

العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية  
دراسة تطبيقية للفترة 2004-2008

د. قيس أديب الكيلاني

جامعة العلوم التطبيقية الخاصة

عمان - الأردن

ملخص

هدفت هذه الدراسة لاختبار 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 عشرة شركات صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2004 الى عام 2008، وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد ومستوى معنوية 5%، خلصت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات أهمها: ان الشركات الصناعية الأردنية تميل الى استخدام أموال الملكية في تمويل نشاطاتها حيث بلغ متوسط نسبة المديونية في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث 28.79%، كما أظهرت الدراسة ان أعضاء مجلس الإدارة يملكون حوالي 46.4% من أسهم الشركة وهي نسبة مرتفعة نسبياً، كما أظهرت الدراسة تركيز في ملكية الأسهم حيث أظهرت ان كبار المساهمين يملكون بالمتوسط حوالي 52.8% من أسهم الشركات مدار البحث، كذلك فقد خلصت الدراسة وانسجاماً مع دراسة (مغاير وآخرون 2002) الى عدم وجود أدلة ذات دلالة إحصائية على ان هيكل ملكية الأسهم في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث تؤثر على هيكل رأس المال.

مفتاح الكلمات: تركيبة الملكية، تركيبة رأس المال، الأردن

**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) listed in Amman Stock Exchange for the period 2004 to 2008. The multiple-regression at 5% significant level has 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 effect the Capital structure in the Jordanian industrial firms.

Key words: Ownership structure; Capital Structure; Jordan.

تمهيد:

حير قرار تمويل الشركات علماء المال والاقتصاد منذ البدايات الأولى للأبحاث المالية والاقتصادية، وما زلنا الى الآن نعرف القليل عن كيفية اختيار الشركة لهيكل رأس مالها والعوامل التي تأخذها بعين الاعتبار للمفاضلة بين المصادر الداخلية والخارجية للتمويل، وتتيح هذه الدراسة فرصة كبيرة لاختبار العلاقة المحتملة بين هيكل الملكية كأحد محددات تركيبة رأس المال في شركات تختلف اختلافا كبيرا عن بيئة الدراسات السابقة التي أجريت بشكل عام على شركات أمريكية، حيث تهدف هذه الدراسة لاختبار العلاقة المحتملة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال لعينة مكونة من عشرة شركات صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي 2004 و 2008.

ان الدراسات التي بحثت في العلاقة بين تركيبة رأس المال وأداء الشركات تعتبر أكثر نسبيًا من الدراسات التي أجريت لاختبار علاقة تركيبة الملكية برأس المال، وقد أظهرت الدراسات القليلة التي أجريت لاختبار هذه العلاقة تضارب كبير في النتائج، ويمكن النظر الى هذه العلاقة المحتملة من خلال مجموعة من المسلمات (King, M. R., 2007) أولها: ان وجود تركيز في الملكية قد يعمل على تخفيض فرص الانتهازية ونزعة المدراء لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين، مما يؤدي الى تخفيض التضارب في المصالح بشكل عام، فإذا عمل كبار المساهمين كمراقبين على أداء المدراء فمن المتوقع ان لا تستطيع الإدارة ان تعمل على تعديل نسبة المديونية بما يحقق مصالحها الخاصة كما لو لم يكن هناك مراقبة، وبعبارة أخرى فان الشركات التي عليها رقابة شديدة من قبل المساهمين - وهذا يحدث عندما تكون الملكية مركزة- عادة ما تكون نسبة المديونية مرتفعة. وثانيا: انه وبسبب رغبة المدراء بالاحتفاظ بوظائفهم، فان من مصلحتهم ان تستمر الشركة، وهذا يعني أنهم عادة ما يرغبون بنسبة مديونية منخفضة في تركيبة رأس مال الشركة للتقليل من مخاطر إفلاس الشركة، وثالثا: ان نسبة المديونية ينظر لها 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 الى تخفيض تكاليف الوكالة، ورابعاً: ان نسبة ملكية الإدارة قد يكون لها تأثيرا عكسيا على حجم تكاليف الوكالة، ويعتمد

ذلك على مدى الرقابة الخارجية على الإدارة، فقد أظهرت دراسة (Brailsford, 2002) ان العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال هي علاقة غير خطية، بحيث انه عند نسبة منخفضة للملكية الإدارة فان نسبة المديونية في تركيبة رأس المال ترتفع لتعمل على تخفيض التضارب في المصالح، أما عندما ترتفع نسبة ملكية الإدارة فان ذلك يؤدي الى زيادة انتهازية الإدارة في سعيها لتحقيق مصالحها الخاصة مما يؤدي بالإدارة الى تخفيض نسبة المديونية في تركيبة رأس المال.

تهدف هذه الدراسة الى إلقاء الضوء على العلاقة المحتملة بين هيكل ملكية الشركات الأردنية الصناعية وهيكلية رأسمالها، وبخلاف العلاقة بين هيكل ملكية الشركة وأدائها فان القليل من الدراسات قد أجريت لاختبار العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال وخاصة في الدول النامية، حيث تسعى 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 عشرة شركات تم اختيارها بطريقة العينة العشوائية خلال الفترة من عام 2004 الى عام 2008 ( انظر ملحق رقم 1 ).

ان الفصل بين الإدارة والملكية ينشأ عنه في الكثير من الأحيان اختلاف في المصالح، يؤدي الى ان يسعى كل طرف من الأطراف لتحقيق مصلحته الخاصة دون إعطاء كثير من الاهتمام لمصلحة الآخر، فمن المعروف نظريا ان الإدارة يجب ان تعمل لمصلحة المساهمين إلا انه في الكثير من الأحيان فان المدراء يقومون باتخاذ بعض القرارات لخدمة مصالحهم الشخصية، وكرد فعل من المساهمين على هذه الحقيقة فأهم يسعون الى التخفيف من قدرات المدراء على خدمة أهدافهم الشخصية، واحد أهم الأساليب انتشارا للتخفيف مما 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 متمثلا بالجهة المقرضة، ومن هنا يمكن تعريف مشكلة الدراسة بعدم وضوح مدى إمكانية استخدام قرارات التمويل للتخفيف من تكاليف الوكالة حيث تسعى الدراسة للإجابة على التساؤل التالي: هل يتم استخدام قرارات التمويل للتخفيف من مشكلة الوكالة؟ وبمعنى آخر هل هناك علاقة بين نمط ملكية الشركة و تركيبة رأس مالها.

تعتبر 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، حيث 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 لتعبير عن نسبة المديونية كما هو الحال في دراسة (Miguel and Pindad, 2001) ، أما لأغراض هذه الدراسة فسيتم التعبير عن نسبة المديونية على أنها نسبة مجموع الالتزامات للغير الى 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 عنه بمتغيرين هما: نسبة ملكية الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين، ويعتبر هذان المتغيران هما المتغيرين المستقلين في معادلة الانحدار المتعدد المستخدمة في الدراسة، ويمكن تعريف نسبة ملكية الإدارة على أنها نسبة مجموع ملكية أعضاء مجلس الإدارة الى رأس مال الشركة المدفوع، ونسبة ملكية كبار المساهمين على أنها نسبة المساهمون الرئيسيون في رأس مال الشركة الذين يملكون 5% من أسهم الشركة أو أكثر، وتصدر الإشارة الى ان هذه البيانات متوفرة ضمن البيانات المالية الواجب نشرها بحكم تعليمات الإفصاح المالي.

#### منهجية 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 بالإضافة الى المعلومات المالية نسب ملكية الإدارة وملكية كبار المساهمين، كما تم استخدام الإحصاء الوصفي كالتوسطات إضافة الى الاقتصاد القياسي لاختبار العلاقة المحتملة بين متغيرات الدراسة حيث تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد وذلك باستخدام برنامج الحزم الإحصائية SPSS. تم حساب نسبة ملكية كبار المساهمين ونسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة كمتغيرات مستقلة لتعبير 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 نموذج الدراسة للتأكد من خلو البيانات من المشاكل القياسية مثل اختبار (VIF) للتأكد من عدم وجود (Co-linearity)، واختبار ال (Autocorrelation) واختبار (

( Heteroscedasticity للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي أو عدم ثبات في التباين .  
وبذلك فانه يمكن كتابة نموذج الدراسة على النحو التالي:

$$\text{Capital Structure} = \text{Function of Ownership Structure} \dots (1)$$

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 فأنا نستطيع كتابة نموذج الدراسة على النحو التالي:

$$\text{Financial Leverage} = \text{Function of } (\text{Large share holder} + \text{Management Share holder} \dots (2)$$

ويمكن إعادة كتابة معادلة رقم (2) بطريقة رياضية منسجمة مع نموذج الانحدار المتعدد على النحو التالي :

$$\text{Lev}_{it} = \beta_0 + \beta_{Lsh}Lsh_{it} + \beta_{Msh}Msh_{it} + e_{it} \dots (3)$$

حيث:

$\text{Lev}_{it}$  : نسبة المديونية للشركة  $i$  في الزمن  $t$ .

$\beta_0$  : ثابت وهو عبارة عن قيمة نسبة المديونية عند قيم صفر لجميع المتغيرات

المستقلة.

$\beta_{Lsh}$  : ميل خط الانحدار لنسبة كبار المساهمين.

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

$\beta_{Msh}$  : ميل خط الانحدار لنسبة ملكية الإدارة.

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

$e_{it}$  : الخطأ العشوائي.

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

$H_01$  : ليس هناك تأثيراً ذا دلالة إحصائية لنسبة كبار المساهمين في الشركات

الصناعية الأردنية على هيكل رأس المال.

$H_02$  : ليس هناك تأثيرا ذا دلالة إحصائية لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة في

الشركات الصناعية الأردنية على هيكل رأس المال.

وسيتيم رفض الفرضية العدمية الأولى أو الثانية في حال كانت قيمة Sig لأي من المتغيرات

المستقلة أكبر من نسبة المعنوية المطلوبة للدراسة والبالغة 0.05 .

#### الدراسات السابقة:

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) خلصت

الى وجود تأثير إيجابي للملكية الفردية على أداء الشركة، في حين ان دراسة مثل دراسة ( Bartel and Harrison, 1999) ودراسة (Nellis, 1991) خلصتا الى عدم وجود تأثير لهيكل الملكية على أداء الشركة، أما دراسة (Zeckhauser and Pound, 1990) حول تأثير كبار المساهمين على القرار التمويلي للشركة، فقد خلصت الى عدم وجود علاقة بين نسبة كبار المساهمين في هيكل الملكية وهيكل رأس المال، وان هناك دورا ايجابيا لكبار المساهمين في الرقابة على الإدارة لمصلحة بقية المساهمين. أما دراسة (Firth, 1995) فقد خلصت الى ان هيكل رأس المال في الشركات الأمريكية يتأثر بشكل كبير بهيكل الملكية معبرا عنه بمدى سلطة وتأثير المساهمين في الإدارة. أما دراسة (Brailsford, et. al, 2000) فقد خلصت الى وجود علاقة طردية غير خطية ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية وقرار تمويل الشركة، بحيث تزداد نسبة التمويل بالاقتراض بزيادة نسبة ملكية الإدارة الى ان تصل الى حد معين تبدأ بعدها نسبة المديونية بالانخفاض بزيادة نسبة ملكية الإدارة بسبب ان المنافع التي يمكن ان تتحقق بزيادة المديونية تصبح بعد حد معين قليلة نسبيا وتصبح تكاليف الوكالة منخفضة بحيث تتطابق مصلحة الإدارة ومصلحة الملكية الى حد كبير.

أما Kim في دراسته لعام 2000 التي درس فيها العلاقة بين مدى تركيز الملكية و تركيبة رأس المال والأداء في الشركات الكورية، فقد خلصت الى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة كبار المساهمين وأداء الشركات الكورية، وان تشتت الملكية يؤدي الى 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 وتركيب رأس المال وأداء الشركة أجريت على الشركات الأمريكية، التي تتصف بعدم تركيز وبتوزيع شديد في هيكل الملكية مقارنة بالدول الأخرى وخاصة دول شرق آسيا، في حين ان الدراسات التي أجريت على الشركات في دول شرق آسيا مثل دراسة (Claessens et al. 2002) خلصت الى 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) الى ان هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين هيكلية الملكية وهيكل رأس المال في شركات دول شرق اسيا بحيث انه كلما زاد تركز الملكية زادت نسبة الاعتماد على التمويل الخارجي بسبب ان تكاليف التمويل الخارجي تنخفض مع تركز الملكية أو مع نمط ملكية العائلات، وقد عزت الدراسة هذه النتيجة الى أمرين هما: ان نظرة العائلات عادة تكون نظرة مستقبلية طويلة المدى وثانيا: ان العائلات عادة تعطي أهمية كبيرة لسمعتها، بالإضافة الى ان البنوك المقرضة عادة ما تطور علاقات شخصية مع المتنفذين من العائلات على مر السنين.

أما دراسة ( اومت وآخرون 2003) فقد خلصت الى تشتت الملكية في الشركات الأردنية بشكل عام، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة كبار المساهمين في الشركات الأردنية وقرار التمويل. فيما خلصت دراسة ( خرابشه ، 2003 ) الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية في الشركات الأردنية وأدائها. لم تتوصل دراسة (مغاير وآخرون ، 2002 ) حول تأثير هيكل الملكية على هيكل رأس المال للشركات الأردنية الى نتائج ذات دلالة إحصائية.

ان ما يميز هذه الدراسة ويعطيها أهمية أنها تضيف الى 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 الأردني. بالإضافة الى كونها وخلافا للدراسات التي أجريت على السوق الأردني تأخذ بعين الاعتبار تأثير ملكية الإدارة على تركيبة رأس المال.

#### تحليل البيانات:

تتميز الدراسات التي تعتمد على الانحدار المتعدد بوجود مشكلة الامتداد الخطي ( Co-Linearity ) ويرجع السبب في هذه المشكلة الى ان المتغيرات المستقلة قد لا تكون

مستقلة عن بعضها البعض تماما ، ويمكن الكشف عن مشكلة الامتداد الخطي من خلال ال ( Variance Inflationary Factor – VIF ) وذلك من خلال تطبيق المعادلة التالية (Berenson et al., 2004):

$$VIF = \frac{1}{1 - R_j^2}$$

(4.....)

حيث:  $R_j^2$  معامل التحديد المتعدد لكل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى. وقاعدة القرار انه إذا كان ال VIF لمتغير مستقل يساوي واحد صحيح فان المتغير يعتبر مستقلا تماما عن المتغيرات المستقلة الأخرى أما إذا كان قيمة VIF اكبر من 5 فان ذلك يعني ان المتغير المستقل غير مستقل ومتداخل مع المتغيرات الأخرى .

جدول رقم 1 نتائج اختبار معامل VIF

		Lsh	Msh
Collinearity Statistics	Tolerance	0.21141246	0.21141246
	VIF	4.730090175	4.730090175

Dependent Variable: Lev

يظهر جدول رقم (1) نتائج معامل ال VIF للمتغيرين المستقلين، ويمكن ملاحظة ان كلا من المتغيرين المستقلين له معامل VIF اقل من 5 مما يعني عدم وجود مشكلة للامتداد الخطي في المتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة.

الاختبار الثاني الذي تسعى الدراسة لاختباره قبل البدء باختبار فرضيات الدراسة هو إمكانية وجود ارتباط ذاتي بين البواقي للمتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة ( Autocorrelation ) حيث يقيس هذا الاختبار الارتباط بين البواقي في المتغيرات

المستقلة، ووجود مشكلة ارتباط ذاتي بين البواقي يؤدي الى 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 المتتالية. ويتم الكشف عن علاقة الارتباط الذاتي من خلال احتساب معامل Durbin-Watson التي يمكن حسابها من خلال المعادلة التالية (Berenson et al., 2004):

$$D = \frac{\sum_{i=2}^n (e_i - e_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n e_i^2} \dots \dots \dots (5)$$

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

$e_i$  الباقي في الزمن I .

وبشكل عام فانه 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 2 فإن ذلك يعني عدم وجود علاقة ارتباط ذاتي، وإذا كانت قيمة D تساوي أو قريبة من 4 فان ذلك يعني وجود علاقة ارتباط عكسية بين البواقي ( Berenson, et al., 2004 ) .

جدول رقم 2 نتائج اختبار معامل Durbin-Watson

	0.69364
R	a
R Square	0.48115
Adjusted R Square	0.33290
Std. Error of the Estimate	11.06611

	R	Square	
Change Statistics	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 جدول رقم (2) نتائج معامل D-W للمتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة، وبما ان قيمة D-W 2.304 فان ذلك يعني عدم وجود علاقة ارتباط ذاتي، الأمر الذي يعني إمكانية الاعتماد على معاملات نموذج الدراسة في تفسير النتائج.

يبين جدول رقم 3 نتائج التحليل الإحصائي للشركات ضمن العينة وخلال فترة الدراسة.

جدول رقم 3 متوسطات قيم المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في نموذج الدراسة

رمز الشركة	متوسط نسبة	متوسط نسبة	متوسط نسبة
ضمن العينة	المديونية	الإدارة	المساهمين
	Lev %	MSh %	LSh %
<b>DADI</b>	15.305	0.219	0.095
<b>JPHM</b>	42.198	0.598	0.627
<b>JOIC</b>	22.711	0.413	0.620
<b>AALU</b>	25.576	0.197	0.325
<b>APOT</b>	32.518	0.926	0.783

0.817	0.722	30.404	<b>JOCM</b>
0.871	0.885	57.598	<b>JOPH</b>
0.150	0.110	28.541	<b>JOST</b>
0.615	0.316	9.581	<b>JOWL</b>
0.377	0.252	23.520	<b>NAST</b>
0.528	0.464	28.795	<b>Average</b>

المصدر : عمل الباحث باستخدام برنامج Excel

يلاحظ من خلال الجدول أن الشركات الصناعية الأردنية ضمن العينة لا تميل الى استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل بشكل كبير حيث أظهرت النتائج ان متوسط نسبة المديونية في تركيبة رأس المال للشركات الصناعية الأردنية ضمن وخلال فترة الدراسة بلغت 28.795% وهي نسبة منخفضة نسبيا للقطاع الصناعي، حيث تعني هذه النسبة ان الشركات الصناعية الأردنية تلجا لتمويل احتياجاتها بنسبة 71.2% تقريبا من مصادر ملكية ذات تكاليف مرتفعة نسبيا. كذلك فقد أظهرت الدراسة ان اقل متوسط لنسبة المديونية للشركات الصناعية الأردنية مدار الدراسة بلغت 9.581%، وهي نسبة منخفضة، الانخفاض في نسبة المديونية للشركات الصناعية الأردنية قد يعني ان الشركات تحاول تخفيض نسبة مخاطرها عن طريق تمويل بأموال ملكية. كذلك فقد أظهرت النتائج ان نسبة ملكية مجلس الإدارة بالمتوسط للشركات الصناعية الأردنية بلغت 46.4% أي ان أعضاء مجلس إدارة الشركات الصناعية الأردنية يمتلكون ما نسبته بالمتوسط 46.4% من رأس الشركة. وهي نسبة مرتفعة قليلا، وقد بلغت أعلى نسبة امتلاك لأعضاء مجلس الإدارة للشركات ضمن العينة 92.6% من رأس مال الشركة. أما فيما يتعلق بكمية المساهمين فقد أظهرت النتائج ان كبار المساهمين يمتلكون بالمتوسط ما نسبة 52.8% من أسهم الشركة، وان أعلى نسبة ملكية لكبار المساهمين ضمن شركات عينة الدراسة قد بلغ 87.1%، مما يعني ان نسبة الملكية متركزة قليلا في الشركات الصناعية الأردنية.

جدول رقم (4) نتائج معادلة الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة

	Constant	Lsh	Msh
Unstandardized Coefficients	17.02292	-	44.43947
B		16.74005	
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 جدول رقم (4) نتائج تحليل معادلة الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة حيث يظهر الجدول ان قيمة معامل انحدار نسبة ملكية الإدارة في نموذج الدراسة بلغ 0.9786 فيما بلغ معامل انحدار نسبة كبار المساهمين في نموذج الدراسة -0.3412 وهذا يعني زيادة نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة بوحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى، سوف يؤدي الى زيادة نسبة المديونية بواقع 98.86% وحدة، أما زيادة نسبة ملكية كبار المساهمين بوحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى، سوف يؤدي الى انخفاض نسبة الملكية بواقع 34.12% وحدة، وعلية فانه يمكن إعادة كتابة نموذج الدراسة معادلة رقم (3) على النحو التالي:

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

#### اختبار الفرضيات:

أظهرت الدراسة وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على نسبة مديونية الشركات، حيث بلغ ميل خط الانحدار 0.9786 و (0.3412) لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين على التوالي، ومن ملاحظة جدول رقم (3) نلاحظ ان قيمة Sig لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين قد بلغت 0.14234 و 0.58248 على التوالي وبما ان قيم ال Sig أعلى من مستوى المعنوية المطلوب في الدراسة والبالغ 0.05 فان ذلك يعني انه ليس هناك دليلا إحصائيا على ان 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 تأثيرا ذا دلالة إحصائية لنسبة ملكية كبار

المساهمين على هيكل رأس المال، كذلك فإننا نقبل الفرضية العدمية الثانية والتي تنص على عدم وجود تأثيراً ذات دلالة إحصائية لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة على هيكل رأس المال.

### النتائج والتوصيات :

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة المحتملة بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين كمتغيرات مستقلة على هيكل تركيبة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية، وقد تم استخدام منشورات هيئة الأوراق المالية الأردنية لعينة من الشركات بلغت عشرة شركات صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2004 الى عام 2008، وقد خلصت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات أهمها: ان الشركات الصناعية الأردنية تميل الى استخدام أموال الملكية في تمويل نشاطاتها حيث بلغ متوسط نسبة المديونية في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث 28.79%، كما أظهرت الدراسة ان أعضاء مجلس الإدارة يملكون حوالي 46.4% من أسهم الشركة وهي نسبة مرتفعة نسبياً، كما أظهرت الدراسة تركيز في ملكية الأسهم حيث أظهرت ان كبار المساهمين يملكون بالمتوسط حوالي 52.8% من أسهم الشركات مدار البحث، كذلك فقد خلصت الدراسة وانسجاماً مع دراسة (مغاير وآخرون 2002) الى عدم وجود أدلة ذات دلالة إحصائية على ان هيكل ملكية الأسهم في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث تؤثر على 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 نموذج الدراسة متغيرات أخرى لهيكل الملكية، كما يقترح الباحث ضرورة ان تكون العينة اكبر من حيث العدد وأوسع من حيث القطاعات لتغطي واقع السوق الأردني بقطاعاته جميعها وذلك لازالت 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:

Anderson, R.; Claessens, S.; Djankov, S.; Pohl, G., 1997, **Privatisation and Restructuring in Central Eastern Europe: Evidence and Policy Options**, World Bank Technical paper No. 368, Washington DC.

- Anderson, R. C. M. A. Sattar., and D. M. Reeb., 2003, **Founding family ownership and the agency cost of debt**, *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- Bartel, A.; Harrison A., 1999, **Ownership versus Environment: Why are Public Sector Firms Inefficient?** NBER Working Paper No. W7043.
- Berenson, Mark and Others, 2004, **Basic Business Statistics: Concepts and Application**, 9th Ed, New Jersey, Pearson Prentice Hall, p. 605.
- 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.edu.au/research/papers/pdf/f9901-pdf*.
- 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* 42, 1-26.
- Claessens, S, S. Djankov, J, P. H. Fan and L. H. P. Lang, 2002, **Disentangling the incentive and Entrenchment Effects of Larg Shareholding**, *Journal of Finance*, 57,2741-2771.
- Dewenter K.; Malatesta P., 1998, **State-Owned and Private-Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage and Labor Intensity**, *Financial Economics Network Working Papers*.
- Fith, M., 1995, **The Impact of Institutional Stockholders and Managerial Interest on the Capital Structure of Firms**, *Managerial and Decision Economics*, vol.16, 167-175.
- Frydman, R.; Gray, C.; Hessel, M.; Rapaczynski, A., 1997, **Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies**, *Woed Bank WP26*.
- Graham, J., 1996, **Debt and Marginal Tax Rate**, *Journal of Financial Economics*, 41, 41-73.
- Kharabsheh, M. A. 2004, **Ownership Structure and Corporate Performance: Case of Jordanian Companies**, *Unpublished Master Dissertation, Yarmouk University, Irbid-Joradn*.
- King M. R., and Santor Eric, 2007, **Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms**, [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)
- Kim, E., 2000, **The Impact of Korean Manufacturing Firms**. <http://www.papers.ssrn.com/abstract276954>.
- La Porta, R., florencio Lopez-de-Silance, 1999, **Corporate Ownership Around the World**, *Journal of Finance*, 32, 371-387.

- 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 23-36.
- Megginson, W.; Nash, R.; Randenborgh, M., 1994, **The Financial and Operating performance of Newly privatized Firms: An international Analysis**, *Journal of Finance*, 49:403-452.
- Miguel, A., and Pindado, J., 2001, **Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data**, *Journal of Corporate Finance*, 7, 77-99.
- Nellis, J., 1991, **Privatization in Reforming Socialist Economies. Current Implementation Issues**. *International Center for Public Enterprises in public Sector*.
- Omet, G. and Fadi, M., 2003, **The Capital Structure Choice In Tax Contrasting Enviroment: Evidence From The Jordanian, Kuwaiti, Omani and Saudi Corporate Sectors**. [www.erf.org.eg.pp1-24](http://www.erf.org.eg.pp1-24).
- Titman, Sheridan, and Roberto Wessels, 1988, **The Determinations of capital structure choice**, *Journal of Finance* 43, 1-19.
- 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, 149-180.

الملاحق:

ملحق رقم 1 أسماء الشركات الصناعية الأردنية ضمن عينة

الدراسة

رمز الشركة	أسم الشركة	الرقم المتسلسل
DADI	دار الدواء للتنمية والاستثمار	1
JPHM	الأردني لإنتاج الأدوية	2
JOIC	الصناعات الكيماوية الأردنية	3
AALU	العربية لصناعة الألمنيوم	4
APOT	البوتاس العربية	5
JOCM	مصانع الاسمنت الأردنية	6
JOPH	مناجم الفوسفات الأردنية	7
JOST	حديد الأردن	8
JOWL	الأردنية لصناعة الصوف الصخري	9
NAST	الوطنية لصناعة الصلب	10