفاءة الإدارة على تركيبة رأس المال. جامعة العلوم التطبيقية الخاص. مملكة الأردننية الهاشمية.
- زعرب، حمدي. مسمح، باسل. (2019). «أثر هيكل الملكية على أداء الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية)»، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية. 28 (4).
- شقور، عمر فريد مصطفى. (2016). «أثر هيكل الملكية في ممارسة إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الفنادق المدرجة في بورصة عمان»، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية. 16 (2)، ص 91-100.
- مجموعة تداول السعودية. (2021). تقرير مجلس الإدارة. تم الاسترجاع من الرابط:
https://www.saudiexchange.sa/Resources/fsPdf/2583_0_2022-03-31_16-21-53_Ar.pdf

المراجع باللغة الإنجليزية:

- Alanazi, A.S. (2021). The impact of ownership structure on firms' performance. Alfaisal University. Saudi Arabia.
- Alvarez, R., Jara, M., & Pombo, C. (2018). "Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets". Journal of Corporate Finance, 53, pp.38-64.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). "Agency Costs and Ownership Structure". The Journal of Finance, 55(1), pp.81-106.
- Basu, N.; Paeglis, I.; Rahnamaei, M. (2016). "Multiple blockholders, power, and firm value". Journal of Banking & Finance, 66, pp 66-78.
- Becht, M.; Bolton, P.; & Röell, A. (2003). "Corporate governance and control". In Handbook of the Economics of Finance, (1), pp. 1-109.
- Boone, N.; Colombage, S.; Gunasekarage, A. (2011). "Block shareholder identity and firm performance in New Zealand", Pacific Accounting Review, 23 (2), pp. 185-210.
- Boshnak, H. A. (2023). Ownership structure and firm performance: evidence from Saudi Arabia. Journal of Financial Reporting and Accounting.
- Choi, A. H. (2018). "Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value". Harv. Bus. L. Rev., 53(8), pp.53-99.

-
- Dakhlalh, M. M., Rashid, N., Abdullah, W. A. W., & DAKHLALLH, A. M. (2021). "Ownership structure and firm performance: Evidence from Jordan", *The journal of contemporary issues in business and government*, 27(2), pp.79-90.
 - Demsetz, H. (1983). "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 375-390.
 - Faisal, F.; Majid, M. S. A.; & Sakir, A. (2020). Agency conflicts, firm value, and monitoring mechanisms: An empirical evidence from Indonesia. *Cogent Economics & Finance*, 8(1).
 - Fauzi, F., & Locke, S. (2012). "Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms".
 - Grover, A. (2021). "The Agency Problem of Majority v Minority Shareholders: The Way Forward in India". Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3845978> .
 - Gujarati, D.N. (2004) *Basic Econometrics*. 4th Edition, McGraw-Hill Companies.
 - Gutiérrez, U.M.; and Sáez, L.I.M. (2015). "Say-on-Dividend", *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 285/2015*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2565475>
 - Hamdan, A.M. & Amin, A.A. (2018). "Evaluating the Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Saudi Arabian Listed Companies". *Journal of Economic Cooperation and Development*, 39(3), pp.65-92.
 - Harford, J.; Kecskés, A.; and Mansi, S. (2018). "Do long-term investors improve corporate decision making? ", *Journal of Corporate Finance*, 50, pp. 424-452.
 - Hayat, M., Yu, Y., Man, W., & Jebran, K. (2018). "Impact of Managerial and Institutional Ownership on Capital Structure: A Comparison Between China & USA". *Eur. J. Bus. Manag.*, 10(24), pp.69-80.
 - Hossain, M.; Prevost, A.; and Rao, R. (2001). "Corporate governance in New Zealand: the effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance", *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, pp. 119-45.
 - Ibrahimy, A. I., & Ahmad, R. (2020). "Blockholder ownership as governance mechanism on firm performance: Evidence from Malaysia". *International Journal of Business Administration*, 11(1), 27.

-
- Jensen, M.C. & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". Journal of Financial Economics, 3 (4), pp.305-360.
 - Khan, M. (2021). " The influence of blockholders on firm performance: evidence from Finland". (Master's thesis, M. Khan).
 - Kumar, J. (2004). "Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence from India", The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures, 9 (2), pp. 61 –93.
 - Lawrence, U. E. (2023). " Corporate Ownership Structure and Performance of Quoted Non-Financial Firms in Nigeria". Journal of Business and African Economy, 9 (3), pp.183-194
 - Lehman, Ann & O'Rourke, Norm & Hatcher, Larry & Stepanski, Edward. (2005). JMP for Basic Univariate and Multivariate Statistics: A Step-by-Step Guide.
 - Manurung, M. R. A., & Wijaya, J. R. T. (2022). "The Effect of Family Ownership, Institutional Ownership, Managerial Ownership, Blockholder Ownership, And Board of Directors On Company Performance". Ratio: Reviu Akuntansi Kontemporer Indonesia, 3(2), pp.116-128.
 - Maury, B. , & Pajuste, A. (2005). "Multiple large shareholders and firm value". Journal of Banking & Finance, 7(29), pp. 1813-1834.
 - Nofal, M. (2020). "The effect of foreign ownership on firm performance: Evidences from Indonesia". In 3rd Asia Pacific International Conference of Management and Business Science (AICMBS 2019), 135, pp. 237-242.
 - Pound, J. (1988). "The information effects of takeover bids and resistance". Journal of Financial Economics, 22 (2), pp.207-227.
 - Reddy, K.; Locke, S.; Scrimgeour, F.; and Gunasekarage, A. (2008). "The efficiency of the principle-based corporate governance practices on firm performance: an empirical investigation using New Zealand data", International Journal of Business Governance and Ethics, 4, pp. 51-78.
 - Seifert, B., Gonenc, H., & Wright, J. (2005). "The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions". Journal of multinational financial management, 15(2), pp.171-191.
 - Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997), "A survey of corporate governance", Journal of Finance, Vol. 52, pp. 737-83.
-

-
- Siregar,S.V. & Utama,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(1), pp. 1-17.
 - Thomsen, S. (2005). "Conflicts of interest or aligned incentives? Blockholder ownership, dividends and firm value in the US and the EU", European Business Organization Law Review (EBOR), 6(2), pp. 201-225.
 - Thomsen, S.; Pedersen, T.; Kvist, K.H. (2006). "Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control-based governance systems". Journal of Corporate Finance, 12(2), pp. 246-269.
 - Wati, L.N.; Primiana, H.I.; Pirzada, K.; and Sudarsono, R. (2019). Political connection, blockholder ownership and performance, Entrepreneurship and Sustainability ,7(1), pp. 52-68.

الملاحق:

ملحق رقم (1): نموذج تحليل الانحدار المتعدد بين ملكية كبار المساهمين والعائد على حقوق الملكية -
المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على نتائج التحليل الإحصائي

	(1) ROE	(2) ROE	(3) ROE
Blockholding	0.136*** (0.035)	0.168*** (0.038)	0.169*** (0.039)
Multi Blockholding		-0.099*** (0.035)	
Multi Blockholding (industry)			-0.204*** (0.054)
Multi Blockholding (No industry)			-0.048 (0.037)
Firm age	-0.015 (0.048)	-0.001 (0.049)	0.011 (0.049)
Firm size	7.271*** (1.134)	8.450*** (1.304)	9.209*** (1.372)
Firm leverage	-0.405*** (0.061)	-0.425*** (0.063)	-0.436*** (0.063)
Constant	-25.405*** (5.820)	-29.746*** (6.393)	-33.492*** (6.735)
Adj_R2	0.207	0.214	0.219
N	663	663	663

*p <0.10, **p <0.05, *** p <0.01