مجلةالبحوث المحاسبية

https://com.tanta.edu.eg/abj-journals.aspx

أثر هيكل الملكية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة في سوق المال السعودي

[a] أحلام علي عبدالله آل عثمان الغامدي [b]محمد صالح عوض باجاحر

[a]باحث، قسم المحاسبة ، كلية الاعمال ، جامعة الملك خالد ، المملكة العربية السعودية

[b]أستاذ مساعد، قسم المحاسبة ، كلية الاعمال ، جامعة الملك خالد ، المملكة العربية السعودية

تاريخ النشر الالكتروني: يونيو-2025

للتأصيل المرجعي:الغامدي ، احلام علي عبدالله آل عثمان. باجاحر ،محمد صالح عوض. أثر هيكل الملكية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة في سوق المال السعودي.

، **مجلة البحوث المحاسبية** ، المجلد 12 (2)،

المعرف الرقمي:10.21608/abj.2025.431512

للتواصل مع المؤلف: aaabdullah1@kku.edu.sa

أثر هيكل الملكية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة في سوق المال السعودي

[a]أحلام علي عبدالله آل عثمان الغامدي [b]محمد صالح عوض باجاحر

[a]باحث، قسم المحاسبة ، كلية الاعمال ، جامعة الملك خالد ، المملكة العربية السعودية

[b]أستاذ مساعد، قسم المحاسبة ، كلية الاعمال ، جامعة الملك خالد ، المملكة العربية السعودية

تاريخ المقال

تم استلامه في5ابريل2025، وتم قبوله في5مايو2025، هو متاح على الإنترنت يونيو2025

المستخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر هيكل الملكية – وبشكل خاص الملكية المؤسسية والملكية الحكومية – على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) في الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) خلال الفترة من 2017 إلى 2023. وقد اعتمدت الدراسة على منهج كمي استنباطي، باستخدام بيانات على مستوى الشركات تم استخراجها من التقارير السنوية وتقارير مجالس الإدارة، وتم تحليلها باستخدام نموذج الانحدار التجميعي بطريقة المربعات الصغرى العادية (Pooled OLS) مع تصحيح الخطأ المعياري لمراعاة مشكلة عدم تجانس التباين. أظهرت النتائج أن الملكية المؤسسية ترتبط بعلاقة طردية ومعنوية إحصائيًا مع تكلفة رأس المال عند مستوى دلالة 1%، وذلك على مستوى العينة الكاملة وكذلك في القطاعين المالي وغير المالي. كما تبين أن الملكية الحكومية تؤثر أيضًا بشكل إيجابي على تكلفة رأس المال عند مستوى دلالة 5% في العينة الكلية، إلا أن هذا الأثر يفقد دلالته الإحصائية عند تحليل القطاعات بشكل منفصل، مما يشير إلى وجود تباين محتمل في العلاقة باختلاف القطاع. تُسهم هذه الدراسة في إثراء أدبيات المحاسبة والمالية من خلال تقديم دليل تطبيقي من سوق ناشئ يتميز ببيئة مؤسسية فريدة، وذلك بشأن أثر هياكل الملكية على تكلفة التمويل. ورغم إسهامات الدراسة، فإن نطاقها اقتصر على نوعين من الملكية فقط. لذا، يُوصى بتوسيع الأطر التحليلية في البحوث المستقبلية لتشمل ملكية العائلات، والملكية الإدارية، والملكية الأجنبية. كما يُقترح إدخال متغيرات معدّلة مثل خصائص مجلس الإدارة، فعالية لجان المراجعة، ومقروئية التقارير المالية لاختبار التأثير التفاعلي لهيكل الملكية على تكلفة رأس المال.

الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية؛ تكلفة رأس المال؛ الملكية المؤسسية؛ الملكية الحكومية، الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي.

1. مقدمة ومشكلة البحث:

حظيت العلاقةُ بين إدارة الشركة والمستثمرين باهتمامٍ بالغٍ على مدى سنواتٍ طويلة، إذ يتعيّن أن تقوم هذه العلاقة على الثقة والشفافية. بيد أنَّ توسّع حجم الشركات وتطوّرها وازدياد تعقيد عملياتها أفضى إلى ارتفاع مستويات التقلب وعدم اليقين والغموض، مما وضعها أمام تحدياتٍ عديدة تتطلّب تكييفًا مستمرًا لاستراتيجيات أعمالها وإعادة النظر فيها دوريًا لضمان البقاء في السوق (*Dobrowolski et al., 2022*). وتبرز تكلفةُ رأس المال كأحد أهم العناصر ذات الدور الحاسم في التخطيط الاستراتيجي وتخصيص الموارد. فهي مقياسٌ أساسيٌّ لتقييم جاذبية الاستثمار وكفاءة التمويل لدى الشركات، كما تمثّل مؤشرًا لتكاليف الحصول على التمويل لمختلف جوانب عمليات الشركة، مثل الإنفاق على المشاريع الجديدة وجهود التوسّع والأنشطة اليومية (*Arhinful et al., 2024*). وتتأثر تكلفةُ رأس المال بجملةٍ من العوامل، من أبرزها هيكل الملكية. إذ يؤدّي هيكلُ الملكية دورًا محوريًا في العلاقة بين المالكين والمديرين، مما ينعكس على تكلفة رأس المال. كما يُعدُّ هيكل الملكية أحد أهم مرتكزات حوكمة الشركات؛ فالحوكمة تنظم العلاقة بين الشركة وأصحاب المصلحة وتعزّز الرقابة، الأمر الذي يُحسّن إدارة الشركات ويحدّ من مخاطر الاستثمار ويُعيد ثقة المستثمرين ويحمي مصالحَ أصحاب المصلحة (Di Vito & Trottier, 2022). حيث اكدت دراسة السمادوني (2020) أن هيكل الملكية أحد أهم أنظمة الرقابة الداخلية على عدد من المستويات الإدارية المختلفة داخل الشركة مما يؤثر على تكلفة رأس المال. على الرغم من أهمية هيكل الملكية، كشفت الدراسات السابقة عن نتائج متباينة بشأن علاقته بتكلفة رأس المال. فقد أظهرت بعض البحوث أن هيكل الملكية – بما في ذلك الملكية الحكومية والمؤسسية والمركزة والأجنبية – يُسهم في خفض تكلفة رأس المال (Ellili, 2020; Kopyrina & Stepanova, 2023; Muslim & Setiawan, 2021). وعلى النقيض من ذلك، توصلت دراساتٌ أخرى إلى أن بعض مكونات هيكل الملكية (كالملكية الحكومية والمؤسسية والمركزة) تؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال (*Sajid et al., 2024; Faysal et al., 2020; Salehi et al., 2021*). كما أشارت دراسة غازي (2021) إلى عدم وجود أثر معنوي لكلٍ من الملكية المؤسسية والملكية الحكومية على تكلفة رأس المال. بناءً على ذلك، تسعى الدراسة الحالية إلى سدّ هذه الفجوة البحثية من خلال تحليل هيكل الملكية ممثلًا بالملكية المؤسسية والملكية الحكومية، وبيان أثرهما على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي (تداول). ويُعَدُّ سوقُ تداول أحد أهمِّ الأسواق الناشئة على المستوى العربي، وقد شهد نموًا ملحوظًا؛ فقد ارتفع عددُ الشركات المدرجة فيه من 146 شركة عام 2010 إلى 223 شركة عام 2022، كما تُقدَّر القيمةُ السوقية لشركاته المُدرجة بنحو 10.5 تريليون ريال سعودي بحلول نهاية عام 2024.

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في الإجابة عملياً عن أثر هيكل الملكية على تكلفة رأس المال من خلال الأسئلة التالية:

- ما هو أثر الملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي؟
- ما هو أثر الملكية الحكومية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي؟

2. هدف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في دراسة واختبار أثر هيكل الملكية متمثلاً بهيكل الملكية المؤسسية والملكية الحكومية على تكلفة راس المال من خلال دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2017 الى 2023. ويتحقق الهدف من خلال:

- دراسة أثر هيكل الملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي.
- دراسة أثر هيكل الملكية الحكومية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي.

3. أهمية البحث:

تتمثل الأهمية لهذا البحث في إثراء البحوث المحاسبية في الأسواق الناشئة بموضوع هام وحيوي وهو أثر هيكل الملكية (الملكية المؤسسية والملكية الحكومية) على تكلفة رأس المال في سوق ناشئة وصاعدة، مثل المملكة العربية السعودية، والتي لم يتم التركيز عليها من قبل وهو ما يضفي مزيداً من الأهمية لفهم طبيعة العلاقة في بيئة الاعمال السعودية، الذي يعد أكبر سوق مالي في الدول العربية ودول شمال افريقيا وثالث أكبر سوق مالي بين الأسواق النامية (السبيعي وحسن، 2024).

4. منهج البحث:

كل بحث يمتلك نهجًا منهجيًا قد يكون استنباطيًا (Deductive) أو استقرائيًا (Inductive)

وقد أشار Duncan & Fiske (2015) إلى أن النهج البحثي الذي يتطلب تحديد كمي للبيانات، سواء لغرض اختبار الفرضيات أو بدون اختبارات لغرض العرض والتحليل، يُطلق عليه "النهج الاستنباطي. وغالبًا ما يرتبط النهج الاستنباطي بالدراسات التي تحتوي على فرضيات محددة تخضع للتحليل والاختبار بغرض الوصول إلى استنتاجات. وبما أن الدراسة الحالية تركز على أثر هيكل الملكية المؤسسية والملكية الحكومية على تكلفة رأس المال من خلال بناء الفرضيات وجمع بيانات الدراسة من التقارير المالية السنوية وتقارير مجلس الادارة المنشورة في موقع تداول ومن ثم تحليلها بواسطة برنامج STATA 18 باستخدام نظام OLS regression with standard error للحصول على نتائج فإنها تستخدم النهج الاستنباطي.

5. حدود البحث:

تتحدد حدود البحث المكانية والزمانية على جميع الشركات المالية وغير المالية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول)، خلال الفترة من 2017 الى 2023. ومن ناحية المتغيرات فإن الدراسة الحالية تقتصر على

دراسة أثر كلاً من الملكية المؤسسية والملكية الحكومية دون غيرهما على تكلفة رأس المال، وذلك لخبرتهما الكبيرة ودورهما الرقابي الفعال على ادارة الشركات.

6. خطة الدراسة:

انطلاقاً من اهداف الدراسة سوف يتم استكمال البحث على النحو التالي:

1.6 الإطار النظري لمتغيرات الدراسة.

1.1.6 مفهوم هيكل الملكية.

2.1.6 هيكل الملكية المؤسسية.

3.1.6 هيكل الملكية الحكومية.

4.1.6 مفهوم تكلفة رأس المال.

5.1.6 أهمية تكلفة رأس المال.

6.1.6 نماذج قياس تكلفة رأس المال.

2.6 النظريات والدراسات السابقة وفرضيات الدراسة.

1.2.6 نظرية الوكالة.

2.2.6 الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة.

1.2.2.6 العلاقة بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال.

2.2.2.6 العلاقة بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال.

3.6 الدراسة التطبيقية.

1.3.6 مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات.

2.3.6 متغيرات الدراسة وطرق قياسها (قياس تكلفة رأس المال، قياس هيكل الملكية المؤسسية، قياس الملكية الحكومية، قياس المتغيرات الضابطة).

3.3.6 نماذج الدراسة.

4.3.6 الأساليب الإحصائية المستخدمة.

5.3.6 مناقشة وتفسير نتائج الدراسة.

4.6 الخلاصة ونتائج الدراسة.

5.6 التوصيات المستقبلية.

1.6 الإطار النظري لمتغيرات الدراسة:

1.1.6 مفهوم هيكل الملكية:

تعتبر هيكل الملكية أحد آليات حوكمة الشركات الداخلية والتي تزيد من التدابير الرقابية التي يتم تطبيقها داخل الشركة حيث تُنشأ من قبل المساهمين وأصحاب المصلحة لضبط أنشطة الإدارة وموائمة مصالح أصحاب المصلحة مع إدارة الشركة الملكية (يعقوب و الغانمي، 2010 ;Di Vito & Trottier, 2022). وتتشكل هيكل ملكية الشركات بناء على توزيع حصص الملكية بين مساهمين متنوعين من أفراد، شركات ومؤسسات، وحكومات، ويمكن تصنيف هيكل الملكية إما بناءً على درجة تركز الملكية بحيث يكون امتلاك عدد محدود من المساهمين نسبة كبيرة من رأس المال والتي تعرف بالملكية المركزة، أو بناءً على طبيعة الملاك والتي يتم تصنيفها بالملكية المؤسسية، الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، الملكية العائلية، والملكية الاجنبية (*Adebayo et al., 2021*). بحسب درجة مستوى الملكية وطبيعتها يمكن لهم من الاطلاع والتأثير في القرارات الإدارية ومن ثم التنويع في استراتيجيات الاستثمار والحوافز، وكذلك يمتلكون قدرات رقابية مختلفة تمكنهم من الوصول لمعلومات ضرورية لتقييم أداء الإدارة بفعالية التي تعمل بدورها في خلق بيئة مفيدة للنمو الفعال والمستدام في الشركات (Alhababsah, 2019 ;Alkurdi & Mardini, 2020 ;إبراهيم، وآخرون.، 2021). أدت عدة عوامل في السنوات الاخيرة الى الاهتمام بهياكل الملكية في الشركات المدرجة ومنها النمو المتزايد في نسب الأصول المدارة من قبل المستثمرين المؤسسين، حيث تزايدت نسب الاستحواذ للمستثمرين المؤسسين في الولايات المتحدة الامريكية من 20% في اوائل السبعينات الى 68% في 2020م مما زاد من ملكيتهم في الشركات، العامل الاخر هو اتجاه الدول لخصخصة العديد من الشركات المملوكة لها من خلال ادراجها في سوق الأسهم مما جعلها تمتلك اليوم العديد من الحصص المسيطرة في عدد كبير من الشركات المدرجة (*Medina et al., 2022*). سيتم التطرق هنا لهيكل الملكية المؤسسية، وهيكل الملكية الحكومية والتي سوف يتم معرفة أثرها في هذه الدراسة باعتبارها أحد الآليات الداخلية لحوكمة الشركات والتي ترى العديد من الأبحاث أن لها أثر على تكلفة رأس المال. (*Adebayo et al., 2021*).

2.1.6 هيكل الملكية المؤسسية:

تعرف بتملك المستثمرون المؤسسيين لأسهم الشركة، ويمثل المستثمرون المؤسسين الشركات الخاصة، البنوك، والمؤسسات التي تدار من قبل التجار. تشير الدراسات أن هذا النوع من الملكية يزيد من قيمة الشركة حيث يلعب مستثمروه أدوار حاسمة لما لهم من رؤى استثمارية طويلة المدى وحوافز قوية وقدرة رقابية على أداء المدراء بشكل فعال وتشجيعهم لاتخاذ قرارات قيمة لما لديهم من خبرات تجارية أفضل (*Shandiz et al., 2022; Alhababsah, 2019*).

3.1.6 هيكل الملكية الحكومية:

تعرف بمدى ملكية الحكومة او أحد المنظمات او الهيئات التابعة لها في أسهم الشركات الخاصة ويعد نوعاً فريداً من الملكية والتي يسعى ممثلوها لزيادة المصداقية من خلال الرقابة، ووفقاً لنظرية الوكالة قد تساهم الملكية الحكومية بشكل رئيسي في حماية مصالح المساهمين لما للحكومة من خبرة وموارد لزيادة الرقابة على الشركات (*Taherinia et al., 2022; Alhababsah, 2019*).

4.1.6 مفهوم تكلفة رأس المال:

تُعرَّف تكلفة رأس المال بأنها المقياس الذي يعكس العائد المتوقع للاستثمار، والذي يربط الحاضر بالمستقبل بدرجات متفاوتة من اليقين، كما يُعبر عنها بمعدل الخصم الذي يُستخدم لاحتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (Mauboussin & Callahan, 2023). عرفت الدراسات السابقة مفهوم تكلفة رأس المال بأنها معدل العائد الأدنى المطلوب تحقيقه كعائد على أموال المستثمرين في الشركة لتوفير رأس المال مقابل تحملهم مخاطر الاستثمار بها (الحناوي، 2018؛ Yamani, 2020؛ Matthews, 2019؛ Li, 2019 ؛ شعيب، 2023). ويؤثر هيكل التمويل على المخاطر المالية التي تواجهها الشركة، مما ينعكس على تكلفة رأس المال حيث ينقسم هيكل التمويل لقسمين:

الأول وهو القائم على حقوق الملكية والمرتبط ببيع أسهم للمستثمرين وتشمل تكاليفها على العائد المتوقع على الاستثمار لكل مستثمر واتفاقية الشراء للأسهم ونسبة الملكية التي تتخلى عنها الشركة مقابل رأس المال (Ezat, 2019).

الثاني وهو القائم على الديون وهو المرتبط بالحصول على القروض من البنوك او أي مؤسسة مالية أخرى وتشمل تكاليفها على فوائد القروض، ومدة القرض، والضمانات المحتملة اللازمة لتأمين القرض (الحوشي، 2020). يتحمل حاملي الديون مخاطر وعوائد متوقعة أقل مقارنة بحاملي الأسهم لما لهم من حق أولي في الحصول على أموالهم قبل حاملي الأسهم (Mauboussin & Callahan, 2023).

5.1.6 أهمية تكلفة رأس المال:

تعتبر تكلفة رأس المال ذات أهمية بالغة فهي أحد محددات نجاح الشركة واستمراريتها. تساعد تكلفة رأس المال قادة الشركات من قياس مقدار الأموال التي تحتاج الشركة لتوليدها، وتحليل المخاطر المحتملة لقرارات العمل المستقبلية وبالتالي تستطيع الشركة اختيار مصدر التمويل الأنسب والأقل تكلفة والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية لتحديد المشروع الذي يحقق أكبر عائد (سليم و محمد، 2021 ;2022 ,Saalmuller). وهذا بدوره يحافظ على قيمة الشركة في السوق مما يعطي المستثمرين والمحللين القدرة لتحديد أسعار أسهم الشركة وعوائدها المحتملة مستقبلاً وبالتالي زيادة الثقة (Kurniasih et al., 2022).

6.1.6 نماذج قياس تكلفة رأس المال:

هناك عدد من النماذج المالية لقياس تكلفة رأس المال التي ظهرت واستخدمت في الدراسات السابقة لتحديد تكلفة رأس المال ولا يوجد مقياس يعتبر الأفضل من بينها، بل جميعها مستخدمة في الأبحاث بالرغم من انها تواجه عدد من الانتقادات.

1 - **أشهر المقاييس وأقدمها هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية capital assets pricing model (CAPM)** والذي ظهر على يد العالم ويليام شارب في سنة 1964م (زودة، وآخرون، 2020 & Elshqirat ;Sharifzadeh, 2018). يمثل CAPM العائد المتوقع الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر مستقبلاً ويقوم على فرضية أساسية تتمثل في تحقق عوائداً من الاستثمارات متساوية لعائد السوق عندما تكون المخاطر متساوية بين رؤوس الأموال المستثمرة وعائد السوق (*Faysal et al, 2020)*، وبسبب الفرضية التي قام عليها النموذج جعله يواجه العديد من الخلافات والانتقادات في تطبيقه من حيث اعتماده على أسواق مثالية وبالتالي يراه البعض معقد وصعب في التطبيق (Yamani, 2020).

CAPM نموذج

$$Ra = Rrf + \{\beta \times (Rm - Rrf)\}$$

حيث إنّ:

Ra: هو العائد المتوقع من الاستثمار.

Rrf: هو العائد الخالي من المخاطر.

β: هو مدى تقلب سعر الأصل.

Rm: هو العائد المتوقع للسوق.

(Rm−Rrf): هي علاوة المخاطر.

2 - **نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC** وهو يمثل متوسط معدل العوائد المتوقع من الشركة دفعها للمستثمرين، حيث يقيس كل تمويل خارجي يتعلق بهيكل رأس المال. ويتكون من جزئين الديون وهي المصادر الخارجية وحقوق الملكية المتمثلة في الأسهم والسندات (Almania, 2019).

نموذج WACC

$$WACC = \{(E/V)*Re\} + \{(D/V)* Rd\}*\{1-T\}$$

حيث:

E = القيمة السوقية لحقوق الملكية

D = القيمة السوقية للديون

V= E+D

Re = تكلفة حقوق الملكية

Rd = تكلفة الدين

T = معدل الفائدة

3 - التكلفة الضمنية لرأس المال

استخدمت مؤخراً عدد من الدراسات التكلفة الضمنية لرأس المال والتي عرفها *Penman et al.,(2023)* بأنها معدل العائد الداخلي الذي يربط بين سعر السهم الحالي للشركة والتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة. تعتمد التكلفة الضمنية لرأس المال على التنبؤ بالأرباح ومن ثم قياس التكلفة، وغالباً ما تقوم الدراسات بحساب متوسط أكثر من نموذج لقياس تكلفة رأس المال وذلك لتقليل الأخطاء الناتجة عن كل نموذج (*Athanasakou et al., 2020)*. أهم أربع نماذج استخدمت بكثرة في السنوات الأخيرة من الدراسات السابقة والتي ارتبطت بالعائدات المستقبلية للشركة حيث توفر تحقق جزئي لقياس رأس المال واستخدمت في العديد من الدراسات(*Penman et al., 2023; Athanasakou et al., 2020)* تتمثل النماذج الأربعة في:

1. نموذج Claus and Thomas (2001)

$$M_t = B_t + \sum_{\kappa=1}^{5} \frac{E_t[(ROE_{t+\kappa} - R) \times B_{t+k-1}]}{(1+R)^{\kappa}} + \frac{E_t[(ROE_{t+5} - R) \times B_{t+4}](1+g)}{(R-g) \times (1+R)^5},$$

2. نموذج Gebhardt et al. (2001)

$$M_t = B_t + \sum_{\kappa=1}^{11} \frac{E_t[(ROE_{t+\kappa} - R) \times B_{t+\kappa-1}]}{(1+R)^{\kappa}} + \frac{E_t[(ROE_{t+12} - R) \times B_{t+11}]}{R \times (1+R)^{11}},$$

3. نموذج The Ohlson–Juettner Model (2003)

$$r_e = A + \sqrt{A^2 + \frac{\text{eps}_1}{P_0}(g_2 - (\gamma - 1))}$$

4. نموذج Easton (2004)

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{eps_t - eps_{t-1}}{P_{t-2}}}$$

اعتمدت الدراسة الحالية على نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC لقياس تكلفة رأس المال تماشياً مع (*Gjergji et al., 2024; Priem & Gabellone, 2024*). والذي يغطي تكلفة كل من الدين وحقوق الملكية ضمن معدل واحد، ويستند إلى بيانات سوقية وتقارير مالية موضوعية ومتاحة.

2.6 النظريات والدراسات السابقة وفرضيات الدراسة:

1.2.6 نظرية الوكالة:

تدور نظرية الوكالة حول مشاكل الوكالة الناشئة من ابرام العقود بين الملاك والمساهمين (الأصيل) والمدراء (الوكيل) وهي من أقدم المشاكل التي استمرت منذ تطور الشركات (Panda & Leepsa, 2017). توفر نظرية الوكالة نظرة ثاقبة لسلوك الشركات لشرح العلاقة بين الأصيل والوكيل والدوافع الممكنة لكلاً منهم في اتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة، حيث يفوض المدير الوكيل للقيام بأعمال الشركة مما ينشئ عنه تضارب مصالح بين الأصيل والوكيل بسبب عدم تماثل المعلومات والحوافز غير المتوافقة (Al-Faryan, 2024; Tekin & Polat, 2020). يتولى هيكل الملكية جزء فعال من الدور الرقابي على ادارة الشركة، حيث اشارت دراسة (2024) Agapova & Volkov أن عدد من الدراسات السابقة توصلت بأن الشركات التي تتمتع بجودة مراقبة فعالة تميل الى الإفصاح عن المزيد من المعلومات التي تفيد أصحاب المصلحة المختلفين، الامر الذي قد يقلل من تكلفة رأس المال. تشير دراسة (2023) Kopyrina & Stepanova إلى أن ارتفاع تركّز الملكية يساهم في خفض تكاليف الوكالة عبر مواءمة مصالح الملاك مع مصالح الإدارة. وتدعم دراسة (Ellili, 2020) هذه الفرضية في أسواق أبو ظبي ودبي، حيث بيّنت أن ارتفاع نسب الملكية المؤسسية والداخلية يرتبط بانخفاض تكلفة رأس المال. دراسة (2023) Kopyrina & Stepanova ذكرت أن هيكلة توزيع الحقوق بين المساهمين والإدارة تفضي إلى نشوء تكاليف وكالة مرتفعة تنعكس بدورها على العائد المتوقع للمستثمرين، ومن ثم على تكلفة رأس المال. وأكدت دراسات أخرى في أسواق ناشئة، كالعراق وإيران، إلى أن ارتفاع مستوى الملكية المؤسسية يقترن بزيادة تكلفة حقوق الملكية (*Faysal et al., 2020*).

2.2.6 الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة:

1.2.2.6 العلاقة بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال:

أظهرت الدراسات السابقة نتائج متباينة بشأن أثر الملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال. ففي دراسة لـ (2021) Muslim & Setiawan اجريت في السوق الإندونيسي خلال 2016–2019 ، ودراسة أخرى لـ (2020) Ellili أجريت في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي خلال الفترة من 2010 الى 2019 وجدتا أن الملكية المؤسسية تساهم في تقليل تكلفة رأس المال، واكدت دراسة (2023) Kopyrina & Stepanova أن الملكية المؤسسية ساهمت في تخفيف مخاطر الدائنين في الصين مما يؤدي الى تقليل تكلفة رأس المال.

على الجانب الآخر، فقد توصلت دراسة (2023) Kopyrina & Stepanova الى أن الملكية المؤسسية تزيد من تكلفة رأس المال في كلاً من روسيا والهند والبرازيل. كما توصلت دراسة (2020) ,.Faysal et alعند دراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال في السوقين الإيراني والعراقي خلال 2012–2017،

ودراسة *AlHares et al., (2020)*باستخدام بيانات لأفضل 200 شركة من قائمة فوربس العالمية خلال 2010 – 2019، إلى وجود علاقة أن الملكية المؤسسية تزيد من تكلفة رأس المال. في حين لم تجد كلاً من دراستي (غازي، *Khan et al., 2020; 2021)* دلالة إحصائية بين هيكل الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال.

ولاختلاف النتائج في الدراسات السابقة يمكن اشتقاق وصياغة الفرضية كالتالي:

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال في الشركات المدرجة في سوق المال السعودي.

2.2.2.6 العلاقة بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال:

تبين من خلال تحليل الدراسات السابقة فيما يتعلق بطبيعة العلاقة بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال وجود اختلاف في نتائج أثر الملكية الحكومية على تكلفة رأس المال، حيث وجدت مجموعة من الدراسات علاقة سلبية بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال. فقد توصلت دراسة (2023) Kopyrina & Stepanova الى أن الملكية الحكومية تُسهم في تقليل تكلفة رأس المال في الصين. وأكدت دراسة (2020) Deslandes التي درست أثر الملكية الحكومية على تكلفة رأس المال في سوق المال الفرنسي خلال الفترة من 2006–2015، ودراسة (2020) Le في الأسواق المالية الفيتنامية خلال الفترة من2007–2016، أن الملكية الحكومية تقلل من تكلفة رأس المال. حيث تشير النتائج إلى أن إدراك المستثمر للمخاطر تجاه الشركة يتناقص مع زيادة الملكية الحكومية بالشركة مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال.

وعلى النقيض من ذلك، توصلت دراسات أخرى إلى أنَّ الملكية الحكومية تزيد من تكلفة رأس المال، فقد توصلت دراسة (2023) Kopyrina & Stepanova الى ان الملكية الحكومية تزيد من تكلفة رأس المال في البرازيل وروسيا. وأكدت دراسة (2015) ,.Borisova et al التي درست أثر الملكية الحكومية على تكلفة رأس المال على عينة من 43 دولة خلال الفترة 1991–2010، أن الملكية الحكومية تزيد من تكلفة رأس المال. اما دراسة كلاً من غازي (2021) و(2020) .Khan et al وجدتا علاقة غير معنوية بين هيكل الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال.

ولاختلاف النتائج في الدراسات السابقة يمكن اشتقاق وصياغة الفرضية كالتالي:

H2: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال في الشركات المدرجة في سوق المال السعودي.

3.6 الدراسة التطبيقية:

1.3.6 مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة بالسوق المالية السعودية (السوق الرئيسية تداول) والبالغ عددها 231 شركة مساهمة حتى نهاية عام 2023م، موزعة على 22قطاعاً خلال فترة الدارسة من 2017 الى 2023م. تم جمع البيانات المالية للشركات لجميع متغيرات الدراسة من التقارير المالية وتقارير مجلس الادارة الموجودة على موقع تداول.

2.3.6 متغيرات الدراسة وطرق قياسها:

نهدف هنا إلى بيان كيفية قياس المتغير التابع، والمتغيرات المستقلة، والمتغيرات المعدّلة، والمتغيرات الضابطة، وذلك على النحو التالي:

- ***قياس المتغير التابع: تكلفة رأس المال:***

يتمثل المتغير التابع للدراسة في تكلفة رأس المال للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية. وقد استخدمت الباحثة مقياس متوسط تكلفة رأس المال المرجحة Weighted Average Cost of Capital (WACC) وهو مقياس شائع الاستخدام، وذلك تماشياً مع دراسة كلاً من (*Gjergji et al.2024; Priem & Gabellone, 2024).*

ويحسب كالتالي:

$$WACC = \{(E/V) * Re\} + \{(D/V) * Rd\} * \{1-T\}$$

حيث إن:

WACC= تكلفة رأس المال المرجحة

E = حقوق الملكية بقيمتها السوقية

D = الديون بقيمتها السوقية

V= E+D

Re = تكلفة حقوق الملكية

Rd = تكلفة الدين

T = معدل الضريبة

ويرمز له بالرمز: $WACC$

- ***قياس المتغير المستقل:***

1) **الملكية الحكومية:** تعبر عن حصة الجهات الحكومية في الشركة محل الدراسة، وتم جمع بياناتها من خلال التقارير السنوية التي تصدرها تداول نهاية كل سنة مالية. يتم قياسها من خلال النسبة المئوية لحصة الجهة الحكومية في الشركة والمنشورة على موقع تداول (غازي، 2021).

ويرمز له بالرمز: $\boldsymbol{OWgov}$

2) **الملكية المؤسسية:** تعبر عن حصة الشركات والمؤسسات الاهلية في الشركة محل الدراسة (*Faysal et al., 2020)*. وتم جمع بياناتها من خلال التقارير السنوية التي تصدرها تداول نهاية كل سنة مالية. يتم قياسها من خلال من خلال النسبة المئوية لحصة المؤسسة او الشركة الخاصة في الشركة والمنشورة على موقع تداول (Muslim & Setiawan, 2021).

ويرمز له بالرمز: $\boldsymbol{OWinstu}$

- ***قياس المتغيرات الضابطة:***

لاختبار الفرضيات بشكل أكثر فعالية، يتم تضمين النماذج الإحصائية بعدد من المتغيرات الضابطة. فهي مجموعة من المتغيرات التي تم اضافتها لضبط العلاقة بين المتغير المستقل هيكل الملكية والمتغير التابع تكلفة رأس المال، ولتعزز دقة وموثوقية النتائج. وتتضمن هذه المتغيرات ما يلي:

1) **الرافعة المالية:** يتم قياسها من خلال قسمة اجمالي الالتزامات على اجمالي الأصول والتي تشير الى مدى اعتماد الشركة على أموال الغير (المصادر الخارجية) وذلك لتمويل أصولها وعملياتها، وتعتبر الزيادة الكبيرة في هذا المؤشر من أحد علامات مخاطر الإفلاس والتعثر ***(Javaid et al., 2023)***.

ويرمز له بالرمز: $\boldsymbol{LEV}$

2) **حجم الشركة:** يتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، حيث يهدف هذا المتغير إلى قياس الاختلاف بين الشركات من حيث حجمها (Muslim & Setiawan, 2021).

ويرمز له بالرمز: $\boldsymbol{Fsize}$

3) **العائد على الاصول:** يتم قياسه من خلال قسمة صافي الأرباح على اجمالي الاصول، وهو مقياس مالي يوفر رؤية حول مدى كفاءة وقدرة الشركة على تحقيق عوائد ***(Alkurdi et al., 2021)***.

ويرمز له بالرمز: $\boldsymbol{ROA}$

4) **القيمة السوقية الى القيمة الدفترية:** وهو معدل يعبر عن قيمة الشركة السوقية الى قيمتها الدفترية، وتُستخدم هذه النسبة للإشارة إلى مقدار ما يدفعه مستثمرو الأسهم مقابل كل ريال من الأصول الصافية وتم الحصول عليها من خلال التقارير السنوية التي تصدرها تداول نهاية كل سنة مالية.

ويرمز له بالرمز: $\boldsymbol{M/Bratio}$

5) **حجم المراجع الخارجي:** ويعبر عن فيما إذا كان المراجع الخارجي من ضمن مكاتب المراجعة الأربعة الكبار Big 4 والمتمثلة بـ (**Deloitte**، **PricewaterhouseCoopers**، **Ernst & Young**، **KPMG**) او غير ذلك، ويتم قياسها من خلال متغير وهمي يأخذ الرقم 1 إذا كان مكتب المراجع الخارجي ضمن مكاتب المراجعة الأربعة الكبار والرقم 0 خلاف ذلك (*Alkurdi et al., 2021*).
ويرمز له بالرمز: $AudSize$

6) **معامل بيتا:** تم استخدام بيانات يومية متواترة لأسعار الإغلاق اليومية للأسهم المستهدفة وللمؤشر السوقي لحساب معامل بيتا على مدى سنتين (*CENESIZOGLU et al., 2016*). حيث تم حسابه من خلال دالة الميل **slope** بواسطة برنامج **Excel**.
ويرمز له بالرمز: βeta

7) حجم مجلس الإدارة: يتم قياسه من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة المعلن عنه في تقارير مجلس إدارة كل شركة نهاية السنة المالية (***Javaid et al., 2023***). حيث لابد ألا يقل عن 3 اعضاء كما هو موضح في لائحة حوكمة الشركات المادة السابعة عشرة (هيئة السوق المالية، 2023، ص. 17).
ويرمز له بالرمز: $BOsize$

8) استقلالية مجلس الإدارة: وهو عدد الأعضاء المستقلين داخل مجلس الإدارة كما أُعلِن عنها في تقارير مجلس إدارة كل شركة نهاية السنة المالية حيث يعتبر العدد المناسب هو اثنان او ثلث أعضاء المجلس ايهما أكثر كما هو موضح في لائحة حوكمة الشركات المادة السادسة عشرة (هيئة السوق المالية، 2023، ص. 17). ويتم قياسه من خلال قسمة عدد الاعضاء المستقلين على مجموع عدد أعضاء مجلس الإدارة (*Javaid et al., 2023*).
ويرمز له بالرمز: $BOindep$

9) **عدد اجتماعات مجلس الإدارة:** عدد الاجتماعات لأعضاء مجلس الإدارة المنعقدة خلال السنة كما **أُعلِن** عنها نهاية السنة المالية **في** تقارير مجلس إدارة كل شركة، وهي مؤشرًا لمستوى النشاط التنظيمي لحوكمة الشركات ومجلس الإدارة. ذكرت هيئة السوق المالية أن عدد اجتماعات مجلس الادارة لا تقل عن 4 اجتماعات خلال السنة بمعدل اجتماع لكل 3 شهور كما هو موضح في لائحة حوكمة الشركات المادة الثلاثون (هيئة السوق المالية، 2023، ص. 28). ويتم قياسها بحساب عدد اجتماعات مجلس إدارة الشركة خلال السنة (***Salehi et al., 2021***).
ويرمز له بالرمز: $BOmeet$

3.3.6 نماذج الدراسة:

تختبر الباحثة فرضي الدراسة الحالية، حيث يتعلق الأول بقياس الملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال:

النموذج الأول: نموذج قياس أثر الملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي:

$$\mathbf{WACC} = \beta 0 + \beta_1\ \mathbf{OWinstu}\ it + \beta_2\ \mathbf{FirmSize}it + \beta_3\ \mathbf{LEV}it + \beta_4\ \mathbf{ROA}\ it + \beta_5\ \mathbf{M/Bratio}\ it + \beta_6 \beta \mathbf{eta}it + \beta_7\ \mathbf{AudSize}it + \beta_8\ \mathbf{BOmeet}\ it + \beta_9 \mathbf{BOsize}it + \beta_{10} \mathbf{BOindep}it\varepsilon_{it} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

حيث إن:

WACC : تكلفة رأس المال مقاسًا المال مقاسًا بمتوسط تكلفة رأس المال المرجحة (**WACC**) للشركة i خلال السنة t.

β0: معامل أو ثابت الانحدار.

OWinstu it: الملكية المؤسسية للشركة i خلال السنة t.

FirmSize it: حجم الشركة i خلال السنة t.

LEV it: الرافعة المالية للشركة i خلال السنة t.

ROA it: معدل العائد الاصول للشركة i خلال السنة t.

M/Bratio it: معدل القيمة السوقية لقيمتها الدفترية للشركة i خلال السنة t.

AudSize it: حجم مكتب المراجع الخارجي للشركة i خلال السنة t.

βeta it: معامل بيتا للشركة i خلال السنة t.

BOmeet it: عدد اجتماعات مجس إدارة الشركة i خلال السنة t.

BOsizeit: حجم مجس إدارة الشركة i خلال السنة t.

BOindep it: استقلالية مجس إدارة الشركة i خلال السنة t.

$\beta_{10},\ldots,\beta_1$: معاملات نموذج الانحدار للمتغيرات المستقلة والضابطة.

ε_{it}: يمثل البواقي **residuals** أو حد الخطأ العشوائي **error term** في معادلة الانحدار.

ويتعلق الثاني بقياس الملكية الحكومية على تكلفة رأس المال:

النموذج الثاني: نموذج قياس أثر الملكية الحكومية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي:

$$\mathbf{WACC= \beta 0 + \beta_1\ OWgov}\ it + \beta_2\ \mathbf{FirmSize}it + \beta_3\ \mathbf{LEV}it + \beta_4\ \mathbf{ROA}\ it + \beta_5\ \mathbf{M/Bratio}\ it + \beta_6\ \mathbf{Beta}\ it + \beta_7\ \mathbf{AudSize}it + \beta_8\ \mathbf{BOmeet}\ it + \beta_9\mathbf{BOsize}it + \beta_{10}\mathbf{BOindep}it\varepsilon_{it} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(5)$$

حيث إن:

WACC : تكلفة رأس المال مقاسًا بمتوسط تكلفة رأس المال المرجحة **(WACC)** للشركة i خلال السنة t.

$\beta 0$: معامل أو ثابت الانحدار.

OWgov it: الملكية الحكومية للشركة i خلال السنة t.

FirmSize it: حجم الشركة i خلال السنة t.

LEV it: الرافعة المالية للشركة i خلال السنة t.

ROA it: معدل العائد الأصول للشركة i خلال السنة t.

M/Bratio it: معدل القيمة السوقية لقيمتها الدفترية للشركة i خلال السنة t.

AudSize it: حجم مكتب المراجع الخارجي للشركة i خلال السنة t.

βeta it: معامل بيتا للشركة i خلال السنة t.

BOmeet it: عدد اجتماعات مجس إدارة الشركة i خلال السنة t.

BOsizeit: حجم مجس إدارة الشركة i خلال السنة t.

BOindep it: استقلالية مجس إدارة الشركة i خلال السنة t.

β_1,…,β_{10} : معاملات نموذج الانحدار للمتغيرات المستقلة والضابطة.

ε_{it}: يمثل البواقي **residuals** أو حد الخطأ العشوائي **error term** في معادلة الانحدار.

4.3.6 الأساليب الإحصائية المستخدمة:

تم التحليل الإحصائي بواسطة برنامج الحزمة الإحصائية STATA 18 باستخدام نموذج الانحدار المجمع بطريقة المربعات الصغرى العادية مع حساب الخطأ المعياري regression with standard error **(OLS)**، لتحليل العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة رأس المال في نماذج الدراسة. تهدف هذه الطريقة إلى إيجاد أفضل تقدير للمعاملات التي تصف هذه العلاقة، من خلال تقليل مجموع مربعات الفروق بين القيم المتوقعة والبيانات الفعلية. علاوة على ذلك، تم حساب **الخطأ المعياري** لكل من هذه المعاملات لتقييم مدى دقة التقديرات حيث

يساعد الخطأ المعياري على تحديد مدى الثقة في القيم المُقدرة، ويُظهر إذا كانت التقديرات متقاربة أو متباعدة عن القيم الفعلية فكلما كان الخطأ المعياري أصغر كان التقدير أكثر دقة.

- ***اختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test):***

يوجد نوعان من اختبارات التوزيع الطبيعي، يختص الأول منهما باختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات، ويختص الثاني باختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نماذج الانحدار Normality Test of Residuals تم إجراء اختبار شابيرو (Shapiro–Wilk Test for Normality) للتحقق من اعتدالية التوزيع الطبيعي للمتغيرات محل الدراسة لجميع القطاعات، ووفقاً لهذا الاختبار يجب أن يكون مستوي الدلالة P–value أكبر من 5%. حيث يتم قبول الفرض العدمي القائل بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات محل الدراسة.

جدول 1.1 نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

Prob>z	z	V	W	Obs	Variable
0.000	14.587	367.277	0.382	937	WACC
0.000	11.702	114.224	0.808	937	OWgov
0.000	8.862	36.161	0.939	937	OWinstu
0.000	9.289	42.991	0.928	937	BOMEET
0.000	3.533	4.180	0.993	937	BSIZE
0.000	9.135	40.391	0.932	937	Boindep
0.000	13.839	271.299	0.544	937	ROA
0.000	4.383	5.899	0.990	937	Beta
0.000	13.721	258.650	0.565	937	M/Bratio
0.000	8.799	35.257	0.941	937	FSIZE
0.000	7.511	20.925	0.965	937	LEV
1.000	−6.594	0.069	1.000	935	Audsize

يتضح من الجدول رقم (1–1) عدم اعتدالية التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة، حيث أن قيمة مستوي الدلالة P–value أقل من 5% لمتغيرات الدراسة وقد أشار Elliott & Woodward, (2007) إلى أنه في حالة استخدام العينات كبيرة الحجم والتي يزيد عدد المفردات بها عن 30 مفردة، يمكن استخدام الاختبارات الاحصائية Statistics Parametric باستخدام المتوسط.

- ***معامل تضخم التباين (VIF):***

يهدف حساب معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لتحقق من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد (أو الازدواج الخطي) Multicollinearity والذي تحدث نتيجة وجود علاقة ارتباط قوية بين اثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة التي يُراد قياس تأثيرها على المتغيرات التابعة. ويتم الكشف عن هذه المشكلة من خلال حساب معامل تضخم التباين VIF لتحديد درجة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة بعضها ببعض. وأوضح Gujarati (2004) أن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد تنعدم عندما يكون متوسط قيمة معامل تضخم التباين VIF أقل من 10، وتظهر عندما يكون متوسط قيمة معامل تضخم التباين VIF أكبر من 10.

جدول 2.1

Tolerance	VIF	
.852	1.174	$WACC$
.417	2.399	$OWgov$
.732	1.366	$OWinstu$
.882	1.134	$BOmeet$
.872	1.146	$BOindep$
.707	1.414	$BOsize$
.895	1.117	ROA
.875	1.143	βeta
.905	1.106	$M/Bratio$
.336	2.979	$Fsize$
.662	1.51	LEV
.585	1.71	$AudSize$

يتضح من الجدول (1-2) أن متغيرات الدراسة لا تظهر فيها مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة بعضها ببعض، حيث بلغ متوسط قيمة معامل تضخم التباين VIF أقل من 10، ومن ثمَّ تحقق شرط استقلال المتغيرات المستقلة بعضها عن البعض الآخر.

- ***التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة (Descriptive Statistics):***

قبل البدء في تقدير نماذج الدراسة، ينبغي علينا أولاً الوقوف على بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات التفسيرية الممثلة لنماذج الدراسة. تُستخدم الإحصاءات الوصفية لوصف الملامح الأساسية لمتغيرات الدراسة، حيث تساعدنا الإحصاءات الوصفية في فهم كميات هائلة من البيانات، إذ تقوم كل إحصائية وصفية بتكثيف كمية كبيرة من المعلومات في وصف موجز. ويمكن الاعتماد على العديد من الأساليب الإحصائية الوصفية

ومنها قيمة المتوسط الحسابي Mean، وقيمة الوسيط الحسابي Median والقيمة الأدنى Min والقيمة الأعلى Max، وقيمة الانحراف المعياري Standard Deviation.

جدول 3.1الإحصاءات الوصفية لجميع متغيرات الدراسة

Max	Min	Std. Dev.	Mean	Obs	Variables
.925	.001	.076	.067	937	$WACC$
0.837	0	0.225	0.114	937	$OWgov$
0.75	0	0.342	0.315	937	$OWinstu$
22	1	2.047	5.515	937	$BOmeet$
16	5	1.518	8.432	937	$BOsize$
1	0	.144	.477	937	$BOindep$
.371	−5.816	.208	.01	937	ROA
1.724	−1.059	.297	.819	937	βeta
78.08	.3	4.15	2.734	937	$M/Bratio$
9.016	4.281	.802	6.551	937	$Fsize$
1.14	.003	.254	.472	937	LEV
1	0	.5	.494	935	$AudSize$

يعرض جدول رقم (1−3) أعلاه الإحصاءات الوصفية descriptive statistics للمتغيرات محل الدراسة للعينة الكلية والتي تضم 937 مشاهدة، ومن خلالها نستطيع تحديد أكبر المتوسطات وأصغرها وقيم انحرافها.

- ***مصفوفة الارتباط Correlation Matrix:***

توضح مصفوفة ارتباط بيرسون مدي قوة العلاقة بين متغيرات الدراسة واتجاهها من خلال معامل الارتباط، بالإضافة لمدي معنوية الارتباط بين متغيرات الدراسة من خلال مستوي المعنوية، وتستخدم مصفوفة الارتباط المتعدد لتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة. تعتبر معاملات الارتباط التي تزيد عن 80 % مؤشرًا قويًا على وجود مشكلة الازدواج الخطي، أي أن القيم التي تقل عن 80 % تُعد آمنة بشكل عام ولا تؤثر سلبًا على دقة التحليلات الإحصائية. اما بالنسبة لاتجاه الارتباط بين المتغيرات التي يتضمنها النموذج، والتي تتراوح قيمة معامل الارتباط ما بين −1 و +1 حيث تشير القيمة الموجبة إلى وجود ارتباط إيجابي بين المتغيرين محل الدراسة، وتشير القيمة السالبة إلى وجود ارتباط سلبي بين المتغيرين محل الدراسة أما معامل الارتباط الصفري يشير الى عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرين *(Chan et al, 2022)*.

يوضح الجدول 1-4: نتائج تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون لجميع متغيرات الدراسة على النحو التالي:

Variables		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
WACC	1	1													
Read(fog)	2	0.075*	1												
		-0.022													
Read(W)	3	0.031	0.021	1											
		-0.347	-0.52												
OWistu	4	-0.084*	-0.014	0.227*	1										
		-0.01	-0.665	0											
OWgov	5	-0.035	0.023	0.287*	-0.149*	1									
		-0.284	-0.48	0	0										
BOmeet	6	0.01	0.033	0.167*	-0.073*	0.213*	1								
		-0.751	-0.318	0	-0.025	0									
BOindep	7	0.097*	0.016	-0.253*	-0.098*	-0.177*	-0.022	1							
		-0.003	-0.633	0	-0.003	0	-0.509								
BOsize	8	0.011	0.006	0.371*	0.178*	0.329*	0.063	-0.219*	1						
		-0.733	-0.856	0	0	0	-0.055	0							
Beta	9	0.021	0.002	0.247*	-0.015	0.087*	-0.04	-0.012	0.121*	1					
		-0.524	-0.95	0	-0.638	-0.007	-0.219	-0.719	0						
LEV	10	-0.099*	0	0.504*	0.216*	0.035	0.086*	-0.138*	0.152*	0.178*	1				
		-0.002	-0.998	0	0	-0.28	-0.008	0	0	0					
Fsize	11	-0.124*	0.022	0.645*	0.206*	0.477*	0.169*	-0.310*	0.505*	0.259*	0.387*	1			
		0	-0.509	0	0	0	0	0	0	0	0				
M/Bratio	12	-0.044	0.042	-0.02	-0.082*	-0.077*	0.035	0.022	-0.137*	0.054	0.108*	-0.176*	1		
		-0.175	-0.194	-0.55	-0.012	-0.019	-0.285	-0.498	0	-0.097	-0.001	0			
ROA	13	0.005	0.009	0.039	0.085*	0.05	-0.129*	-0.037	0.096*	-0.05	-0.083*	0.183*	-0.113*	1	
		-0.868	-0.781	-0.233	-0.009	-0.126	0	-0.264	-0.003	-0.125	-0.011	0	-0.001		
AudSize	14	-0.094*	0.045	0.519*	0.318*	0.289*	0.131*	-0.238*	0.317*	0.108*	0.228*	0.567*	-0.064	0.114*	1
		-0.004	-0.173	0	0	0	0	0	0	-0.001	0	0	-0.051	0	

ويتضح من الجدول رقم (1-4) أن جميع المتغيرات في نماذج الدراسة ظهرت بقيم ارتباط أقل من 80%، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي في المتغيرات محل الدراسة، ويمكن بيان ذلك مع المتغير التابع كما يلي:

- يرتبط متغير الملكية المؤسسية $\boldsymbol{OWinstu}$ بعلاقة سالبة ومعنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.084-) عند مستوى معنوية 10%، أي أنه عند زيادة الملكية المؤسسية تقل تكلفة رأس المال.
- يرتبط متغير الملكية الحكومية $\boldsymbol{OWgov}$ بعلاقة سالبة وغير معنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.035-) أي أنه عند زيادة الملكية الحكومية تقل تكلفة رأس المال.

- يرتبط متغير عدد اجتماعات مجلس الإدارة $\boldsymbol{BOmeet}$ بعلاقة موجبة وغير معنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.01) أي أنه عند زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة تزيد تكلفة رأس المال.
- يرتبط متغير استقلالية مجلس الإدارة $\boldsymbol{BOindep}$ بعلاقة موجبة ومعنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.097) عند مستوى معنوية 10%، أي أنه عند زيادة عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة تزيد تكلفة رأس المال.
- يرتبط متغير حجم مجلس الإدارة $\boldsymbol{BOsize}$ بعلاقة موجبة وغير معنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.011) أي أنه عند زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة تزيد تكلفة رأس المال.
- يرتبط معامل بيتا $\boldsymbol{Beta}$ بعلاقة موجبة وغير معنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.021) أي أنه عند زيادة معامل بيتا تزيد تكلفة رأس المال.
- يرتبط متغير الرافعة المالية $\boldsymbol{LEV}$ بعلاقة سالبة ومعنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (−0.099) عند مستوى معنوية 10%، أي أنه عند زيادة الرافعة المالية تقل تكلفة رأس المال.
- يرتبط متغير حجم الشركة $\boldsymbol{Fsize}$ بعلاقة سالبة ومعنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (−0.124) عند مستوى معنوية 10%، أي أنه عند زيادة حجم الشركة تقل تكلفة رأس المال.
- يرتبط متغير معدل القيمة السوقية الى القيمة الدفترية $\boldsymbol{M/Bratio}$ بعلاقة سالبة وغير معنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (−0.044) أي أنه عند زيادة معدل القيمة السوقية الى القيمة الدفترية تقل تكلفة رأس المال.
- يرتبط متغير العائد على الاصول $\boldsymbol{ROA}$ بعلاقة موجبة وغير معنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACCحيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.005) أي أنه عند زيادة العائد على حقوق الملكية تزيد تكلفة رأس المال.
- يرتبط متغير حجم المراجع الخارجي $\boldsymbol{AudSize}$ بعلاقة سالبة ومعنوية مع المتغير التابع متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (−0.094) عند مستوى معنوية 10%، أي أنه في حال كان المراجع الخارجي أحد شركات المراجعة الأربع الكبار تقل تكلفة رأس المال.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه قد تختلف نتائج تحليل مصفوفة الارتباط عن نتائج تحليل الانحدار المتعدد؛ لأن تحليل مصفوفة الارتباط أحادي المتغيرات، بينما تحليل الانحدار المتعدد يأخذ في الحسبان أثر المتغيرات الأخرى، ولذلك ستعتمد الباحثة على نتائج تحليل الانحدار المتعدد عند اختبار فروض الدراسة.

5.3.6 مناقشة وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية:

يوضح جدول 6.1: العلاقة بين كلاً من (الملكية المؤسسية، الملكية الحكومية) وتكلفة رأس المال

WACC nonfin_firm (3)	WACC fin_firm (2)	WACC all_firm (1)	VARIABLES
0.0932**	1.804***	0.198**	$OWinstu$
−0.0441	−0.656	−0.0944	
0.0153	1.145	0.375**	$OWgov$
−0.0924	−0.72	−0.151	
−0.0292	0.122	−0.0327	$BOmeet$
−0.032	−0.324	−0.0446	
0.106	3.650**	0.261*	$BOindep$
−0.0875	−1.397	−0.158	
0.112	−0.0567	0.218**	$BOsize$
−0.0764	−0.455	−0.105	
−9.45E−06	−1.75E−05	1.13E−05	ROA
−2.18E−05	−0.000195	−6.22E−05	
0.505***	−0.253	0.339***	$Beta$
−0.0402	−0.377	−0.0656	
0.302***	0.563	0.329***	$M/Bratio$
−0.0821	−0.672	−0.0976	
2.631*	29.86***	8.772***	$Fsize$
−1.389	−9.1	−1.743	
−1.356***	2.033***	−1.187***	LEV
−0.0592	−0.678	−0.0775	
0.0418*	0.0554	0.0287	$AudSize$
−0.0254	−0.357	−0.0419	

−3.432***	−11.33***	−4.783***	Constant
−0.473	−2.646	−0.644	
804	131	935	Observations
0.562	0.397	0.306	R−squared
YES	YES	YES	year
YES	YES	YES	Industry
Robust t−statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

- ***فيما يتعلق بالفرض الأول للدراسة:***

H1) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس في جميع الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية:

من خلال الجدول **(1−6)** يتبين في العمود (1) وجود علاقة موجبة معنوية عند 5% بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال بلغت قيمة الارتباط (0.198) عند مستوى (0.0944−)، أي أنه كلما زادت الملكية المؤسسية زادت معها تكلفة رأس المال. وبما أن العلاقة معنوية فإنه يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود أثر للملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

عند تقسيم الشركات الى مالية وغير مالية وتطبيق ذات الفرضية عليهم نتوصل الى:

H1a) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس في الشركات المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية:

من خلال الجدول **(1−6)** يتبين في العمود (2) يتبين وجود علاقة موجبة معنوية عند 1% بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال بلغت قيمة الارتباط (1.804) عند مستوى (0.656−)، أي أنه كلما زادت الملكية المؤسسية زادت معها تكلفة رأس المال. وبما أن العلاقة معنوية فإنه يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود أثر للملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال في الشركات المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية.

H1b) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية:

من خلال الجدول **(1−6)** يتبين في العمود (3) وجود علاقة موجبة معنوية عند 5% بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال بلغت قيمة الارتباط (0.0932) عند مستوى (0.0441−)، أي أنه كلما زادت الملكية المؤسسية زادت معها تكلفة رأس المال. وبما أن العلاقة معنوية فأنه يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود أثر للملكية المؤسسية على تكلفة رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية.

تتوافق النتائج الحالية للفرضيات مع كلاً من (*Kopyrina & Stepanova (2023* و *Faysalet al.* و *(2020)* و *AlHares et al. (2020)* التي وجدت علاقة موجبة معنوية بين الملكية المؤسسية وتكلفة رأس المال حيث ترى أن الملكية المؤسسية تزيد من السيطرة المفرطة وفرض معايير صارمة في الاستثمارات والديون مما تتسبب في زياد تكلفة رأس المال. وهناك تفسير اخر يرى أن الملاك من فئة المؤسسات يعتمدون على معلومات وتحليلات غير متاحة لبقية المستثمرين مما تتسبب فجوة في المعلومات المالية والاستراتيجية للمستثمرين الآخرين، هذا النقص في الشفافية يزيد من القلق بين المقرضين مما يؤدي إلى زيادة في تكلفة رأس المال (Wang & Zhang, 2009).

- ***فيما يتعلق بالفرض الثاني للدراسة:***

H2)وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال في جميع الشركات المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية:

من خلال الجدول **(1–6)** يتبين في العمود (1) وجود علاقة موجبة معنوية عند 5% بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال بلغت قيمة الارتباط (0.375) عند مستوى (0.151)، أي أنه كلما زادت الملكية الحكومية زادت معها تكلفة رأس المال. وبما أن العلاقة معنوية فإنه يمكن قبول الفرضية التي تنص على وجود أثر للملكية الحكومية على تكلفة رأس المال في جميع الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

عند تقسيم الشركات الى مالية وغير مالية وتطبيق ذات الفرضية عليهم نتوصل الى:

H2a) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال في الشركات المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية:

من خلال الجدول **(1–6)** يتبين في العمود (2) وجود علاقة موجبة غير معنوية بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال بلغت قيمة الارتباط (1.145) عند مستوى (0.72)، أي أنه كلما زادت الملكية الحكومية زادت معها تكلفة رأس المال. وبما أن العلاقة غير معنوية فإنه لا يمكن قبول الفرضية التي تنص على وجود أثر للملكية الحكومية على تكلفة رأس المال في الشركات المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية.

H2b) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية:

من خلال الجدول **(1–6)** يتبين في العمود (3) وجود علاقة موجبة غير معنوية بين الملكية الحكومية وتكلفة رأس المال بلغت قيمة الارتباط (0.0153) عند مستوى (0.0924)، أي أنه كلما زادت الملكية الحكومية زادت معها تكلفة رأس المال. وبما أن العلاقة غير معنوية فإنه لا يمكن قبول الفرضية التي تنص على وجود أثر للملكية الحكومية على تكلفة رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية.

تتوافق نتيجة الفرضية H2 التي وجدت علاقة موجبة معنوية عند 5٪ مع دراسة (*Kopyrina & Stepanova, 2023; Borisova et al., 2015*). اما الفرضيات رقم H2b و H2a تتوافق نتيجتها مع دراسة كلاً من *(غازي، 2021 ;Khan et al., 2020)* التي وجدتا علاقة غير معنوية بين هيكل الملكية الحكومية وتكلفة راس. ترى الدراسات أن الملكية الحكومية تلعب أدوار مختلفة في عمليات الشركة والتأثير على استراتيجياتها لمصالحها وفرض سياسات غير مربحة تجارياً، مما يؤدي إلى زيادة المخاطر وبالتالي ارتفاع تكلفة رأس المال. وذكر Muslim & Setiawan (2021) يمكن لملكية الدولة أن تشجع على ارتفاع تكلفة رأس المال لأنها تميل إلى زيادة التكاليف السياسية.

ويظهر أيضا من نتائج الجدول **(1−6)** أن $\boldsymbol{ROA}$و$\boldsymbol{LEV}$ ترتبط بعلاقة سالبة غير معنوية في جميع الشركات وفي الشركات المالية وغير المالية، اما $\boldsymbol{Beta}$ فترتبط بعلاقة سالبة غير معنوية في الشركات المالية. في حين أن $\boldsymbol{LEV}$ ترتبط بعلاقة سالبة معنوية مع جميع الشركات والشركات غير المالية، وموجبة معنوية مع الشركات المالية. ويرتبط كلاً من$\boldsymbol{M/Bratio}$ و $\boldsymbol{Fsize}$ بعلاقة موجبة معنوية مع تكلفة رأس المال، الا أن $\boldsymbol{AudSize}$ ترتبط بعلاقة موجبة غير معنوية.

ويظهر أيضا من نتائج الجدول **(1−6)** أن $\boldsymbol{BOmeet}$ يرتبط بعلاقة موجبة غير معنوية في الشركات المالية أي أنه كلما زاد عدد اجتماعات مجلس الإدارة زادت تكلفة رأس المال وتتفق مع دراسة (*Salehi et al., 2021)*، اما في جميع الشركات والشركات غير المالية ارتبطت بعلاقة سالبة غير معنوية وهذا يتفق مع دراسة(Chancharat & Kotphootorn, 2023). بالنسبة لـ $\boldsymbol{BOindep}$ فوجدت علاقة موجبة معنوية في جميع الشركات والشركات المالية وغير معنوية في الشركات غير المالية أي أنه كلما زاد استقلالية مجلس الإدارة زادت تكلفة رأس المال وتتوافق مع دراسة كلاً من (*Sajid et al., 2024; Khan et al., 2023; Ali et al., 2019; Aksoy & Yilmaz, 2023*). التي ترى أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلون يتحكمون بشكل أكثر صرامة فيما يتعلق بقرارات التمويل مقارنة بالمديرين الأقل استقلالية مما يزيد من تكلفة رأس المال. يظهر $\boldsymbol{BOsize}$ بعلاقة سالبة غير معنوية في الشركات المالية حيث توافقت مع عدد من الدراسات مثل (*Javaid et al., 2023 ;Alih & Yahaya, 2024)*. التي وجدت علاقة سالبة بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، والتي تشير الى أن حجم مجلس الإدارة الأكبر لديه القدرة على التأثير على القرارات وخفض تكاليف رأس المال وتعزيز العمليات التنظيمية. الا أن العلاقة ظهرت موجبة معنوية في جميع الشركات وغير معنوية في الشركات غير المالية وهذا توافق مع دراسة (مهدي، 2024).

ويتضح كذلك من الجدول**(1−6)** قيمة R−squared في العمود 1 تبلغ (0.306) وفي العمود 2 تبلغ (0.397) اما في العمود 3 بلغت (0.562) مما يعني أن نسبة أثر كلاً من المتغيرات المستقلة والمتغيرات

الضابطة على تكلفة رأس المال تمثل(30.6%)(39.7%) (56.2%) في جميع الشركات، الشركات المالية، الشركات غير المالية، وترجع النسبة المتبقية لهم والبالغة (69.4٪)(60.3%) (43.8٪) الى عوامل أخرى خارج نموذج الانحدار.

4.6 الخلاصة ونتائج الدراسة:

تهدف الدراسة الحالية إلى اختبار أثر هيكل الملكية – ممثلاً في الملكية المؤسسية والملكية الحكومية – على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) في الشركات المدرجة في سوق المال السعودي خلال الفترة 2017–2023. وقد سعت الدراسة إلى سد فجوة في الأدبيات المحاسبية من خلال تقديم أدلة تطبيقية من بيئة الأعمال السعودية، وذلك نظرًا لقلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في السياق المحلي. اعتمدت الدراسة منهجًا كميًا استنباطيًا، حيث جُمعت البيانات المالية من التقارير السنوية وتقارير مجالس الإدارة المتاحة عبر موقع تداول، وتم تحليلها باستخدام نموذج الانحدار التجميعي بطريقة المربعات الصغرى العادية مع تصحيح الخطأ المعياري.

أظهرت النتائج أن للملكية المؤسسية تأثيرًا موجبًا ومعنويًا على تكلفة رأس المال عند مستوى دلالة 1%، وذلك في عينة الشركات الكاملة وكذلك عند تجزئة العينة إلى القطاعات المالية وغير الم الية وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة كلاً من (*AlHares et al., 2020; Kopyrina & Stepanova, 2023*). كما اتضح أن الملكية الحكومية ترتبط هي الأخرى بعلاقة موجبة ومعنوية مع تكلفة رأس المال عند مستوى دلالة 5% في العينة الكاملة، إلا أن هذا الأثر لم يكن معنويًا عند تحليل كل قطاع على حدة وتوافقت مع دراسة (*Kopyrina & Stepanova, 2023; Khan et al., 2020*). تشير هذه النتائج إلى أهمية هيكل الملكية كآلية حوكمة داخلية تؤثر في تكلفة التمويل، مما يُغني الأدبيات المحاسبية بنتائج جديدة من سوق مالي ناشئ كالسعودية. وقد يُعزى الأثر الإيجابي للملكية المؤسسية والحكومية على تكلفة رأس المال في السياق السعودي إلى خصائص بيئة السوق المحلية، مثل طبيعة مشاركة المستثمرين المؤسسيين ودور الدولة كمساهم في عدد من الشركات الكبرى، الأمر الذي قد يزيد من متطلبات العائد المطلوبة من قبل المستثمرين الآخرين.

5.6 التوصيات المستقبلية:

تقدم هذه الدراسة مجموعة من التوصيات التي تخاطب كلًا من الباحثين الأكاديميين وصُنّاع القرار في الشركات، بهدف تعميق الفهم النظري وتحقيق الأثر التطبيقي في بيئة الأعمال السعودية.

أولًا: التوصيات البحثية

يوصى بتوسيع نطاق الدراسات المستقبلية لتشمل أنماطًا أخرى من هيكل الملكية لم تُتناول في هذه الدراسة، وعلى وجه الخصوص :الملكية العائلية، والملكية الإدارية، والملكية الأجنبية .سيساهم تحليل تأثير هذه الأنماط

على تكلفة رأس المال في تشكيل رؤية أكثر شمولية عن الكيفية التي تؤثر بها تركيبة المساهمين على قرارات التمويل في الشركات السعودية. كما تُوصى الأبحاث المستقبلية بتطبيق الدراسة على السوق الموازية –نمو، التي تُعد أقل تنظيمًا وأكثر تنوعًا من حيث هيكل الملكية وحجم الشركات، ما قد يؤدي إلى نتائج مغايرة لتلك المُستخلصة من السوق الرئيسية (تداول). كذلك، من المفيد إجراء تحليل مقارن عبر قطاعات اقتصادية مختلفة (مثل الطاقة، الصناعة، الخدمات)، أو عبر فترات زمنية متنوعة (قبل وبعد جائحة كوفيد–19 مثلًا) لقياس استقرار العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة رأس المال في بيئات متغيرة.

وعلاوة على ذلك، يُنصح الباحثون باستخدام مؤشرات مركبة لقياس آليات الحوكمة الداخلية، كإنشاء مؤشر مركب لخصائص مجلس الإدارة مثل (الاستقلالية، التنوع، الخبرة)، أو مؤشر لفعالية لجان المراجعة (يعكس عدد الاجتماعات، الخبرة المالية، استقلال الأعضاء). كما يمكن تطوير مؤشر شامل لبيئة الحوكمة المؤسسية الداخلية داخل الشركة وربطه بتكلفة رأس المال، سواء كمتغير رئيسي أو كمتغير وسيط (Mediating) أو معدل (Moderating)بين الإفصاح المالي أو مقروئية التقارير وتكلفة التمويل. إن دمج مثل هذه المؤشرات يعزز من القدرة التفسيرية للنماذج ويضفي مزيدًا من العمق التحليلي على البحوث المستقبلية.

ثانيًا: التوصيات لصُنّاع القرار في الشركات

تشير نتائج هذه الدراسة إلى الحاجة الملحّة لإعادة النظر في سياسات التملك بما يخدم إدارة تكلفة رأس المال بكفاءة .ويتعين على الشركات تعزيز التوازن في هيكل الملكية، بحيث يتم الاستفادة من ميزات كل نوع من المساهمين دون الوقوع في اختلالات حوكمة تزيد من تكلفة التمويل. على سبيل المثال، ينبغي دعم مشاركة المستثمرين المؤسسيين والملاك الحكوميين ضمن أطر تضمن ممارسة دور رقابي فاعل، يعزز الحوكمة ويقلل من مخاطر الوكالة، بدلاً من مجرد التملك السلبي الذي قد يُعزِّز متطلبات العائد لدى المستثمرين الآخرين. وبالمثل، يمكن تشجيع الملكية الإدارية—بمعنى تمكين الإدارة التنفيذية من تملك حصص محددة من الأسهم—بما يضمن مواءمة المصالح بين الإدارة والمساهمين، ويحد من السلوك الانتهازي أو القرارات ذات الأفق القصير. كما أن الملكية العائلية المستقرة، عند تصميمها بوعي استراتيجي، قد تُعزز من الثقة في استدامة الشركة على المدى البعيد.

أخيرًا، تُشدد الدراسة على أهمية تحسين الإفصاح والشفافية المتعلقة بهيكل الملكية وفعالية الحوكمة، لما لذلك من أثر في تقليص فجوة المعلومات بين الشركة والمستثمرين، وبالتالي تخفيض هامش المخاطرة المضمن في تكلفة رأس المال.

إن التفاعل مع هذه التوصيات من قبل الباحثين وصُنّاع القرار يُسهم في خلق بيئة استثمارية أكثر كفاءة في المملكة، ويعزز من قدرة الشركات على تحسين استراتيجياتها التمويلية وتعظيم قيمة المساهمين.

المراجع:

اولاً: المراجع العربية:

إبراهيم، محمد زيدان وزهر، إكرامي جمال السيد وأبو ضاوي، أحمد عثمان حامد يوسف. (2021). أثر الملكية المركزة على استمرارية الشركات من منظور محاسبي (دراسة تطبيقية). *المجلة العلمية للبحوث التجارية (جامعة المنوفية)*، 143- 218.

الحناوي، السيد محمود. (2018). أثر مستوى التحفظ المحاسبي على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية*، 198–259.

الحوشي، محمد محمود. (2020). العلاقة بين قابلية القوائم المالية للمقارنة وتكلفة التمويل بالملكية، والأثر المُعدِّل لتفعيل مدخل المراجعة المشتركة على هذه العلاقة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، 173–232.

زودة، عمار وعلي، عبد الغاني وبوسمينة، أمال. (2020). نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية. *مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة*، 97–118.

السبيعي، عبدالله وحسن، محمد فيصل. (2024). أثر اعتماد المعايير الدولية للتقارير المالية على جودة الأرباح بالتطبيق على قطاع المواد الأساسية بالسوق المالية بالمملكة العربية السعودية. *المجلة العربية للإدارة*, 44(5).

سليم، أيمن عطوة عزازي، ومحمد، محمد محمود سليمان. (2021). قياس تأثير مدخل المراجعة المشتركة على العلاقة بين جودة الأرباح وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية. *الفكر المحاسبي*، 25(2)، 34–101.

السمادوني، حمادة فتح الله محمد. (2020). أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الادارة على مستوى الافصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية. *جامعة كفر الشيخ كلية التجارة قسم المحاسبة*.

شعيب، عيد فتحي شعبان. (2023). أثر قابلية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية للقراءة على قرار الاحتفاظ بالنقدية وتكلفة رأس المال: دليل تطبيقي من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية. *مجلة المحاسبة والمرجعة لاتحاد الجامعات العربية*، 436–488.

غازي، حمادة السعيد المعصراوي السيد. (2021). أثر العلاقة بين هيكل الملكية وإدارة التدفقات النقدية على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق المال المصري. *[رسالة دكتوراه] جامعة طنطا كلية التجارة قسم المحاسبة*.

مهدي، مصطفى محمد. (2024). أثر خصائص حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال (دراسة اختبارية على الشركات المساعمة المصرية). *البحوث التجارية – كلية التجارة جامعة الزقازيق*، الصفحات 1–27.

هيئة السوق المالية. (2023). لائحة حوكمة الشركات.

يعقوب، فيحاء عبد الله والغانمي، فرقد فيصل جدعان. (2010). أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات في مصداقية التقارير المالية وفي تحديد وعاء ضريبة الدخل (دراسة في قسم الشركات في الهيئة العامة للضرائب). *مجلة دراسات محاسبية ومالية*، 1–34.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

Adebayo, A. O., Onikoyi, I. A., Kareem, T. A., & Lamidi, W. A. (2021). Influence of Board Characteristics and Ownership Concentration on Corporate Sustainability Growth among Listed Manufacturing Companies in Nigeria. *Acta Universitatis Danubius. OEconomica, Danubius University of Galati*, issue 17(6), pages 52-66.

Agapova, A., & Volkov, N. (2024). Corporate governance, firm strategy disclosure, and executive compensation. *Accounting and Business Research*, 1–29.

Aksoy, M., & Yilmaz, M. K. (2023). Does board diversity affect the cost of debt financing? Empirical evidence from Turkey. *Gender in Management*: Vol. 38 No. 4, pp. 504-524.

Al-Faryan, M. A. (2024). Agency theory, corporate governance and corruption: an integrative literature review approach. *Cogent Social Sciences*. 10(1)

Alhababsah, S. (2019). Ownership structure and audit quality: An empirical analysis considering ownership types in *Jordan. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 71–84.

AlHares, A., Dominic, G., & Abu-Asi, T. (2020). Institutional Ownership and Cost of Capital: An International Study . *Theoretical Economics Letters*, 1031-1043.

Ali, S. T., Yang, Z., Sarwar, Z., & Ali, F. (2019). The impact of corporate governance on the cost of equity: Evidence from cement sector of Pakistan. *Asian Journal of Accounting Research*, pp. 293-314.

Alih, D., & Yahaya, O. (2024, 11 2). Board Characteristics and Cost of Capital of Listed Consumer Goods Companies in Nigeria. *Journal of Finance, Business and Management Studies* , pp. 80-94.

Alkurdi, A., & Mardini, G. H. (2020). The impact of ownership structure and the board of directors' composition on tax avoidance strategies: empirical evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 795-812.

Alkurdi, A., Hamad, A., Thneibat, H., & Elmarzouky, M. (2021). Ownership structure's effect on financial performance: An empirical analysis of Jordanian listed firms . *Cogent Business & Management*. 8(1).

Almania, O. M. (2019). Risk disclosure, corporate governance, and cost of capital of Saudi listed firms. *Adam Smith Business School College of Social Sciences*, 1-215.

Arhinful, R., Mensah, L., Amin, H. I., & Obeng, H. A. (2024). The influence of cost of debt, cost of equity and weighted average cost of capital on dividend policy decision: evidence from non-financial companies listed on the Frankfurt Stock Exchange. *Future Business Journal*. *Springer*, vol. 10(1), pages 1-24

Athanasakou, V., Eugster, F., Schleicher, T., & Walker, M. (2020). Annual Report Narratives and the Cost of Equity Capital_ U.K. Evidence of a U-shaped Relation _ Enhanced Reader. *European Accounting Review*, 27-54.

CENESIZOGLU, T., LIU, Q., REEVES, J. J., & WU, H. (2016). Monthly Beta Forecasting with Low-, Medium- and High-Frequency Stock Returns. *Journal of Forecasting*, 528 - 541.

Chan, J. Y. L., Leow, S. M. H., Bea, K. T., Cheng, W. K., Phoong, S. W., Hong, Z. W., & Chen, Y. L. (2022). *Mitigating the multicollinearity problem and its machine learning approach: a review.* Mathematics, 10(8), 1283.

Chancharat, N., & Kotphootorn, B. (2023). Corporate board and shareholder structure, cost of capital, and the performance of Thai listed companies: the application of path analysis. *International Journal of Monetary Economics and Finance, Inderscience Enterprises Ltd*, pp. 282-290.

Di Vito, J., & Trottier, K. (2022). A Literature Review on Corporate Governance Mechanisms: Past, Present, and Future. *Accounting Perspectives*, 207-235.

Dobrowolski, Z., Drozdowski, G., Panait, M., & Apostu, S. A. (2022). The Weighted Average Cost of Capital and Its Universality in Crisis Times: Evidence from the Energy Sector. *Energies*. 15(18).

Duncan, S., & Fiske, D. W. (2015). Face-to-Face Interaction Research, Methods, and Theory. *London: Routledge*.

Ellili, N. O. (2020). Environmental, Social, and Governance Disclosure, Ownership Structure and Cost of Capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*. 12(18), 7706.

Elliott, A. C., & Woodward, W. A. (2007). Statistical analysis quick reference guidebook: With SPSS examples. *Sage.*

Elshqirat, M., & Sharifzadeh, M. M. (2018). Testing a Multi-Factor Capital Asset Pricing Model in the Jordanian Stock Market. *International Business Research*, 13-22.

Ezat, A. N. (2019). The impact of earnings quality on the association between readability and cost of capital: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 366- 385.

Faysal, S., Salehi, M., & Moradi, M. (2020). Impact of corporate governance mechanisms on the cost of equity capital in emerging markets. *Journal of Public Affairs*, pp. 1-11.

Gjergji, R., Vena, L., Campopiano, G., Sciascia, S., & Sciascia, S. (2024). Strategy disclosure and cost of capital: The key role of women directors for family firms. *Journal of Family Business Strategy*.

Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*, 4th Edition. Tata McGraw Hill.

Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2023). Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences,* pp. 760-780.

Khan, M. I., Khakwani, M. S., Luqman, R., & Kouser, R. (2023). Comprehensive Examination of Corporate Governance's Impact on the Cost of Equity: Evidence from Pakistani Non-Financial Listed Firms. *Sustainable Business and Society in Emerging Economies*, pp. 411-424.

Khan, M. Y., Javeed, A., Cuong, L. K., & Pham, H. (2020). Corporate Governance and Cost of Capital: Evidence from Emerging Market. *Risks*, 1-29.

Khlif, H., Samaha, K., & Azzam, I. (2015). Disclosure, Ownership Structure, Earnings Announcement Lag and Cost of Equity Capital in Emerging Markets. *Journal of Applied Accounting Research*, pp. 28-57.

Kopyrina, O., & Stepanova, A. (2023). The influence of ownership structure and board independence on the cost of debt in BRIC countries. *Economic Systems*, pp. 1-15.

Kurniasih, A., Rustam, M., Heliantono, & Endri, E. (2022). Cost of capital and firm value: Evidence from Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations*, 14 - 22.

Li, H. (2019). Cost of Capital: Literatures Review about Calculation Methods and Influencing Factors. *Journal of Service Science and Management*, 360-370.

Matthews, L. (2019). Innovation Disclosure and the Cost of Capital – UK-based Evidence. *The University of Reading*, 1-285.

Mauboussin, M., & Callahan, D. (2023). Cost of Capital: A Practical Guide to Measuring Opportunity Cost. *(Counterpoint Global Insights). Morgan Stanley*.

Medina, A., Cruz, A. d., & Tang, Y. (2022). Corporate ownership and concentration. *OECD Corporate Governance Working Papers*. Paris: OECD Publishing.

Muslim, A. I., & Setiawan, D. (2021). Information asymmetry, ownership structure and cost of equity capital: The formation for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, pp. 1-17.

Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. I*ndian Journal of Corporate Governance*, 74-95.

Penman, S., Zhu, J., & Wang, H. (2023). The implied cost of capital: accounting for growth. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1029–1056.

Priem, R., & Gabellone, A. (2024). The impact of a firm's ESG score on its cost of capital: can a high ESG score serve as a substitute for a weaker legal environment. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 676-703.

Saalmuller, L. (2022). Cost of Capital: What it is & How to Calculate IT. *Harvard Business School Online's Business Insights Blog*, 1-4.

Sajid, M., Shabbir, H., & Safdar, R. (2024). Ownership concentration and cost of equity in Pakistan: the moderating role of disclosure and governance quality. *Asian Review of Accounting*, pp. 120-135.

Salehi, M., Moradi, M., & Faysal, S. (2021). Impact of corporate governance mechanisms on the cost of equity capital in emerging markets. *Journal of Public Affairs*, 11 - 11.

Shandiz, M. T., Zadeh, F. N., & Askarany, D. (2022). The Interactive Effect of Ownership Structure on the Relationshi'p between Annual Board Report Readability and Stock Price Crash Risk. *Journal of Risk and Financial Management.*

Taherinia, M., Abdi, M., & Dormishi, M. (2022). Tax Avoidance and the Auditor's Opinion: The Role Of Uncertainty and Government Ownership (Evidence from the Stock Market of Iran). *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 73-94.

Tekin, H., & Polat, A. Y. (2020). Agency Theory: A Review in Finance. Journal of Social Sciences of Mus Alparslan University, 1323–1329.

Wang, A. W., & Zhang, G. (2009). Institutional ownership and credit spreads: An information asymmetry perspective. *Journal of empirical finance*, pp. 597-612.

Widiatmoko, J., & Indarti, M. G. (2024). Corporate governance and cost of equity capital: the mediation role of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Investment*, pp. 874-894.

Yamani, A. M. (2020). Corporate Governance, IFRS 7 Compliance and the Cost of Equity Capital in GCC banks. *University of Portsmouth*, 1-180.

Abstract:
This study investigates the effect of ownership structure—specifically institutional and government ownership—on the weighted average cost of capital (WACC) for companies listed on the Saudi Stock Exchange (Tadawul) over the period 2017–2023. Employing a deductive quantitative approach, the study utilizes firm-level data extracted from annual and board reports, applying a pooled Ordinary Least Squares (OLS) regression model with robust standard errors to account for heteroskedasticity.
The empirical findings reveal that institutional ownership exhibits a statistically significant positive association with WACC at the 1% significance level across the full sample and within both financial and non-financial sectors. Government ownership also demonstrates a positive relationship with WACC at the 5% level for the full sample; however, this relationship loses significance in disaggregated sectoral analyses, indicating potential heterogeneity across industries.
This research contributes to the accounting and finance literature by offering empirical evidence from the Saudi market—an emerging economy with a unique institutional environment—on the capital cost implications of ownership structures. Despite its contributions, the study's scope is limited to two ownership types. Future research is encouraged to broaden the framework by incorporating family ownership, foreign ownership, and managerial ownership. Additionally, future studies may consider introducing moderating variables such as board characteristics, audit committee effectiveness, and report readability to explore interaction effects between ownership structures and WACC.

Keywords: Ownership structure; Cost of capital; Institutional ownership; Government ownership, Companies listed on the Saudi Stock Exchange.