



أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020

**Impact of financial structure on the economic institution's financial performance -
An econometric study of a sample of institutions listed in the Saudi financial
market during the period of 2015-2020**

د. بن عيشة كريمة*، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل (الجزائر)، k.benaicha@univ-jijel.dz

تاريخ الارسال: 2023/02/10	تاريخ القبول: 2023/06/11	تاريخ النشر: 2023/06/19	المؤلف المرسل: بن عيشة كريمة
---------------------------	--------------------------	-------------------------	------------------------------

الملخص:

هدفت الدراسة لاختبار أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة مكونة من 40 مؤسسة اقتصادية مدرجة ضمن قطاع المواد الأساسية في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020، تم استخدام متغير المديونية طويلة الأجل والمديونية قصيرة الأجل والمديونية الكلية للتعبير عن الهيكل المالي، العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول للتعبير عن الأداء المالي. أما متغير الحجم والسيولة استخدمت كمتغيرات ضابطة، بالاعتماد على نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وباستخدام برنامج التحليل R.Studio، تم بناء نموذجين احصائيين.

بينت نتائج الدراسة التطبيقية وجود أثر سلبي دال احصائيا للمديونية طويلة الأجل و المديونية قصيرة الأجل والسيولة على كل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، في حين توصلت إلى عدم وجود أثر دال احصائيا للمديونية الكلية على كل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول.

توصلت الدراسة أيضا إلى وجود أثر إيجابي دال احصائيا للحجم على كل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، الأداء المالي، السوق المالي السعودي، نماذج البانل.

Abstract:

The study aimed to test the impact of the financial structure on the financial performance of a sample of 40 economic institutions included in the core sector of the Saudi financial market during the period of 2015-2020. The long-term debt, short-term indebtedness and total indebtedness variables were used to express the financial structure; while return on equity and return on assets were used to express financial

* المؤلف المرسل: بن عيشة كريمة

performance. As for volume and liquidity variables, they were used as control variables; based on cross sectional time series (CTR) data models and using the R. Studio analysis software, two statistical models were built.

The results of the applied study showed a statistically negative impact of long-term indebtedness, short-term indebtedness and liquidity on both return on equity and return on assets, while finding that there was no statistically significant impact of total indebtedness on both return on equity and return on assets.

The study also found a statistically significant positive effect of volume on both return on equity and return on assets.

Keywords: financial structure, financial performance, Saudi financial market, panel models.

1. مقدمة:

أحد القرارات المهمة التي يجب أن يتخذها المدير هو القرار المتعلق بتشكيلة مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة، ويسمى أيضا قرار هيكل رأس المال، وهو إطار يصف كيفية استخدام الأموال الخاصة والديون لتمويل عمليات المؤسسة، ويكمن الهدف منه في تحقيق عوائد مثالية للمساهمين وتعظيم عوائد المؤسسة وبالتالي تحسين أدائها المالي، هذا الأخير يعتبر من المعلومات المهمة للغاية بالنسبة للمستثمرين وعلى أساسه يتم اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة من عدمه، لدى فقد حظيت العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة باهتمام كبير في الأدبيات المالية.

1.1. طرح الإشكالية:

بعد أن أشار مودكلياني وميلر (1958) إلى أن قيمة المؤسسة خالية من تأثير قرارات هيكل رأس المال وتداركا الأمر سنة 1963 إلى المزايا الضريبية التي توفرها الديون ليتوصلا إلى أن أفضل هيكل رأس مال هو الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون، لايزال الجدل قائم حول صحة هذه الافتراضات في العالم الحقيقي، والمشكلة تكمن فيما إذا كانت نسبة الديون والأموال الخاصة ذات فوائد أكبر من التكاليف ومستوى المخاطر المصاحب لإدراج الديون ضمن هيكل رأسمالها. من هذا المنطلق تأتي هذه الدراسة لمحاولة اختبار أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، وذلك من خلال الإجابة على الإشكالية التالية:

هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على الأداء المالي بالمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة 2015-2020؟

2.1. التساؤلات الفرعية:

لمحاولة الإلمام بمختلف جوانب البحث ارتأينا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هو مدلول الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية وما هي متغيراته الرئيسية؟
- كيف يمكن تفسير العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي؟
- كيف يؤثر الهيكل المالي على الأداء المالي بالمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي؟
- ما هي المحددات التي تؤثر على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي؟

3.1. الفرضيات:

لمحاولة الإجابة على هذه الإشكالية تمت صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على الأداء المالي ممثلاً بالعائد على حقوق الملكية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020.

تندرج ضمن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية طويلة الأجل على العائد على حقوق الملكية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020.

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية قصيرة الأجل على العائد على حقوق الملكية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020.

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على حقوق الملكية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020.

الفرضية الرئيسية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على الأداء المالي ممثلاً بالعائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020..

تندرج ضمن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية طويلة الأجل على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020.

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية قصيرة الأجل على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020.

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020.

4.1. أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية هذه الدراسة في كونها تسلط الضوء على أحد المواضيع التي كانت ولا تزال تأخذ حيزاً كبيراً من النقاش في الأدبيات المالية والدراسات التطبيقية، ألا وهو أمثلية الهيكل المالي وتأثيره على الأداء المالي وخلق القيمة للمؤسسة، إذ نحاول في هذه الدراسة اختبار أثر الهيكل المالي ممثلاً بكل من المديونية طويلة الأجل، المديونية قصيرة الأجل والمديونية الكلية، والأداء المالي ممثلاً بالعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول في مجموعة من المؤسسات الاقتصادية المسجلة في السوق المالي السعودي، والذي يعتبر من أكثر الأسواق نمواً ونجاحاً خلال الفترة الأخيرة وهو ما يجعل هذه الدراسة بمثابة مرجع للأسواق المالية العربية بما فيها السوق المالي الجزائري لفهم بعض أسباب تحسن مؤشرات أدائها والاستفادة منها للارتقاء بأسواقها.

5.1. أهداف الدراسة:

- الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو فحص أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، كما نسعى كذلك لتحقيق الأهداف التالية:
- تسليط الضوء على مفهوم الهيكل المالي الذي يعتبر أحد مواضيع الإدارة المالية الذي لا يزال البحث فيه مستمرا؛
 - التعرف على مفهوم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
 - اختبار طبيعة العلاقة والأثر التي تربط الهيكل المالي بالأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في سوق المال السعودي.

6.1. منهجية الدراسة:

نظرا لطبيعة الدراسة فقد اعتمدنا في الجانب النظري على المنهج الوصفي قصد التعريف بمتغيرات الدراسة، أما الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا فيه على المنهج الاحصائي لاختبار الأثر بين المتغيرين. وبهدف تحليل وفحص العلاقة والأثر بين متغيرات الدراسة تم استخدام تحليل الارتباط قصد الوقوف على اتجاه وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة، كما تم الاعتماد على نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وبرنامج R Studio لاستخراج نماذج الانحدار وتقدير نموذج الدراسة.

7.1. الدراسات السابقة:

دراسة (The DINH & Duc PHAM, 2020) بعنوان **The Effect of capital structure on financial performance of vietnamese listing pharmaceutical enterprises**: بحثت الدراسة في تأثير هيكل رأس المال لشركات الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية في الفيتنام خلال الفترة الزمنية (2015-2019)، تم استخدام معدل العائد على حقوق الملكية كمتغير تابع وأربعة متغيرات مستقلة تمثلت في التمويل الذاتي، الرافعة المالية، الأصول طويلة الأجل ونسب الديون إلى الأصول باستخدام أقل انحدار مربع (OLS)، وقد توصلت نتائج التحليل إلى أن نسبة الرافعة المالية (LR)، ونسبة الأصول طويلة الأجل (LAR) ونسبة الدين إلى الأصول (DR) على علاقة ايجابية مع أداء الشركة، في حين أن التمويل الذاتي (E/C) يؤثر سلبا على العائد على حقوق الملكية (ROE). وقد أوصت الدراسة الحكومة الفيتنامية أن تركز على استقرار البيئة الكلية لخلق بيئة مواتية للشركات، كما يجب على شركات الأدوية بناء هيكل رأسمالي أكثر منطقية مع نسبة دين أعلى من حقوق الملكية، بالإضافة إلى تنويع تعبئة القروض مثل إصدار سندات طويلة الأجل، بالإضافة إلى ذلك، يجب على الشركات توسيع النطاق بشكل مناسب للحفاظ على التطوير والقدرة على سداد الديون.

– دراسة (Rosyeni & Muthia , 2019) بعنوان **Ownership structure, Capital structure and Firm Performance : Acase in Indonesia**: هدفت الدراسة في التحقيق في العلاقات المهمة بين الملكية المؤسسة وهيكل رأس المال والأداء ل 30 شركة تصنيع مدرجة في بورصة إندونيسيا من سنة 2010 إلى 2016. اعتمدت الدراسة على العائد على الأصول (ROA)، القيمة السوقية إلى الدفترية (MBV) و مؤشر Tobin كمقاييس للأداء، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الملكية المؤسسة وكل من MBV

Tobin في حين لم تكن دالة احصائيا مع ROA، كما أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي لهيكل رأس المال على العائد على الأصول (ROA)، بينما لم تتأثر نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (MBV) و مؤشر Tobin بهيكل رأس المال. دراسة (Muchir, Muturi, & Ngumi, 2016) بعنوان **Relationship between financial structure and financial performance of firms listed at east africa securities Exchanges**: هدفت الدراسة إلى البحث في العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي لـ 61 شركة مدرجة في الأسواق المالية لشرق إفريقيا خلال الفترة 2006-2014 باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة ونموذج التأثيرات العشوائية، ونموذج الآثار الثابتة بناء على اختبار Hausman.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية غير معنوية بين الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل والأرباح غير الموزعة وحقوق الملكية الخارجية مع العائد على الأصول، في حين ارتبطت بعلاقة إيجابية غير معنوية مع العائد حقوق الملكية، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير كبير لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي.

دراسة (AL-Tally, 2014) بعنوان **An Investigation of the Effect financial leverage on firm financial performance in saudi arabia's public listed companies**: هدفت الدراسة إلى التحقيق في تأثير مزيج الديون وحقوق الملكية والذي تم قياسه بواسطة الرافعة المالية على الأداء المالي للشركة في السوق المالي السعودي، تمت الدراسة على 57 شركة تجارية عامة للفترة الممتدة من 2002 إلى 2010، وكان الدافع الكبير لهذه الدراسة هو انهيار سوق الأسهم السعودية سنة 2006، والأزمة المالية العالمية سنة 2008 والتي تسببت في تقليل ثقة الشركات في القروض المصرفية كمصدر للتمويل.

وقد توصلت الدراسة إلى أنه على المدى الطويل وفي غياب الانكماش الاقتصادي الحاد تميل مستويات الرافعة المالية المنخفضة إلى زيادة هامش الربح والعوائد على كل من الأصول وحقوق الملكية أي وجود علاقة سلبية بين الأداء المالي وهيكل رأس المال، وقد كانت هذه العلاقة ذات دلالة احصائية.

ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة:

تلتقي الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في كونها تعالج موضوع الأداء المالي بالمؤسسات الاقتصادية الذي يعتبر من أهم المواضيع في أدبيات الإدارة المالية والغاية التي تصبو إليها جميع المؤسسات. أما من حيث أوجه الاختلاف فتكمن في طبيعة المتغيرات المستخدمة، إذ أن الدراسة أخذت بنموذجين مختلفين من خلال الاعتماد على مؤشرين مختلفين للتعبير عن الأداء المالي وهما العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، كما أنها لم تكتفي بمقياس واحد للتعبير عن هيكل رأس المال بل أخذت بعدة مقاييس تمثلت في المديونية طويلة الأجل والمديونية قصيرة الأجل والمديونية الكلية وأثر كل واحد منها على كل مؤشر من مؤشرات الأداء المالي المعنية بالدراسة.

اضافة إلى ذلك، فإن الدراسة الحالية اعتمدت في بناء النموذج القياسي على متغيرات ضابطة تختلف عن المتغيرات التي تم تبينها في الدراسات السابقة، وهذا كمحاولة نأمل الوصول من خلالها إلى تفسير أكثر للمتغيرات التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي.

وتتميز الدراسة أيضا عن الدراسات السابقة في اختلاف بيئة الدراسة وكذا القطاع المعني بالدراسة، إذ تم أخذ عدة مؤسسات اقتصادية مدرجة ضمن قطاع المواد الأساسية بالسوق المالي السعودي والتي تختلف عن البيئة التي تم التطرق إليها في الدراسات السابقة.

8.1. خطة الدراسة:

لمحاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية، واختبار صحة الفرضيات من عدمها سيتم التطرق في الدراسة أولا إلى إطار نظري حول الهيكل المالي والأداء المالي، ليتم بعدها عرض منهجية الدراسة التطبيقية ثم نتائج الدراسة التطبيقية ومناقشتها، لتنتهي الدراسة بخاتمة.

2. إطار نظري حول الهيكل المالي والأداء المالي

1.2. مفهوم الهيكل المالي

وجدت عدة تعاريف للهيكل المالي للمؤسسة اتفقت معظمها من حيث المضمون، إذ هناك من عرفه " هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم والأموال الخاصة في كشف الميزانية العمومية، حيث أنه يمثل الأسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل أصول المؤسسة وهو يتمثل في فقرات جانب الخصوم والأموال الخاصة من الميزانية العمومية، والذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) والمديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل) والأموال الخاصة" (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 34)، كما يعرف على أنه "العلاقة بين الدين والملكية والذي يشار إليها بتسمية الرافعة المالية" (هاشم، 2015، صفحة 66). في حين يتعلق هيكل رأس المال بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأموال الخاصة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة يعتبر جزءا من هيكلها المالي (مصطفى و الحناوي، 2005، صفحة 302)،

قد يرى البعض ضرورة استبعاد الخصوم الجارية من الهيكل المالي على أساس كونها تمويل مؤقت، وهم بذلك من يفضلون استخدام مفهوم هيكل رأس المال بدلا من اصطلاح الهيكل المالي. ومن ناحية أخرى، قد يؤيد البعض ضرورة إدخال الخصوم الجارية في مكونات التمويل خاصة في المؤسسات الصغيرة أو التجارية وذلك على أساس أن هذه المؤسسات تعتمد بشكل كبير على الخصوم القصيرة الأجل، لذلك فهؤلاء يفضلون استخدام مصطلح الهيكل المالي بدلا من هيكل أرس المال (بوربيعة، 2012، الصفحات 21-22).

2.2. مفهوم الأداء المالي

يعد الأداء المالي مفهوم هام لجميع المؤسسات وتم تعريفه بأنه "عملية قياس نتائج سياسات المؤسسة والعمليات من الناحية النقدية، يحدد نقاط القوة المالية ونقاط ضعف المؤسسة من خلال إقامة علاقات بين البنود المالية، المركز وبيان الدخل" وهو وصف لوضع المؤسسة الآن وتحديد الاتجاهات التي استخدمتها للوصول إليه من خلال دراسة المبيعات، الإيرادات، الموجودات، المطلوبات وصافي الثروة، كما أنه يوضح أثر هيكل التمويل على ربحية المؤسسة ويعكس كفاءة السياسة التمويلية لها" (فلاح و مؤيد، 2008، صفحة 234).

كما يعرف الأداء المالي أيضا بأنه "أداة قياس لمدى استخدام الأصول لتحقيق وتوليد الإيرادات ويستخدم كمقياس عام لمعرفة سلامة الوضع المالي الكلي للمؤسسة خلال فترة محددة، ويمكن استخدامه للمقارنة بين أداء المؤسسات لنفس نوع الصناعة أو بين مختلف الصناعات أو القطاعات" (القضاة، 2015، صفحة 258).

وتتبع أهمية دراسة الأداء من خلال الآتي (فلاح و مؤيد ، 2008، صفحة 234):

- متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعته؛
- متابعة ومعرفة الظروف المالية والاقتصادية المحيطة؛
- المساعدة في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتقييم البيانات المالية؛
- المساعدة في فهم التفاعل بين البيانات المالية.

3.2. العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي

تباينت نتائج الدراسات التجريبية حول طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وأداء المؤسسة، في هذا الشأن تشير دراسة Miller & Modigliani (1958) إلى أنه وفي حالة غياب الضرائب لا ترتبط قيمة المؤسسة بهيكلها المالي، حيث تكون تكلفة التمويل ثابتة مهما تغير الهيكل المالي، ويشيران أن قيمة المؤسسة ترتبط بقيمة استثماراتها (هندي، 1999، صفحة 645)، ليقوم الباحثان سنة (1963) بتعديل دراستهما وذلك بالأخذ بعين الاعتبار تأثير الضريبة على ربح المؤسسة، وقد توصلا إلى أنه في ظل وجود مؤسسة يتكون هيكل رأسمالها من قروض وأموال خاصة، فإن قيمتها تكون أكبر من مؤسسة أخرى تعتمد فقط على الأموال الخاصة، وفي نفس السياق يواصلان تحليلهما ويضيفان أن الفرق بين قيمة المؤسستين لا يجب أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية (هندي، 1999، صفحة 651).

يعتمد التحليل هنا على أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على القروض تعد من الأعباء واجبة الخصم عند حساب الضريبة (الحنوي و سلطان، 1999، صفحة 396)، حيث يعتبر تخفيض المصاريف المالية من الوعاء الضريبي للمؤسسة في واقع الأمر مساعدة من قبل الدولة لهذه الأخيرة، ومن أجل أن تستطيع الاستفادة منها لا بد أن تكون محققة للأرباح، بمعنى أن الوفرات الضريبية لا تتحقق إلا إذا كانت القدرة الربحية للمؤسسة كافية (بوتسطة، 2009، صفحة 126). والفروقات الموجبة ستعود بطبيعة الحال إلى المساهمين، وكلما كان الفرق أكبر (من مصروفات الفوائد) كلما كان العائد على حقوق الملكية أكبر، وفي هذا ما يدعم طبيعة العلاقة الخطية بين استخدام الديون ضمن تركيبة هيكل رأس المال ومؤشرات أداء المؤسسة (بازينة و بن سليم، 2016، صفحة 08).

غير أنه وفي المقابل من المتوقع أن يصاحب الارتفاع التدريجي في نسبة الاقتراض ضمن الهيكل المالي ارتفاع في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها أصحاب حقوق الملكية، ومن ثم فمن المتوقع أن يقوم الملاك برفع معدل العائد المطلوب على استثماراتهم. كما أنه وفي نفس الوقت من المتوقع أن تؤدي الزيادة في نسبة الرفع المالي إلى ارتفاع درجة المخاطر التي يتعرض لها المقرضون أيضا، خاصة في تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة الشركة لمخاطر الإفلاس والعسر المالي، وبالتالي فمن المتوقع أن يقوم حملة السندات (المقرضون) برفع معدل الفائدة بشكل يتزامن مع كل حالة ارتفاع في نسبة الاقتراض

بهيكل رأس المال (بازينة و بن سليم، 2016، صفحة 08). والمحصلة تكون ارتفاع تكلفة الأموال مما سيلغي مزايا الرفع المالي (وفرات التكلفة) الناتجة عن ادراج الديون ضمن هيكل رأس المال.

هذا ما أكدته نظرية المقايضة التي طورها ميلر والذي أشار فيها إلى أن هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة يشمل المقايضة بين تأثيرات المؤسسة والضرائب وتكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس وما إلى ذلك، وتتوقع النظرية أن تختار المؤسسة مستويات الدين من أجل تحقيق التوازن بين الفوائد من الدرع الضريبي مع التكاليف المتعلقة بضائقة مالية مستقبلية أو عدم المرونة المالية الحالية (Nassar, 2016, p. 02).

كما طور Jensen & Meckling (1976) نظرية تكلفة الوكالة، والتي توضح أن التدفق النقدي للمؤسسة يعتمد على تكوين ملكيتها، حيث اقترح المؤلفان أنه يجب أن يكون هناك أفضل مزيج من الدين ورأس المال السهمي يمكنه تقليص إجمالي تكاليف الوكالة بمعنى آخر، تحدد تكلفة الوكالة السائدة مقدار الدين الذي يجب إدخاله في هيكل رأس المال (Nur Alam, Sajal, & Shanmugan, 2017, p. 02) فمن خلال ما تفرضه الديون من ضغوط تساعد في الحد من مشاكل الوكالة، وزيادة كفاءة المديرين، وتخفيض مصروفاتهم نتيجة للالتزامات الناشئة من دفع الفوائد وأصل الدين على فترات منتظمة، وهو ما يطلق عليه بفرضية الرقابة للديون (LBO) leveraged Buyout والتي تعمل على كبح تصرفات الإدارة اتجاه سوء استخدام التدفقات النقدية الحرة من خلال سداد الديون وفوائدها (بازينة و بن سليم، 2016، صفحة 09).

وفي نفس السياق طور Myers (1977) نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل والتي تؤمن بعدم وجود هيكل رأس مال مثالي وتشير إلى أن المؤسسة لديها تسلسل هرمي مفضل للقرارات المالية وعادة ما تفضل التمويل الداخلي بدلا من الحصول على الأموال الخارجية، (Nur Alam, Sajal, & Shanmugan, 2017, p. 02)، إذ تفضل أولا استخدام مصدر التمويل الداخلي والمتمثل بالأرباح المحتجزة، وفي حالة عدم كفاية هذا المصدر تلجأ المؤسسة إلى مصدر التمويل الخارجي والمتمثل بالديون وتقوم بإصدار الأسهم العادية الجديدة كملجأ أخير عندما تصبح غير قادرة على استيعاب ديون جديدة (هاشم، 2015، صفحة 70).

3. منهجية الدراسة

1.3. عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي والبالغ عددها 201 مؤسسة سنة 2020 (انظر الرابط <http://www.argaam.com>)، أما عينة الدراسة فتمثلت في 40 مؤسسة مدرجة ضمن قطاع المواد الأساسية بالسوق المالي السعودي، حيث تم استخراج البيانات يدويا من القوائم المالية المنشورة سنويا لكل مؤسسة على مدار فترة الدراسة المقدرة بـ 6 سنوات والممتدة من (2015-2020)، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data حيث أن هذه الطريقة هي أكثر

كفاءة باعتبارها تأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن والعوامل الفردية في نفس الوقت في تقدير معادلة الانحدار، كما تم الاعتماد على برنامج التحليل R.Studio لإجراء مختلف الاختبارات وتقدير نموذج الدراسة.

2.3. مصادر جمع البيانات

تم الحصول على البيانات والإحصائيات اللازمة للدراسة الميدانية من خلال الاطلاع على:

- المقالات العلمية والرسائل البحثية من أجل ضبط متغيرات الدراسة؛
- التقارير المالية السنوية للمؤسسات محل الدراسة المتاحة على الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي (الموقع <http://www.argaam.com>).

3.3. متغيرات الدراسة

يتضمن نموذج الدراسة ثلاثة أنواع من المتغيرات نبرزها فيما يلي:

الجدول رقم (01): متغيرات الدراسة

المتغير	المقياس	رمز المقياس	المصدر
الأداء المالي (متغير تابع)	العائد على حقوق الملكية	ROE	(Arulvel. K, Ajanthan. A, 2013), (Sedeaq Nassar, 2016), (Mwangi Joseph Muchiri & al, 2016)
	العائد على الأصول	ROA	(Ahmad Mohammad Obeid Gharaibeh, 2015), (Sorana Vătavu, 2015), (Nassar. S, 2016), (Muhammad Ashraf et al, 2017),
هيكل رأس المال (متغير مستقل)	المديونية طويلة الأجل	LTDR	(Abdullah Ewayed M, 2014) , (Maniagi Gerald Musiega & al, 2016)
	المديونية قصيرة الأجل	STDR	(Farida khanam & al, 2014), (Hung the DINH et Cuong Due pham, 2020)
	المديونية الكلية	DER	(Arulvel. K, Ajanthan. A, 2013), (Ayad Shaker Sultan1 & Mustafa Hassan Mohammad Adam , 2015), (Hung the DINH et Cuong Due pham, 2020)
السيولة (متغير ضابط)	صافي التدفق النقدي / إجمالي الأصول	LIQ	(Khanqah, V. T, Ahmadnia. L, 2013), (وليد زهير أبو شعبان, 2017)
الحجم (متغير ضابط)	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	SIZE	(Nikolaos, 2002), (Fakher & al, 2005)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على دراسات سابقة

4.3. نموذج الدراسة

تهدف الدراسة لاختبار تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي لشركات قطاع المواد الأساسية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2015-2020)، بالإضافة لاختبار تأثير بعض العوامل مثل: السيولة والحجم على الأداء المالي لهذه الشركات، بتعبير آخر، فإن الأداء المالي والمعبر عنه بالعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول بالمؤسسات محل الدراسة هو دالة تابعة لعدد من المحددات والتي تنقسم في هذه الدراسة إلى نوعين: متغير مستقل متمثل في الهيكل المالي معبرا عنه بالمديونية طويلة الأجل، المديونية قصيرة الأجل والمديونية الكلية، ومتغيرات ضابطة (الحجم والسيولة)، بحيث تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد التالي في إطار البيانات الزمنية المقطعية (Panel data):

$$ROE = \alpha_i + \beta_1 LTDR_{it} + \beta_2 STDR_{it} + \beta_3 DER_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA = \alpha_i + \beta_1 LTDR_{it} + \beta_2 STDR_{it} + \beta_3 DER_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

بحيث:

i: تمثل مجموع المؤسسات المشكّلة لعيّنة الدراسة (40 مؤسسة)؛

t: الفترة الزمنية (6 سنوات)؛

α_i : ثابت ويمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المفسرة تساوي 0؛

: معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة؛ $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$

ε_{it} : قيمة الخطأ في الملاحظة i عند الفترة الزمنية t.

4. نتائج الدراسة

1.4. مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

يمكن تلخيص أهم نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (02): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	ROE	ROA	LIQ	STDR	LIDR	DER	SIZE
ROE	1.0000						
ROA	0.7694	1.0000					
LIQ	-0.0062	-0.0599	1.0000				
STDR	-0.2904	-0.3296	-0.3340	1.0000			
LTDR	-0.1437	-0.3440	-0.0865	-0.0656	1.0000		
DER	-0.0596	-0.2800	-0.1171	0.3708	0.3510	1.0000	
SIZE	0.1288	0.1069	-0.0875	-0.0850	0.4883	0.1682	1.0000

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مصفوفة الارتباط أظهرت وجود علاقات ارتباط بين متغيرات الدراسة، كما نلاحظ أنه لا توجد مشكلة ارتباط بين المتغيرات محل الدراسة حيث كانت أعلى قيمة 0.7694 (أي ما نسبته

76.94%) وهي نسبة مقبولة تدل على عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة.

2.4. تقدير معلمات نموذج الدراسة

لقد تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data من خلال تطبيق ثلاث نماذج هي: نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model، حيث جاءت النتائج كما يلي :

الجدول رقم (03): تقدير معلمات نموذج الدراسة

	ROE			ROA		
	PRM	FRM	REM	PRM	FRM	REM
LTDR p-value	-4.5361e-01***	-3.5246e-01*	-4.5361e-01***	-2.5090e-01***	-1.3843e-01**	-2.1343e-01
	3.208e-06	0.032498	1.821e-06	3.310e-15	0.003072	4.089e-10***
STDR p-value	-5.7690e-01***	-5.6319e-01*	-5.7690e-01***	-2.0893e-01***	-1.4318e-01*	-1.9934e-01
	3.987e-08	0.026458	1.350e-08	3.095e-10	0.045266	9.484e-07***
DER p-value	2.0615e-02*	3.2152e-02**	2.0615e-02	-1.0114e-03	5.4774e-04	-3.2404e-04
	0.0271840	0.003006	0.0262276*	0.7276043	0.856216	0.9073028
LIQ p-value	-1.2684e-05*	-1.0444e-05	-1.2684e-05*	-7.4695e-06***	-6.2958e-06*	-7.4441e-06
	0.0413001	0.241670	0.0401869	0.0001445	0.012921	0.0001406***
SIZE p-value	3.9566e-02***	1.6411e-01	3.9566e-02***	1.9872e-02***	1.2571e-02	1.7505e-02
	0.0009835	0.154902	0.0008455	1.989e-07	0.698668	0.0008496***
Constant p-value	-6.3602e-01*		-6.3602e-01*	-2.9752e-01***		-2.5544e-01
	0.0125884		0.0119164	0.0002135		0.0234024*
Observations	240	240	240	240	240	240
R ²	0.18518	0.06716	0.18518	0.37063	0.06717	0.22573
Adjusted R ²	0.16777	-0.14333	0.16777	0.35718	-0.14332	0.20919
F Statistic	10.6357	2.80779	53.1787	27.5597	2.80824	68.2201
	p-value: 3.2022e-09	p-value: 0.01792	p-value: 3.0909e-10	p-value: < 2.22e-16	p-value: 0.017905	p-value: 2.4034e-13
Note: * p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01						

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج R Studio

(PRM نموذج الانحدار التجميعي، FEM نموذج الآثار الثابتة، REM نموذج الآثار العشوائية)

1.2.4. اختيار النموذج الملائم للدراسة

لغرض اختيار النموذج الأمثل للدراسة، سنقوم بالمفاضلة بين نماذج البانل الثلاثة الرئيسية وهي نموذج الانحدار التجميعي PRM، نموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM. من أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار الثابتة FEM سنعتمد على اختبار Ficher (F) حيث إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر أو تساوي قيمة F الجدولية أو إذا كانت قيمة P-Value أقل أو يساوي 0,05 فإن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل، أما فيما يخص المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج الآثار العشوائية REM فسنعتمد على اختبار Breusch –Pagan الذي اقترحه Breusch و Pagan سنة 1980 (والذي يعتمد على مضاعف لاغرونج L.M)، وحسب هذا الاختيار فإنه إذا كانت قيمة L.M المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع عند درجة حرية واحدة فإننا نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة، كما يمكن أيضا رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل إذا كانت قيمة P-Value أقل من 0,05 ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة، في حين نستخدم اختبار Hausman من أجل المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM حيث تكون فرضية العدم والفرضية البديلة على النحو التالي:

H0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم

H1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم

حيث أنه إذا كانت القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman أقل من 0,05 فإننا نقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل، والجدول الموالي يلخص لنا هذه الاختبارات بالنسبة لـ ROA و ROE

الجدول رقم (04): "المفاضلة بين النماذج REM، FEM، PEM"

نموذج ROE					
الاختبار	الاحصائية				القرار
F-test	F المحسوبة	Df1	Df2	P(Value)	نموذج الانحدار التجميعي PRM أفضل من نموذج الآثار الثابتة FEM
	1.2872	39	195	0.136	
Breush – Pagan	Chisq	Df		p-value	نموذج الانحدار التجميعي PRM أفضل من نموذج الآثار العشوائية REM
	0.50083	1		0.4791	
نموذج ROA					
الاختبار	الاحصائية				القرار
F-test	F المحسوبة	Df1	Df2	P(Value)	نموذج الآثار الثابتة FEM أفضل من نموذج الانحدار التجميعي PRM
	2.7235	39	195	3.157 ^e -06	
Breush – Pagan	Chisq	Df		p-value	نموذج الآثار العشوائية REM أفضل من نموذج الانحدار التجميعي PEM
	22.329	1		2.298e-06	
Hausman Test	Chisq	Df		P(Value)	نموذج الآثار العشوائية REM أفضل من نموذج الآثار الثابتة FEM
	7.126	5		0.2114	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج R Studio

من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 04 نلاحظ أن نموذج الانحدار التجميعي أفضل نموذج للدراسة بالنسبة للنموذج الأول الخاص بمعدل العائد على حقوق الملكية ROE، في حين أن نموذج الآثار العشوائية هو أفضل نموذج لتمثيل بيانات الدراسة في النموذج الثاني الخاص بالعائد على الأصول ROA.

2.2.4 الاختبارات الاحصائية والقياسية لنموذجي الدراسة

1.2.2.4 الاختبارات الاحصائية والقياسية لنموذج ROE

بعد تحديد النموذج المناسب لتفسير بيانات الدراسة وهو نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، نتقل الآن للتحقق من صلاحية النموذج من الناحية الاحصائية والقياسية.

أ. اختبار المعنوية الكلية للنموذج ROE

من نتائج الجدول 03 نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع والمعيّر عنه بالعائد على حقوق الملكية (ROE) والمتغيرات المفسرة هي علاقة متوسطة حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0,1851$ أي أن المتغيرات محل الدراسة تفسر ما مقداره 18,51% من التغيرات التي تحدث في العائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة والباقي تفسره عوامل أخرى. كما أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة حيث بلغت قيمة $P(\text{value}) = 3.0909 \times 10^{-10}$ وهي أقل من 0,05.

ب. اختبار صلاحية النموذج من الناحية القياسية

• اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

من أجل التأكد من عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للأخطاء سنقوم بإجراء اختبار D.W حيث كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (05): اختبار D.W

D W	P(value)
1.8725	0.1253

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج R Studio

من خلال الجدول 05 نلاحظ أن القيمة الإحصائية لـ DW تساوي 1.8725 وهي تقع في المجال [1,704; 2,296] وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

• اختبار تجانس التباين

في خطوة أخيرة ومن أجل التأكد من تجانس التباين سنقوم بإجراء اختبار Breuch -Pagan test، حيث نقبل فرضية عدم التي تنص على تجانس تباين الأخطاء العشوائية إذا كانت قيمة P(value) أكبر من 0,05، في حين نقبل الفرضية البديلة أي عدم وجود تجانس إذا كانت قيمة P(value) أقل من 0,05، بعد إجراء الاختبار كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (06): اختبار تجانس التباين

BP	Df	p-value
645.3	4	$< 2.2e^{-16}$ (0,0000)

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج R Studio

من خلال نتائج الجدول رقم 06 نلاحظ أن قيمة p-value هي أقل من 0,05 وبالتالي هناك مشكلة عدم تجانس التباين في نموذج الدراسة، ولتصحيح حالة عدم التجانس سنقوم باعتماد اختبار (Robust-Standard Error) حيث تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (07): نموذج الدراسة بعد التصحيح

Variable	t test of coefficients			
	Estimate	Std-Error	t-stat	P(value)
(Intercept)	$-6.3602e^{-01}$ **	$2.4225e^{-01}$	-2.6254	0.0092242
LTDR	$-4.5361e^{-01}$ ***	$1.2073e^{-01}$	-3.7572	0.0002170
STDR	$-5.7690e^{-01}$ ***	$1.6288e^{-01}$	-3.5419	0.0004793
DER	$2.0615e^{-02}$	$2.5508e^{-02}$	0.8082	0.4198094
LIQ	$-1.2684e^{-05}$ **	$3.8356e^{-06}$	-3.3069	0.0010918
SIZE	$3.9566e^{-02}$ **	$1.2082e^{-02}$	3.2747	0.0012180
Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1				

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج R Studio

2.2.2.4. الاختبارات الاحصائية والقياسية لنموذج ROA

بعد تحديد النموذج المناسب لتفسير بيانات الدراسة وهو نموذج الآثار العشوائية Random Effects Model، نتقل الآن للتحقق من صلاحية النموذج من الناحية الاحصائية والقياسية.

أ. اختبار المعنوية الكلية للنموذج ROA

من نتائج الجدول 03 نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع والمعبر عنه بالعائد على الأصول (ROA) والمتغيرات المفسرة هي علاقة متوسطة حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.22573$ أي أن المتغيرات محل الدراسة تفسر ما مقداره 22,57% من التغيرات التي تحدث في العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة والباقي تفسره عوامل أخرى. كما أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة حيث بلغت قيمة $P(\text{value}) = 2.4034e^{-13}$ وهي أقل من 0,05.

ب. اختبار صلاحية النموذج من الناحية القياسية

• اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

من أجل التأكد من عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للأخطاء سنقوم بإجراء اختبار D.W حيث كانت النتائج كمايلي:

الجدول رقم (08): "اختبار D.W"

D W	P(value)
1.7328	0.01401

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج R Studio

من خلال الجدول 08 نلاحظ أن القيمة الإحصائية لـ DW تساوي 1.7328 وهي تقع في المجال [1,704 : 2,296] وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

• اختبار تجانس التباين

في خطوة أخيرة ومن أجل التأكد من تجانس التباين سنقوم بإجراء اختبار Breuch -Pagan test، حيث نقبل فرضية العدم التي تنص على تجانس تباين الأخطاء العشوائية إذا كانت قيمة $P(\text{value})$ أكبر من 0,05، في حين نقبل الفرضية البديلة أي عدم وجود تجانس إذا كانت قيمة $P(\text{value})$ أقل من 0,05، بعد إجراء الاختبار كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (09): "اختبار تجانس التباين"

BP	Df	p-value
21.014	5	0.0008

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج R Studio

من خلال نتائج الجدول رقم 09 نلاحظ أن قيمة p-value هي أقل من 0,05 وبالتالي هناك مشكلة عدم تجانس التباين في نموذج الدراسة، ولتصحيح حالة عدم التجانس سنقوم باعتماد اختبار (Robust-Standard Error) حيث تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (10): نموذج الدراسة بعد التصحيح

Variable	t test of coefficients			
	Estimate	Std-Error	t-statistic	P(value)
(Intercept)	-2.5544e ⁻⁰¹ **	9.3999e ⁻⁰²	-2.7175	0.0070704
LTDR	-2.1343e ⁻⁰¹ ***	4.8461e ⁻⁰²	-4.4042	1.616e ⁻⁰⁵
STDR	-1.9934e ⁻⁰¹ ***	3.1149e ⁻⁰²	-6.3995	8.421e ⁻¹⁰
DER	-3.2404e ⁻⁰⁴	2.0475e ⁻⁰³	-0.1583	0.8743833
LIQ	-7.4441e ⁻⁰⁶ ***	7.6639e ⁻⁰⁷	-9.7133	< 2.2e ⁻¹⁶
SIZE	1.7505e ⁻⁰² ***	4.6729e ⁻⁰³	3.7460	0.0002263
Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1				

المصدر : من اعداد الباحثة باستخدام برنامج R Studio

5. مناقشة نتائج الدراسة:

- تشير نتائج النموذج القياسي الموضحة في الجدول (07) إلى وجود أثر سلبى ذو دلالة احصائية للهيكل المالي بمقاييسه معدل المديونية طويلة وقصيرة الأجل على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية، مما يعني ان ارتفاع كل من الديون طويلة وقصيرة الأجل بوحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض معدل العائد على حقوق الملكية ب ($4.5361e^{-01}$)، ($5.7690e^{-01}$) على الترتيب بالمؤسسات محل الدراسة، وتفسير هذه النتيجة أن معدل فوائد قروضها فاق مردوديتها الاقتصادية، فعندما تستدين المؤسسة بمعدل فائدة أكبر من مردوديتها الاقتصادية المحققة ستعاني من عجز في تغطية التزاماتها وينجر عن ذلك عجز في مردودية الأموال الخاصة، وهذا يتوافق مع الطرح النظري الذي يرى أن استخدام الديون ضمن هيكل رأس المال المؤسسة سيكون له تأثير سلبى على أدائها في حالة عجزها عن استخدام الأموال المقترضة بمعدل فائدة ثابت في الفرص الاستثمارية التي توفر عائدا يفوق الفوائد المدفوعة على هذه الأموال، كما تتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من (Twairesh, 2014)، (Khanam, Nasreen, & Pir, 2014)، (Akter & Rab, 2016).

- تشير نتائج النموذج القياسي الموضح في الجدول (10) إلى وجود أثر سلبى ذو دلالة احصائية للهيكل المالي معبرا عنه بكل من المديونية طويلة وقصيرة الأجل على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على الأصول ب ($2.1343e^{-01}$) و ($1.9934e^{-01}$) على الترتيب، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن التكاليف المترتبة على الديون والمتمثلة أساسا في معدلات الفائدة وتكاليف الإفلاس فاقت مزاياها والمتمثلة في الاستفادة من الوفرة الضريبية، مما يؤدي إلى انخفاض قدرة المؤسسات محل الدراسة على سداد ديونها ويعرضها إلى مخاطر مالية، كما أن الأموال المقترضة لم تستخدم بشكل فعال لذا لم تنعكس على كفاءتها التشغيلية، وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية أفضلية مصادر التمويل، ونتائج دراسة (Khanam, Nasreen, & Pir, 2014)، (Twairesh, 2014)، (Maniagi, Mwalati, Ondiek, 2013)، (Douglas, & Ruto, 2013)، إلا أنها تتناقض مع نظرية مودكلياني وميلر (1963) ونظرية الإشارة.

- تشير نتائج النموذج القياسي الموضح في الجدول (07) والجدول (10) إلى وجود أثر غير دال احصائيا للهيكل المالي معبرا عنه بالمديونية الكلية على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية و العائد على الأصول، مما يعني أن التغيرات التي تحدث في المديونية الكلية لا تعبر عن التغيرات التي تحدث على معدل العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Khanam, Nasreen, & Pir, 2014) في حين تتعارض مع نتائج دراسة (Samiloglu & Bagci, 2014)، (Maniagi, Mwalati, Ondiek, Douglas, & Ruto, 2013) اللتان توصلتا إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة احصائية للمديونية الكلية على معدل العائد على الأصول.

- تشير نتائج النموذج القياسي الموضح في الجدول (07) والجدول (10) إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة احصائية للسيولة على أدائها المالي معبرا عنه بكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، ويمكن تفسير ذلك إلى أن الاحتفاظ بالسيولة يؤدي إلى تجميد الأموال وعدم استغلالها في الفرص الاستثمارية المدرة للربح وبالتالي تحمل تكلفة الفرصة البديلة مما يؤثر سلبا على أدائها المالي.

- تشير نتائج النموذج القياسي الموضح في الجدول (07) والجدول (10) إلى وجود أثر ايجابي ذو دلالة احصائية للحجم معبرا عنه بحجم الأصول على أدائها المالي معبرا عنه بكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، يمكن تفسير هذه النتيجة على أن زيادة حجم الأصول خاصة مع الاستخدام الفعال لهذه الأصول يجعلها أكثر تنوعا في استثماراتها وأقل تذبذبا في عوائدها، وتزيد قدرتها على تحمل نسب المديونية المرتفعة ضمن هيكل رأس مالها كونها تعتبر كضمان للمقرضين وبالتالي تستفيد من الوفرات الضريبية الناتجة عن الديون، لكن هذه الاستدانة تكون في حدود معينة حتى لا تفوق سلبات الاستدانة ايجابياتها، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Samiloglu & Bagci, 2014)، (Maniagi, Mwalati, Ondiek, Douglas, & Ruto, 2013)، (Twairesh, 2014)، في حين تتناقض مع دراسة (Rosyeni & Muthia, Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Case in Indonesia, 2019) التي توصلت إلى أن الحجم غير معنوي لا يؤثر على الأداء المالي.

6. خاتمة

حاولت الدراسة تحليل العوامل التي من شأنها تفسير الأداء المالي للمؤسسة الذي يعتبر الهدف الأساسي الذي تسعى إليه كل الأطراف الفاعلة في المؤسسة، وقد ركزت الدراسة على قياس أثر الهيكل المالي باعتباره أحد أهم تلك العوامل المؤثرة على الأداء المالي في المؤسسة وذلك من خلال دراسة قياسية شملت 40 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي للفترة (2014-2019) اعتمادا على البيانات الزمنية والمقطعية، ومن خلال نتائج التحليل الإحصائي تمكنا من اختبار صحة الفرضيات من عدمها وتوصلنا إلى مجموعة من النتائج نبرز ذلك فيما يلي:

1.6. اختبار الفرضيات:

- أشارت نتائج النموذج القياسي إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة احصائية للهيكل المالي مقاسا بمعدل المديونية طويلة الأجل على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية حيث كانت المعنوية مساوية ل 0.0002170 وهي أقل من

- 0,05 وهو ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية طويلة الأجل على العائد على حقوق الملكية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020".
- أشارت نتائج النموذج القياسي إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي مقاسا بمعدل المديونية قصيرة الأجل على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية حيث كانت المعنوية مساوية ل 0.0004793 وهي أقل من 0,05 وهو ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية قصيرة الأجل على العائد على حقوق الملكية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020".
- أوضحت نتائج النموذج القياسي عدم وجود أثر دال إحصائيا للهيكل المالي مقاسا بالمديونية الكلية على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية حيث كانت المعنوية مساوية ل 0.4198094 وهي أكبر من 0,05 وهو ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على حقوق الملكية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020".
- توصلت نتائج النموذج القياسي إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي مقاسا بمعدل المديونية طويلة الأجل على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على الأصول حيث كانت المعنوية مساوية ل $1.616e^{-05}$ وهي أقل من 0,05 وهو ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية طويلة الأجل على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020".
- أشارت نتائج النموذج القياسي إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي مقاسا بمعدل المديونية قصيرة الأجل على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على الأصول حيث كانت المعنوية مساوية ل $8.421e^{-10}$ وهي أقل من 0,05 وهو ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية قصيرة الأجل على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020".
- توصلت نتائج النموذج القياسي عدم وجود أثر دال إحصائيا للهيكل المالي معبرا عنه بالمديونية الكلية على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على الأصول حيث كانت المعنوية مساوية ل 0.8743833 وهي أكبر من 0,05 وهو ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2015-2020".

2.6. نتائج الدراسة:

- بينت النتائج أن المتغيرات المعتمدة في الدراسة والمتمثلة في الهيكل المالي، السيولة والحجم، لها قدرة تفسيرية للأداء المالي في المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، حيث بلغ معامل $R^2=0,18518$ في النموذج الأول الخاص بالعائد على حقوق الملكية ROE، مما يعني أن المتغيرات المعتمدة في النموذج الأول تفسر ما يقارب 19% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي، أما 81% تعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج، في حين بلغ معامل $R^2=0,22573$ في النموذج الثاني الخاص بالعائد على الأصول ROA مما يعني أن المتغيرات المعتمدة في الدراسة تفسر ما يقارب 23% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي، أما 77% تعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج مما يتطلب البحث عنها؛

- أوضحت النتائج وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال معبرا عنه بالمديونية طويلة وقصيرة الأجل على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على حقوق الملكية للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة، وهذا راجع إلى ارتفاع معدل فوائد القروض مقارنة بمردوديتها الاقتصادية وهو ما تسبب في عجز المؤسسة في سداد ديونها وعدم استفادتها من مزايا الوفر الضريبي الناتج عن استخدام القروض ضمن هيكل رأسمالها؛
- توصلت نتائج الدراسة أيضا إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي معبرا عنه بكل من المديونية طويلة وقصيرة الأجل على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على الأصول ويدعم ذلك نظرية أفضلية مصادر التمويل ويدل على أن تكاليف الديون والمتمثلة أساسا في فاقت مزاياها، إذ أن الوفر الضريبي المحقق من استخدام القروض ضمن الهيكل المالي سيعجز عن سد وتغطية تكاليف هذا الدين وسيجعلها عرضة أكثر للمخاطر المالية، كما يدل ذلك على عدم الكفاءة والفعالية في استغلال هذه القروض بما يعود بالإيجاب على أدائها المالي.
- بينت نتائج الدراسة عدم وجود أثر لهيكل رأس المال معبرا عنه بمعدل المديونية الكلية على الأداء المالي معبرا عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول وبالتالي فإن التغيرات التي تحدث في المديونية الكلية ليس لها أثر في تفسير التغيرات التي تحدث على مستوى الأداء المالي في المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة؛
- توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للسيولة على أدائها المالي معبرا عنه بكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، وهو ما يدل على تحمل المؤسسات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة تحمل تكلفة الفرصة البديلة نتيجة الاحتفاظ بالسيولة الذي أدى إلى تجميد الأموال وعدم استغلالها في الفرص الاستثمارية المدرة للربح وبالتالي أثر سلبا على أدائها المالي.
- أخيرا، بينت نتائج الدراسة كذلك وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للحجم معبرا عنه بحجم الأصول على أدائها المالي معبرا عنه بكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، يمكن تفسير هذه النتيجة على أن زيادة حجم الأصول تزيد من ثقة المقرضين والمستثمرين في المؤسسة إذ ترتفع قدرتها على تحمل نسب المديونية المرتفعة ضمن هيكلها المالي كونها تعتبر كضمان للمقرضين، لكن هذه الاستدانة تكون في حدود معينة حتى لا تفوق سليات الاستدانة إيجابياتها، كما أن زيادة الحجم جعل المؤسسات محل الدراسة خلال فترة الدراسة أكثر تنوعا في استثماراتها وأقل تذبذبا في عوائدها مما حسن من أدائها المالي.

3.6. توصيات: من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم التوصيات التالية:

- يقع على عاتق المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي ضرورة الدراسة الجيدة للمصادر التمويلية وكيفية تنويعها وعدم الإفراط في الاعتماد على الديون ضمن هيكلها المالي حتى لا تقع في حالة عدم القدرة على تسديد ديونها وارتفاع مخاطرها؛
- ضرورة استمرار البحث في العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي؛
- إجراء دراسات أخرى في نفس السياق لكن بالاعتماد على المؤشرات الحديثة للأداء المالي التي لم يتم اعتمادها في هذه الدراسة مثل القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة؛

7. قائمة المراجع

1.1. قائمة المراجع باللغة العربية

- الحناوي محمد صالح ، سلطان إبراهيم إسماعيل، (1999)، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- القضاة مصطفى عبد الله أحمد، (2015)، العوامل المؤثرة على الأداء المالي في شركات الساهمة العامة الصناعية الأردنية مقاسا بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية للفترة 2005-2011، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 1، الأردن.
- النعيمي عدنان تايه ، التميمي أرشد فؤاد، (2009)، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان.
- بازينة عيسى يوسف ، بن سليم سكيبة محمد، (2016)، أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية الليبية (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية الليبية خلال الفترة 2001-2014)، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 04، العدد 02.
- بوتسطة لامية، (2009)، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر.
- بوربيعة غنية، (2012)، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- فلاح حسن الحسين، مؤيد عبد الرحمان، (2008)، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل، عمان.
- مصطفى نihal فريد ، الحناوي محمد صالح، (2005)، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- هاشم صبيحة قاسم، (2015)، "نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83.
- هندي منير إبراهيم، (1999)، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

2.2. قائمة المراجع باللغة الأجنبية

- Akter, F., & Rab, N. (2016). **Impact of Capital Structure on Profitability: A Study Based on Non- Bank Financial Institutions in Bangladesh.** Contemporary Issues in Business Research , 178-193.
- AL-Tally, H. A. (2014). **An investigation of the effect of financial leverage on firm financial performance in saudi arabia's public listed companies.** A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements of the degree of Doctor of Business Administration. Australia, Victoria Graduate School of Business, College of Business, Victoria University Melbourne.
- Khanam, F., Nasreen, S., & Pirzada, S. (2014). **Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: Evidence from Food Sector of Pakistan.** Research Journal of Finance and Accounting, 05(11), 93-105.

- Muchir, M., Muturi, W., & Ngumi, P. (2016). **Relationship between Financial Structure and Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges**. Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB), 05(01), 1734-1755.
- Maniagi , G., Mwalati , S., Ondiek , B., Douglas, M., & Ruto, R. (2013). **Capital Structure And Performance: Evidence From Listed Non-Financial Firms On Nairobi Securities Exchange (Nse) Kenya**. International Journal for Management Science and Technology (IJMST) , 1(2), 02-16.
- Nassar, S. (2016). **The Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Firms:Evidence From Borsa Istanbul**. Journal of Business & Financial Affairs, 05(01), 01-14.
- Nur Alam, S., Sajal, K., & Shanmugan, J. (2017). **Impacts of Capital Structure on Performance of Banks in a Developing Economy: Evidence from Bangladesh**. International Journal of Financial Studies, 05(13), 01-18.
- Samiloglu, F., & Bagci, H. (2014). **Does Capital Structure Effect on Firm Performance: An Evidence from Turkey**. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 112-124.
- The DINH, H., & Duc PHAM, C. (2020). **The Effect of Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Listing Pharmaceutical Enterprises**. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 07(09), 329-340.