كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة الموصل تنمية الرافدين العدد ١٠٠ مجلد ٣٢ لسنة ٢٠١٠
ص ص[١٧٧-١٨٨]

العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيبة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية
دراسة تطبيقية للفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٨

الدكتور قيس أديب الكيلاني
أستاذ مساعد- قسم العلوم المالية والمصرفية
جامعة العلوم التطبيقية الخاصة
عمان – الأردن
qais_k@hotmail.com

المستخلص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة المحتملة بين هيكل الملكية وهيكل تركيبة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية، وقد تم استخدام منشورات هيئة الأوراق المالية الأردنية لعينة من الشركات بلغت عشر شركات صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠٠٨، وباستخدام أنموذج الانحدار المتعدد ومستوى معنوية ٥%، خلصت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها: أن الشركات الصناعية الأردنية تميل إلى استخدام أموال الملكية في تمويل نشاطاتها، إذ بلغ متوسط نسبة المديونية في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث ٢٨,٧٩%، كما أظهرت الدراسة أن أعضاء مجلس الإدارة يملكون مايقارب ٤٦,٤% من أسهم الشركة، وهي نسبة مرتفعة نسبياً، كما أظهرت الدراسة تركزاً في ملكية الأسهم، إذ تبين أن كبار المساهمين يملكون بالمتوسط بحدود ٥٢,٨% من أسهم الشركات مدار البحث، وخلصت الدراسة وانسجاماً مع دراسة (مغاير وآخرون ٢٠٠٢) إلى عدم وجود أدلة ذات دلالة إحصائية على أن هيكل ملكية الأسهم في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث تؤثر في هيكل رأس المال.

الكلمات المفتاحية: تركيبة الملكية، تركيبة رأس المال، الشركات الصناعية الاردنية.

تأريخ استلام البحث ٢٠٠٩/٧/١٦ تأريخ قبول النشر ٢٠٠٩/٨/٢٦

Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from Jordanian industrial Firms 2004-2008

Qays A. Al-Kaylani (PhD)
Assistant Professor
Department of Financial and Banking Sciences
University of Applied Sciences
Jordan

Abstract

This study aims to examine the possible relation between ownership structure and capital structure in the industrial firms in Jordan. The publications of the Jordan securities commission for a sample of such firms (ten in number) has been listed in Amman Stock Exchange for the period 2004 to 2008. The multiple regressions at %5 significant level have also been used. Many results have been reached, the most important are: The Jordanian industrial firms tend to use ownership financing to finance their activities, the debt ratio average in such firms is %28.79. The members of the board of directors of such firms own about %46.4 of the firm's stock which is relatively high rate. Big stock holders own about %52.8 of the shares of such firms. Also find that there is no statistically significant evidence that the ownership structure affect the Capital structure in the Jordanian industrial firms.

Key words: Ownership structure; Capital Structure; Jordanian Industrial Companies.

المقدمة

يعد قرار تمويل الشركات من القرارات التي وقف علماء المال والاقتصاد أمامها منذ البدايات الأولى للأبحاث المالية والإقتصادية بنوع من الاختلاف في وجهات النظر فيها. ولازال الأمر إلى الآن فيه بعض الغموض عن كيفية اختيار الشركة لهيكل رأس مالها والعوامل التي تأخذها بعين الاعتبار للمفاضلة بين المصادر الداخلية والخارجية للتمويل، تقدم هذه الدراسة فرصة مناسبة لاختبار العلاقة المحتملة بين هيكل الملكية كأحد محددات تركيبة رأس المال في شركات تختلف اختلافاً كبيراً عن بيئة الدراسات السابقة التي أجريت بشكل عام على شركات أمريكية، إذ تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة المحتملة بين تركيبة الملكية وتركيبة رأس المال لعينة مكونة من عشر شركات صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٨.

هدف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على العلاقة المحتملة بين هيكل ملكية الشركات الأردنية الصناعية وهيكلية رأسمالها، وبخلاف العلاقة بين هيكل ملكية الشركة وأدائها فإن القليل من الدراسات قد أجريت لاختبار العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال، وخاصة في الدول النامية، وتسعى هذه الدراسة لملء هذا الفراغ في جانبه العملي، ولتحقيق هذه الغاية فقد تم إجراء الدراسة على عينة من الشركات الأردنية الصناعية

المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية بلغت عشر شركات تم اختيارها بطريقة العينة العشوائية خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠٠٨ (انظر ملحق ١).

مشكلة الدراسة

يمكن تحديد مشكلة الدراسة بعدم وضوح مدى إمكانية استخدام قرارات التمويل للتخفيف من تكاليف الوكالة، لذلك تسعى الدراسة للإجابة على التساؤل الآتي: هل يتم استخدام قرارات التمويل للتخفيف من مشكلة الوكالة؟ وبعبارة أخرى هل هناك علاقة بين نمط ملكية الشركة وتركيبة رأس مالها.

فرضيات الدراسة

تسعى الدراسة لاختبار فرضية فيما إذا كان لهيكل الملكية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية تأثير في هيكل رأس المال لديها، وبذلك فإنه يمكن صياغة الفرضيات العدمية للدراسة على النحو الآتي:

Ho_1 : ليس هناك تأثيرذو دلالة إحصائية لنسبة كبار المساهمين في الشركات الصناعية الأردنية على هيكل رأس المال.

Ho_2 : ليس هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة في الشركات الصناعية الأردنية على هيكل رأس المال.

وسيتم رفض الفرضية العدمية الأولى أو الثانية في حال كانت قيمة Sig لأي من المتغيرات المستقلة أكبر من نسبة المعنوية المطلوبة للدراسة والبالغة ٠,٠٥ .

منهج الدراسة

تم الاعتماد على نشرات هيئة الأوراق المالية الأردنية التي تتضمن نشرات الإفصاح المالي الصادرة عن الشركات الأردنية بحكم تعليمات الإفصاح للشركات المساهمة العامة والتي تتضمن فضلاً عن المعلومات المالية نسب ملكية الإدارة وملكية كبار المساهمين، كما تم استخدام الإحصاء الوصفي كالمتوسطات، إضافة إلى الاقتصاد القياسي لاختبار العلاقة المحتملة بين متغيرات الدراسة، إذ تم استخدام أنموذج الانحدار المتعدد، وذلك باستخدام برنامج الحزم الإحصائية SPSS. وتم حساب نسبة ملكية كبار المساهمين ونسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة بوصفها متغيرات مستقلة لتعبر عن هيكل ملكية الشركات الواقعة ضمن الدراسة، فيما تم التعبير عن هيكل رأس المال بنسبة المديونية. وقد تم حساب هذه النسب للشركات ضمن العينة خلال فترة الدراسة، ومن ثم احتساب الوسط الحسابي لهذه النسب ليتم تطبيق معادلة الانحدار المتعدد على متوسطات فترة الدراسة للمتغيرات المستقلة والتابعة. هذا وقد تم إجراء اختبارين قبل تطبيق أنموذج الدراسة للتأكد من خلو البيانات من المشاكل القياسية مثل اختبار (VIF) للتأكد من عدم وجود Co-linearity)، واختبار الـ (Autocorrelation) واختبار (Heteroscedasticity) للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي أو عدم ثبات في التباين. وبذلك فإنه يمكن كتابة أنموذج الدراسة على النحو الآتي:

Capital Structure = Function of Ownership Structure ……..(1)

وبما أننا سنقوم بالتعبير عن هيكل رأس المال بنسبة المديونية في تركيبة رأسمال الشركة، وعن هيكل الملكية بكل من نسبة ملكية كبار المساهمين ونسبة ملكية الإدارة فإننا نستطيع كتابة نموذج الدراسة على النحو الآتي:

Financial Leverage = Function of (Large share holder + Management Share holder) .....(2)

ويمكن إعادة كتابة المعادلة (٢) بطريقة رياضية منسجمة مع نموذج الانحدار المتعدد على النحو الآتي:

$$Lev_{it} = \beta_o + \beta_{Lsh}Lsh_{it} + \beta_{Msh}Msh_{it} + e_{it} \quad .....(3)$$

حيث:

Lev_{it}: نسبة المديونية للشركة i في الزمن t.

β_o: ثابت وهو عبارة عن قيمة نسبة المديونية عند قيم صفر لجميع المتغيرات المستقلة.

β_{Lsh}: ميل خط الانحدار لنسبة كبار المساهمين.

Lsh_{it}: نسبة كبار المساهمين في هيكل الإدارة للشركة i في الزمن t.

β_{Msh}: ميل خط الانحدار لنسبة ملكية الإدارة.

Msh_{it}: نسبة ملكية الإدارة في هيكل الملكية للشركة i في الزمن t.

e_{it}: الخطأ العشوائي.

العرض النظري والدراسات السابقة

إن الدراسات التي بحثت في العلاقة بين تركيبة رأس المال وأداء الشركات تعد أكثر نسبياً من الدراسات التي أجريت لاختبار علاقة تركيبة الملكية برأس المال، وقد أظهرت الدراسات القليلة التي أجريت لاختبار هذه العلاقة تضارباً واضحاً في النتائج. ويمكن النظر إلى هذه العلاقة المحتملة من خلال مجموعة من المسلمات (King, M. R., 2007) **أولها**: إن وجود تركز في الملكية قد يعمل على تخفيض فرص الانتهازية ونزعة المدراء لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض التضارب في المصالح بشكل عام، فإذا عمل كبار المساهمين كمراقبين على أداء المدراء، فمن المتوقع أن لا تستطيع الإدارة أن تعمل على تعديل نسبة المديونية بما يحقق مصالحها الخاصة كما لو لم يكن هناك مراقبة، وبعبارة أخرى فإن الشركات التي عليها رقابة شديدة من قبل المساهمين – وهذا يحدث عندما تكون الملكية مركزة- عادة ما تكون نسبة المديونية مرتفعة. و**ثانيا**: إنه وبسبب رغبة المدراء بالاحتفاظ بوظائفهم، فإن من مصلحتهم أن تستمر الشركة، وهذا يعني أنهم عادة ما يرغبون بنسبة مديونية منخفضة في تركيبة رأس مال الشركة للتقليل من مخاطر إفلاس الشركة، و**ثالثاً**: إن نسبة المديونية ينظر إليها من قبل المساهمين على أنها عامل ضغط وعامل سيطرة على إدارة الشركة، وزيادة نسبة المديونية يعمل على التقارب بين مصالح الإدارة الشخصية ومصالح المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة، و**رابعاً**: إن نسبة ملكية الإدارة قد يكون لها تأثير عكسي على حجم تكاليف الوكالة، ويعتمد ذلك على مدى الرقابة الخارجية على الإدارة، فقد أظهرت دراسة (Brailsford,2002) أن العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال هي علاقة غير خطية، بحيث أنه عند نسبة منخفضة لملكية الإدارة ترتفع نسبة المديونية في تركيبة رأس

المال لتعمل على تخفيض التضارب في المصالح، أما عندما ترتفع نسبة ملكية الإدارة فإن ذلك يؤدي إلى زيادة انتهازية الإدارة في سعيها لتحقيق مصالحها الخاصة، مما يؤدي بالإدارة إلى تخفيض نسبة المديونية في تركيبة رأس المال.

إن الفصل بين الإدارة والملكية ينشأ عنه في كثير من الأحيان اختلاف في المصالح، يؤدي بدوره إلى أن يسعى كل طرف من الأطراف لتحقيق مصلحته الخاصة من دون إعطاء كثير من الاهتمام لمصلحة الآخر، فمن المعروف نظرياً أن الإدارة يجب أن تعمل لمصلحة المساهمين إلا أنه في كثير من الأحيان فإن المدراء يقومون باتخاذ بعض القرارات لخدمة مصالحهم الشخصية، وكرد فعل من المساهمين على هذه الحقيقة نراهم يسعون إلى التخفيف من قدرات المدراء على خدمة أهدافهم الشخصية، وأحد أهم الأساليب انتشاراً للتخفيف ما يعرف بتكاليف الوكالة هو زيادة نسبة المديونية في تركيبة رأس المال بهدف زيادة الضغوط على المدراء الناتج عن زيادة احتمالية تعرض الشركة لمخاطر الإفلاس في حال عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى وضع بعض القيود على قراراتهم بحيث يتم إضافة طرف خارجي آخر مهتم بالرقابة على أداء الإدارة متمثلاً بالجهة المقرضة.

تعبر نسبة المديونية عن تركيبة رأس المال للشركات ضمن عينة الدراسة، وهي عبارة عن المتغير التابع في معادلة الانحدار المتعدد المستخدمة في الدراسة، وهناك أكثر من تعريف لنسبة المديونية إذ يمكن تعريفها على أنها القيمة الدفترية للقروض طويلة الأجل مقسومة على مجموع القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة الدفترية للقروض طويلة الأجل (Titman and Wessels 1988, Graham 1996)، كما يمكن استخدام القروض طويلة الأجل لتعبر عن نسبة المديونية كما هي الحال في دراسة (Miguel and Pindad, 2001)، أما لأغراض هذه الدراسة فسيتم التعبير عن نسبة المديونية على أنها نسبة مجموع الالتزامات للغير إلى مجموع الموجودات، حيث يتم استخدام هذا التعريف بحكم تعليمات الإفصاح المالي الأردنية، ويتم الإفصاح عن نسبة المديونية للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية مع البيانات المالية المنشورة. أما هيكل الملكية فسيتم التعبير عنة بمتغيرين هما: نسبة ملكية الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين، ويعد هذان المتغيران هما متغيرين مستقلين في معادلة الانحدار المتعدد المستخدمة في الدراسة، ويمكن تعريف نسبة ملكية الإدارة على أنها نسبة مجموع ملكية أعضاء مجلس الإدارة إلى رأس مال الشركة المدفوع، ونسبة ملكية كبار المساهمين على أنها نسبة المساهمين الرئيسين في رأس مال الشركة الذين يملكون ٥% من أسهم الشركة أو أكثر، وتجدر الإشارة إلى أن هذه البيانات متوفراة ضمن البيانات المالية الواجب نشرها بحكم تعليمات الإفصاح المالي.

الدراسات السابقة

خلصت الكثير من الدراسات التي أجريت على البلدان الصناعية المتقدمة مثل (Meggison, *et. al*, 1994, Lopez-de-Silane and La Porta 1999, Frydman *et. al.*, 1997, (Pohl, *et. al*, 1997, Dewenter and Malatesta, 1998) إلى وجود تأثير أيجابي للملكية الفردية في أداء الشركة، في حين أن دراسة (Bartel and Harrison, 1999) ودراسة (Nellis, 1991) خلصتا إلى عدم وجود تأثير لهيكل الملكية في أداء الشركة، أما

دراسة (Zeckhauser and Pound, 1990) حول تأثير كبار المساهمين في القرار التمويلي للشركة، فقد خلصت إلى عدم وجود علاقة بين نسبة كبار المساهمين في هيكل الملكية وهيكل رأس المال، وأن هناك دوراً إيجابياً لكبار المساهمين في الرقابة على الإدارة لمصلحة بقية المساهمين. أما دراسة (Firth, 1995) فقد خلصت إلى أن هيكل رأس المال في الشركات الأمريكية يتأثر بشكلٍ كبير بهيكل الملكية معبراً عنه بمدى سلطة وتأثير المساهمين في الإدارة. أما دراسة (Brailsford, *et. al.*, 2000) فقد خلصت إلى وجود علاقة طردية غير خطية ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية وقرار تمويل الشركة، بحيث تزداد نسبة التمويل بالاقتراض بزيادة نسبة ملكية الإدارة، إلى أن تصل إلى حد معين، تبدأ بعدها نسبة المديونية بالانخفاض بزيادة نسبة ملكية الإدارة لأن المنافع التي يمكن أن تتحقق بزيادة المديونية تصبح بعد حد معين قليلة نسبياً، وتصبح تكاليف الوكالة منخفضة بحيث تتطابق مصلحة الإدارة ومصلحة الملكية إلى حدٍ كبير.

أما Kim في دراسته سنة ٢٠٠٠ التي درس فيها العلاقة بين مدى تركز الملكية وتركيبة رأس المال والأداء في الشركات الكورية، فقد خلصت إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة كبار المساهمين وأداء الشركات الكورية، وأن تشتت الملكية يؤدي إلى ضعف في أداء الشركة وزيادة في الاعتماد على المصادر الخارجية في تركيبة رأس المال للشركات الكورية ضمن الدراسة.

معظم الدراسات التي أجريت حول العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيبة رأس المال وأداء الشركة أجريت على الشركات الأمريكية، التي تتصف بعدم تركز وبتوزيع شديد في هيكل الملكية مقارنة بالدول الأخرى وخاصة دول شرق آسيا، في حين أن الدراسات التي أجريت على الشركات في دول شرق آسيا مثل دراسة (Claessens, *et. al.*, 2002) خلصت إلى سيطرة ملكية العائلات على الشركات وتركز كبير في نسبة ملكية الإدارة في دول شرق آسيا، وكنتيجة لهذا الوضع أظهرت الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية ونسبة المديونية بسبب عدم رغبة المساهمين في التخفيف من نسبة ملكيتهم. كذلك فقد خلصت دراسة (Anderson, *et. al.*, 2003) إلى أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين هيكلية الملكية وهيكل رأس المال في شركات دول شرق آسيا، بحيث إنه كلما زاد تركز الملكية زادت نسبة الاعتماد على التمويل الخارجي ، لأن تكاليف التمويل الخارجي تنخفض مع تركز الملكية أو مع نمط ملكية العائلات، وقد عزت الدراسة هذه النتيجة إلى أمرين هما: إن نظرة العائلات عادة تكون نظرة مستقبلية طويلة المدى وثانياً: إن العائلات عادة تعطي أهمية كبيرة لسمعتها، فضلا عن أن البنوك المقرضة عادة ما تطور علاقات شخصية مع المتنفذين من العائلات على مر السنين.

أما دراسة (اومت وآخرون، ٢٠٠٣) فقد خلصت إلى تشتت الملكية في الشركات الأردنية بشكلٍ عام، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة كبار المساهمين في الشركات الأردنية وقرار التمويل. فيما خلصت دراسة (خرابشه، ٢٠٠٣) إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية في الشركات الأردنية وأدائها. لم تتوصل دراسة (مغاير وآخرون، ٢٠٠٢) حول تأثير هيكل الملكية في هيكل رأس المال للشركات الأردنية إلى نتائج ذات دلالة إحصائية.

إن ما يميز هذه الدراسة ويعطيها أهمية أنها تضيف إلى العدد القليل من الدراسات التي أجريت حول هذه العلاقة أدلة جديدة نابعة من واقع الدول النامية، وتحاول إزالة

الغموض عن النتائج المتضاربة للدراسات التي أجريت على السوق الأردنية. فضلاً عن كونها وخلافاً للدراسات التي أجريت على السوق الأردني تأخذ بعين الاعتبار تأثير ملكية الإدارة في تركيبة رأس المال.

تحليل بيانات الدراسة (الجانب التطبيقي)

تتميز الدراسات التي تعتمد على الانحدار المتعدد بوجود مشكلة الامتداد الخطي (Co-Linearity) ويرجع السبب في هذه المشكلة إلى أن المتغيرات المستقلة قد لا تكون مستقلة عن بعضها البعض تماماً، ويمكن الكشف عن مشكلة الامتداد الخطي من خلال الـ (Variance Inflationary Factor – VIF) وذلك من خلال تطبيق المعادلة الآتية (Berenson *et. al*., 2004):

$$VIF = \frac{1}{1 - R_j^2} \qquad \text{.....(4)}$$

حيث: R_j^2 معامل التحديد المتعدد لكل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى.

وقاعدة القرار أنه إذا كان الـ VIF لمتغير مستقل يساوي واحداً صحيحاً فإن المتغير يعد مستقلاً تماماً عن المتغيرات المستقلة الأخرى، أما إذا كان قيمة VIF أكبر من ٥ فإن ذلك يعني أن المتغير المستقل غير مستقل ومتداخل مع المتغيرات الأخرى.

الجدول ١
نتائج اختبار معامل VIF

		Lsh	Msh
Collinearity Statistics	Tolerance	0.21141246	0.21141246
	VIF	4.730090175	4.730090175

Dependent Variable: Lev

يظهر الجدول ١ نتائج معامل الـ VIF للمتغيرين المستقلين، ويمكن ملاحظة أن كلا من المتغيرين المستقلين له معامل VIF أقل من ٥، مما يعني عدم وجود مشكلة للامتداد الخطي في المتغيرات المستقلة لأنموذج الدراسة.

الاختبار الثاني الذي تسعى الدراسة لاختباره قبل البدء باختبار فرضيات الدراسة هو إمكانية وجود ارتباط ذاتي بين البواقي للمتغيرات المستقلة في أنموذج الدراسة (Autocorrelation)، اذ يقيس هذا الاختبار الارتباط بين البواقي في المتغيرات المستقلة، ووجود مشكلة ارتباط ذاتي بين البواقي يؤدي إلى عدم مصداقية في نتائج تحليل الانحدار المتعدد، بحيث لا يمكن الاعتماد على قيم معاملات الانحدار المتعدد بسبب تشويه النتائج الناتج عن علاقة الارتباط الذاتي القوية بين البواقي المتتابعة. ويتم الكشف عن علاقة

الارتباط الذاتي من خلال احتساب معامل Durbin-Watson التي يمكن حسابها من خلال المعادلة الآتية (Berenson, *et. al*., 2004):

$$D = \frac{\sum_{i=2}^{n} (e_i - e_{i-1})^2}{\sum_{i=}^{n} e_i^{\,2}} \quad \text{.....(5)}$$

حيث: D معامل دير بون وات سون (Durbin-Watson) لاختبار الارتباط الذاتي بين البواقي.

e_i الباقي في الزمن I .

وبشكل عام فإنه إذا كانت قيمة D تساوي صفراً، يدل ذلك على وجود علاقة ارتباط ذاتي طردية بين البواقي، أما إذا كانت قيمة D تساوي أو قريبة من ٢ فإن ذلك يعني عدم وجود علاقة ارتباط ذاتي، وإذا كانت قيمة D تساوي أو قريبة من ٤، فإن ذلك يعني وجود علاقة ارتباط عكسية بين البواقي (Berenson, *et. al*., 2004).

الجدول ٢

نتائج اختبار معامل Durbin-Watson

R		0.69364 a
R Square		0.48115
Adjusted R Square		0.33290
Std. Error of the Estimate		11.06611
Change Statistics	R Square Change	0.48115
	F Change	3.24565
	df1	2
	df2	7
	Sig. F Change	0.10061
Durbin-Watson		2.30426

a Predictors: (Constant), Msh, Lsh

(b) Dependent Variable: Lev

يظهر الجدول ٢ نتائج معامل D.W للمتغيرات المستقلة في أنموذج الدراسة، وبما أن قيمة D-W ٢,٣٠٤، فإن ذلك يعني عدم وجود علاقة ارتباط ذاتي، الأمر الذي يعني إمكانية الاعتماد على معاملات أنموذج الدراسة في تفسير النتائج.

يبين الجدول ٣ نتائج التحليل الإحصائي للشركات ضمن العينة وخلال فترة الدراسة.

الجدول ٣
متوسطات قيم المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في نموذج الدراسة

رمز الشركة ضمن العينة	متوسط نسبة المديونية	متوسط نسبة ملكية الإدارة	متوسط نسبة ملكية كبار المساهمين
	Lev %	MSh %	LSh %
DADI	15.305	0.219	0.095
JPHM	42.198	0.598	0.627
JOIC	22.711	0.413	0.620
AALU	25.576	0.197	0.325
APOT	32.518	0.926	0.783
JOCM	30.404	0.722	0.817
JOPH	57.598	0.885	0.871
JOST	28.541	0.110	0.150
JOWL	9.581	0.316	0.615
NAST	23.520	0.252	0.377
Average	28.795	0.464	0.528

المصدر : عمل الباحث باستخدام برنامج Excel

يلاحظ من خلال الجدول أن الشركات الصناعية الأردنية ضمن العينة لا تميل إلى استخدام الاقتراض مصدراً للتمويل بشكل كبير، إذ أظهرت النتائج أن متوسط نسبة المديونية في تركيبة رأس المال للشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة بلغت ٢٨,٧٩٥% ، وهي نسبة منخفضة نسبيا للقطاع الصناعي، إذ تعني هذه النسبة أن الشركات الصناعية الأردنية تلجأ إلى تمويل احتياجاتها بنسبة ٧١,٢% تقريباً من مصادر ملكية ذات تكاليف مرتفعة نسبياً. كذلك فقد أظهرت الدراسة أن أقل متوسط لنسبة المديونية للشركات الصناعية الأردنية مدار الدراسة بلغت ٩,٥٨١%، وهي نسبة منخفضة، الانخفاض في نسبة المديونية للشركات الصناعية الأردنية قد يعني أن الشركات تحاول تخفيض نسبة مخاطرها عن طريق تمويل بأموال ملكية. كذلك فقد أظهرت النتائج أن نسبة ملكية مجلس الإدارة بالمتوسط للشركات الصناعية الأردنية بلغت ٤٦,٤% ، أي أن أعضاء مجلس إدارة الشركات الصناعية الأردنية يمتلكون ما نسبته بالمتوسط ٤٦,٤% من رأس الشركة. وهي نسبة مرتفعة قليلا، وقد بلغت أعلى نسبة امتلاك لأعضاء مجلس الإدارة للشركات ضمن العينة ٩٢,٦% من رأس مال الشركة. أما فيما يتعلق بكبار

المساهمين فقد أظهرت النتائج أن كبار المساهمين يملكون بالمتوسط ما نسبة ٥٢,٨% من أسهم الشركة، وأن أعلى نسبة ملكية لكبار المساهمين ضمن شركات عينة الدراسة قد بلغ ٨٧,١%، مما يعني أن نسبة الملكية متركزة قليلاً في الشركات الصناعية الأردنية.

الجدول ٤
نتائج معادلة الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة

		Constant	Lsh	Msh
Unstandardized Coefficients	B	17.02292	-16.74005	44.43947
Standardized Coefficients	Beta		-0.34121	0.97868
t		2.13950	-0.57626	1.65285
Sig.		0.06969	0.58248	0.14234

Dependent Variable: Lev

يظهر الجدول ٤ نتائج تحليل معادلة الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة في أنموذج الدراسة إذ يظهر الجدول أن قيمة معامل إنحدار نسبة ملكية الإدارة في أنموذج الدراسة بلغ ٠,٩٧٨٦ فيما بلغ معامل إنحدار نسبة كبار المساهمين في أنموذج الدراسة - ٠,٣٤١٢ وهذا يعني زيادة نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة بوحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى، سوف يؤدي إلى زيادة نسبة المديونية بواقع ٩٨,٨٦% وحدة، أما زيادة نسبة ملكية كبار المساهمين بوحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى، سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الملكية بواقع ٣٤,١٢% وحدة، وعلية فإنه يمكن إعادة كتابة نموذج الدراسة معادلة (٣) على النحو التالي:

$$Lev_{it} = 17.023 - 0.3412\ Lsh_{it} + 0.9786\ Msh_{it} \quad \text{.....(6)}$$

اختبار الفرضيات

أظهرت الدراسة وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على نسبة مديونية الشركات، إذ بلغ ميل خط الانحدار ٠,٩٧٨٦ و (٠,٣٤١٢) لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين على التوالي، ومن ملاحظة الجدول ٣ نلاحظ أن قيمة Sig لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين قد بلغت ٠,١٤٢٣٤ و٠,٥٨٢٤٨ على التوالي وبما، أن قيم الـ Sig أعلى من مستوى المعنوية المطلوب في الدراسة والبالغ ٠,٠٥ فإن ذلك يعني أنه ليس هناك دليل إحصائي على أن معامل الانحدار لأي من نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة أو نسبة ملكية كبار المساهمين تختلف بدلالة إحصائية عن الصفر. وعلية فإننا نقبل الفرضية العدمية الأولى والتي تنص على عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لنسبة ملكية كبار المساهمين على هيكل رأس المال، كذلك فإننا نقبل الفرضية العدمية الثانية والتي تنص على عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة على هيكل رأس المال.

الخلاصة

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة المحتملة بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين بوصفها متغيرات مستقلة على هيكل تركيبة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية، وقد تم استخدام منشورات هيئة الأوراق المالية الأردنية لعينة من الشركات بلغت عشر شركات صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة ٢٠٠٤ إلى سنة ٢٠٠٨، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها:

١. إن الشركات الصناعية الأردنية تميل إلى استخدام أموال الملكية في تمويل نشاطاتها، حيث بلغ متوسط نسبة المديونية في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث ٢٨,٧٩%،
٢. أظهرت الدراسة أن أعضاء مجلس الإدارة يملكون مايقارب ٤٦,٤% من أسهم الشركة وهي نسبة مرتفعة نسبياً.
٣. أظهرت الدراسة تركزاً في ملكية الأسهم ،إذ أظهرت أن كبار المساهمين يملكون بالمتوسط بحدود ٥٢,٨% من أسهم الشركات مدار البحث،
٤. خلصت الدراسة وانسجاما مع دراسة (مغاير وآخرون، ٢٠٠٢) إلى عدم وجود أدلة ذات دلالة إحصائية على أن هيكل ملكية الأسهم في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث تؤثر في هيكل رأس المال.

بناء على نتائج الدراسة فان الباحث يرى ضرورة إجراء دراسات أخرى لتوضيح العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال، بحيث يتم تضمين أنموذج الدراسة متغيرات أخرى لهيكل الملكية، كما يقترح الباحث ضرورة أن تكون العينة أكبر من حيث العدد وأوسع من حيث القطاعات لتغطي واقع السوق الأردنية بقطاعاتها جميعها، وذلك لإزالة الغموض عن العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال للشركات الأردنية، كما ويقترح الباحث إجراء دراسات لتفسير ميل الشركات الصناعية الأردنية نحو استخدام مصادر أكثر كلفة في تمويل أنشطتها التصنيعية، خلافاً لما هو متعارف عليه في الشركات الصناعية.

المراجع

1. Anderson, R. C. M. A. Sattar., and D. M. Reeb., 2003, Founding family ownership and the agency cost od debt, Journal of Financial Economics.
2. Anderson, R.; Claessens, S.; Djankov, S.,; Pohl, G., 1997, Privatisation and Restrucring in Central Eastern Europe: Evidence and Policy Options, Word Bank Technial paper No. 368, Washington DC.
3. Bartel, A.; Harrison A., 1999, Ownership versus Environment: Why are Public Sector Firms Inefficient? NBER Working Paper No. W7043.
4. Berenson, Mark and Others, 2004, Basic Business Statistics: Concepts and Application, 9th Ed, New Jersey, Pearson Prentice Hall.
5. Brailsford, T. J., Oliver, B. R., and Pua S. H., 2000, Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure, Economic.anu.eduau/research/papers/pdf/f9901-pdf.
6. Brailsford, T. J., Oliver, B. R., and Pua S. H., 2002,On the relation between ownership structure and capital structure, Journal of Accounting and Finance.
7. Claessens, S, S. Djankov, J, P. H. Fan and L. H. P. Lang, 2002, Disentangling the incentive and Entrenchment Effects of Larg Shareolding, Journal of Finance.

8. Dewenter K.; Malatesta P., 1998, State-Owened and Private-Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage and Labor Intensity, Financial Economics Network Working Papers.
9. Fith, M., 1995, The Impact of Institntional Stockholders and Managerial Interest on the Capital Structure of Firms, Managerial and Decision Economics, vol.16.
10. Frydman, R.; Gray, C.; Hessel, M.; Rapaczynski, A., 1997, Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons fron Transition Economies, Woed Bank WP26.
11. Graham, J., 1996, Debt and Marginal Tax Rate, Journal of Financial Economics.
12. Kharabsheh, M. A. 2004, Ownership Structure and Corporate Performance: Case of Jordanian Companies, Unpublished Master Dissertation, Yarmouk University, Irbid-Joradn.
13. Kim, E., 2000, The Impact of Korean Manufacturing Firms. http/www.papers.ssrn.com/abstract 276954.
14. King M. R., and Santor Eric, 2007, Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms, www.bankofcanada.ca
15. La Porta, R., florencio Lopez-de-Silance,1999, Corporate Ownership Around the Word, Journal of Finance.
16. Maghyereh, A., Omet, G., Alzubi, K. and Abu-Tayeh, S., 2002, Ownership Structure and Firm Performance in the Jordanian Capital Market, Mu'tah-LLbuhuth Wall-Derasat, vol. 17 No. 7.
17. Megginson, W.;Nash, R.; Randenborgh, M., 1994, The Financial and Operating performance of Newly privatized Firms: An international Analysis, Journal of Finance.
18. Miguel, A., and Pindado, J., 2001, Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data, Journal of Corporate Finance.
19. Nellis, J., 1991, Privatization in Reforming Socialist Economies. Current Implementation Issues. International Center for Public Enterprises in public Sector.
20. Omet, G. and Fadi, M., 2003, The Capital Structure Choice In Tax Contrasting Enviroment: Evidence From The Jordanian, Kuwaiti, Omani and Saudi Corporate Sectore. www.erf.org.eg.
21. Titman, Sheridan, and Roberto Wessels, 1988, The Determinations of capital structure choice, Journal of Finance.
22. Zeckhauser, R. J. and J. Pound, 1990, Are large shereholders effective monitors? An investigation of Share ownership and corporate performance, in Hubbard, R.G. (ed), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, University of Chicago Press.