

العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية
في ضوء الخصائص المالية للشركة وهيكل الملكية
دراسة حالة الأردن

م.م. أزهر صبحي الجبوري
جامعة كربلاء - كلية الإدارة والاقتصاد

أ.د. مؤيد محمد علي الفضل
كلية المستقبل الجامعة - قسم المحاسبة

ملخص

استهدف الدراسة فحص العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية وذلك لمعرفة ما إذا كان للملكية الإدارية الأثر المهمة في تحديد تركيبة هيكل رأس المال من عدمه، وذلك في ظل مجموعة من الخصائص المالية للشركة، تارة، وتارة أخرى في ظل مكونات هيكل الملكية، بوصفها متغيرات ضابطة لسلوك المديرين اتجاه نسبة المديونية. وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٨٧ شركة مسجلة في بورصة عمان للمدة ٢٠١٠ - ٢٠١٤. وقد جاءت نتائج اختبار الفرضية الأولى مدعمة لأثر الحافز في الاعتماد على الديون عندما تكون نسبة الملكية الإدارية منخفضة ومدعمة لأثر الحماية عندما ترتفع نسبة الملكية الإدارية. كما ايدت نتائج اختبار الفرضية الثانية التوجهات الفكرية للدراسات السابقة بشأن العلاقة العكسية بين تركيز الملكية الإدارية ونسبة المديونية، وان دور هيكل الملكية التأثير تلك العلاقة، إنما يعتمد على فرضية التقارب في المصالح

The Effect of Managerial Ownership on indebtedness Percentages in Light Finical Characteristics and Ownership Structure Companies

Case Study in Jordanian

Abstract

The objective of the study is to examine the relationship between administrative ownership and indebtedness ratio to know whether administrative ownership has an important impact on determining the composition of the capital structure or not.

الكلمات الافتتاحية: الملكية الإدارية، نسبة المديونية، هيكل الملكية

Key Word: Managrial Ownership , Debt Ratio, Ownership Equit

sometimes, In the context of a set of financial characteristics of the company, and other times in the context of ownership structure companies as controlling variables for the behavior of managers towards the indebtedness ratio. The study was conducted on a sample of 87 companies registered by the ASE for the period 2010–2014. The results of the first hypothesis test were supported by the impact of the incentive to depend on on debt. When the percentage of administrative ownership is low and supported by the impact of protection when the percentage of administrative ownership increases. The results of the second hypothesis test also supported the intellectual orientations of previous studies on the inverse relation between the concentration of administrative ownership and indebtedness ratio, and the role of the ownership structure to effect on that relationship is depend on the premise of convergence of interests.

المقدمة

منذ دراسة [Modigliani and Miler; 1958] التي خلصت إلى عدم وجود تأثير لهيكل التمويل في قيمة الشركة ونظريات التمويل تحاول أن تفسر سلوك الإدارة اتجاه تركيبة مصادر هيكل التمويل، ولعلّ من أبرز تلك النظريات، هي، نظرية الالتقاط Peeking Order Theory التي تستند الى المعلومات غير المتماثلة في تفسير سلوك الإدارة نحو قرارات التمويل... فبموجب هذه النظرية، تفضل الإدارة اللجوء إلى مصادر التمويل الأقل حساسية لتباين المعلومات، وذلك على اعتبار أن كلفة التمويل تزداد مع زيادة التباين في المعلومات، وتعد دراسة [Myers, 1984] ودراسة [Myers and Mailuf, 1984] حجر الأساس لنظرية الالتقاط، إذ خلصت هاتين الدراستين إلى أن تباين المعلومات بين المديرين ومجهزي الأموال (المستثمرين)، يؤدي إلى اختلاف في كلفة التمويل، مما يؤثر في تفضيل المديرين لمصادر الأموال، إذ أوضحنا أن المديرين غالباً ما يلجئون إلى المصادر الداخلية (الأرباح المحجوزة) لتمويل حاجاتهم من الموارد المالية وذلك لعدم وجود أثر لتباين المعلومات في كلفة هذا المصدر، ومن ثم، التفكير بالافتراض، وأخيراً، الإصدار الجديد للأسهم إذا دعت حاجة والضرورة لذلك، وبحسب هذه النظرية فإن ذلك الترتيب في اختيار أولويات مصادر التمويل إنما يرجع أساساً إلى اختلاف كلفة تلك المصادر، وهذا ما أكدته نظرية التوقيت Market Timing Theory فيما بعد، التي تقوم على أساس الجهود التي تبذلها الإدارة في اختيار المصدر المناسب للتمويل والذي يجب أن ينسجم مع توقيت الحاجة إلى التمويل، حيثُ أوضحت هذه النظرية التي جاء بها [Baker and

Wurgler, 2002] أن في الأوقات التي تكون فيها أسعار أسهم الشركة مقيمة بقيمتها الحقيقية أو بأعلى من قيمتها الحقيقية، تلجأ الإدارة إلى الاعتماد على الأموال المملوكة لتمويل حاجاتهم، وذلك على اعتبار أن إدارة الشركة ليست بحاجة إلى الافادة من الفرق بين معدل العائد على استثمار الأموال المقترضة وكلفة تلك الأموال في تعظيم ثروة حملة الأسهم، على عكس الأوقات التي تكون فيها أسهم الشركة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية حيث تلجأ الإدارة، في هذه الأوقات، إلى الاقتراض لتحسين ربحية الشركة، ومن ثم تعظيم دالة منافع حملة الأسهم... ولما كان تقييم أسهم الشركة في السوق المالي يعتمد على جودة المعلومات المحاسبية والمتمثلة بجودة الأرباح، فإن هذه النظرية تستند بشكل غير مباشر على فكرة عدم تماثل المعلومات في تفسير سلوك الإدارة نحو تفضيل مصادر التمويل، وهي بذلك تتفق مع نظرية الالتقاط في هذا الخصوص.

وعلى أساس هذا الفهم يعتقد بعض الباحثين [انظر على سبيل المثال دراسة (Bharath et al, 2009) ودراسة (Valipour and Moradbeygis, 2011) ودراسة (Salehi et al, 2014)] أن الحقيقة الكامنة وراء اختلاف تركيبة هيكل التمويل بين الشركات يعود بالدرجة الأساسية إلى عدم تماثل المعلومات بين المديرين ومجهزي السيولة متجاهلين دور الإدارة في خلق فجوة المعلومات عن طريق تدخلها في مستويات جودة التقارير المالية، وذلك في محاولة للافادة من الآثار الإيجابية أو السلبية لتلك الفجوة على كلفة رأس المال لتبرير وتفسير قرارات تفضيلاتها لمصادر التمويل، وهذا ما أشارت إليه دراسة [King and Eric, 2007] عندما أوضحت أن المحدد الأساس لاختيار مصادر التمويل، هي منفعة الإدارة التي تختلف تبعاً لاختلاف نسبة ملكيتها في أسهم الشركة، ويلاحظ المتتبع للجهود البحثية المبذولة في العالم الغربي، في هذا المجال الحيوي من نظرية التمويل، العديد من الدراسات التي أكدت ما ذهب إليه [King and Eric, 2007] فقد بينت دراسة [Hubert De La, 2012] التي أجريت على ١١٢ شركة فرنسية في المدة ١٩٩٨-٢٠٠٩، أوضحت أن دوافع المديرين في تعظيم دالة منافعهم الشخصية على حساب دالة منافع حملة الأسهم، هي وراء تفضيلاتهم لمصادر تمويل الشركة، إذ أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي أن العلاقة ما بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في هيكل التمويل، تأخذ شكل U مما يعني أنه عند نسبة منخفضة للملكية الإدارية ترتفع نسبة المديونية في هيكل التمويل وذلك بفعل تأثير اختلاف المصالح، إذ في مثل هذه الحالة تكون دوافع المديرين ضعيفة نحو تفاعلها مع مصالح حملة الأسهم، أما عندما ترتفع نسبة ملكية الإدارة فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الانتهازية الإدارية في سعيها لتحقيق مصالحها الخاصة مما يؤدي بالمديرين الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية بدرجة أكبر من اعتمادهم على الديون، الأمر الذي يخفض نسبة المديونية في تركيبة هيكل التمويل، كما بينت دراسة [López-Iturriaga and Rodriguez-Sanz, 2012] التي أجريت على ٥٠٢ شركة موزعة على كل من استراليا وأمريكا وبريطانية ودراسة [Lotto, 2013] التي أجريت على ١٣٥١ شركة بريطانية خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٨، التي لم تختلف نتائجها عن دراسة King and Eric، بيننا وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية فضلاً عن إشارتهما إلى أهمية الملكية المؤسسية ورقابة كبار حملة الأسهم على السلوك الانتهازي للمديرين عندما أوضحت

أهمية زيادة نسبة المديونية في تركيبة هيكل التمويل للحد من تكاليف الوكالة إلى جانب دورها في فرض القيود على التصرفات المالية للمديرين.

وإزاء هذه الأهمية البحثية التي يحظى بها هذا الموضوع في العالم الغربي وامتداد لتلك الجهود تأتي الدراسة الحالية التي تستهدف بالاختبار والتحليل الإحصائي تقديم أدلة مستمدة من واقع البيئة الأردنية عن العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية، وذلك لمعرفة ما إذا كان للملكية الإدارية الأثر المهم في تحديد تركيبة هيكل التمويل، وذلك في ظل مجموعة من خصائص الملكية للشركة، تارة، وفي ظل مكونات هيكل الملكية، تارة أخرى، وذلك بوصفهما متغيرات ضابطة لسلوك المديرين اتجاه نسبة المديونية.

الدراسات السابقة

منذ أكثر من عقدين من الزمان وموضوع العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية يحظى باهتمام الباحثين في العالم الغربي، وقد أفرز ذلك الاهتمام نتائج مهمة بشأن تلك العلاقة، وسوف يتم في هذه الفقرة استعراض أحدث الدراسات التي أجريت في هذا الخصوص، مع التركيز على تلك التي أجريت في الدول الآسيوية والعربية، وذلك للتشابه الكبير بين بيئة تطبيقاتها ومجال هذه الدراسة وعلى النحو الآتي:

١-دراسة [الريحاني والسعد، ٢٠٠٧]

هدفت الى دراسة العلاقة بين هيكل الملكية والهيكل المالي على عينة مكونة من ١١١ شركة كويتية، وذلك بهدف معرفة مدى تأثير حجم الدين لدى الشركات الكويتية ببعض المتغيرات ذات العلاقة بهيكل الملكية، وهي، وجود مدير من العائلة، وحجم حقوق السيطرة في حالة وجود مدير من العائلة، وحجم حقوق التدفقات النقدية في حال وجود مدير من العائلة، ونسبة السيطرة إلى حقوق التدفقات النقدية، وأخيراً تركيز السيطرة في أيدي العائلات وقد جاءت نتائج الدراسة مؤيدة لوجود علاقة إيجابية بين حجم الدين ووجود مدير من العائلة التي تملك أكبر حصة في الشركة (سواء كانت غالبية أو غير غالبية) وعلاقة إيجابية بين حجم الدين وكل من حجم حقوق السيطرة وحجم حقوق التدفقات النقدية، وتركز السيطرة في يد العائلة.

٢-دراسة [الكيلاي، ٢٠١٠]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين تركيبة هيكل الملكية وتركيب رأس المال باستخدام البيانات المالية لعينة مكونة من عشرة شركات صناعية تغطي المدة ٢٠٠٤ - ٢٠٠٨، وقد قامت الدراسة على فرضيتين أولى تفحص أثر نسبة كبار المساهمين على هيكل رأس المال بينما تفحص الثانية أثر نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة في هيكل رأس المال، وقد كشف المسح الذي أجراه الباحث أن الشركات عينة الدراسة تميل إلى استخدام مصادر التمويل الداخلي في تمويل أنشطتها إذ بلغ متوسط نسبة المديونية ٢٨,٧٩%، وأن نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة تقارب من ٤٦,٤%،

كما أظهر المسح أن نسبة كبار المساهمين تبلغ ٥٢,٨% مما يعني وجود ظاهرة تركيز الملكية، أما نتائج اختبار الفرضيتين فقد أظهرت عدم وجود تأثير لكل من ملكية أعضاء مجلس الإدارة و ملكية كبار المساهمين على نسبة المديونية، وهي نتيجة لا تتسجم مع النسب المذكورة للمتغيرات، فعلى الرغم من انخفاض نسبة المديونية وارتفاع نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة، فإن نتائج الاختبار دحضت فرضية البحث، والحال كذلك مع نسبة ملكية كبار حملة الأسهم، ويعتقد الباحث أن السبب الأساس وراء هاتين النتيجةين صغر حجم العينة.

٣-دراسة [Ruan et al, 2011]

استهدفت هذه الدراسة أثر الملكية الإدارية على هيكل رأس المال وقيمة الشركة وذلك عن طريق اختبار أربعة فرضيات، ذهبت الأولى منها إلى فرض أن العلاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة هي علاقة غير خطية، بينما افترضت الثانية أن العلاقة بين الملكية الإدارية وهيكل رأس المال هي علاقة غير خطية، أما الثالثة، فهي الأهم بتصور الباحث، ذلك لأنها قامت على فرضية تأثير الملكية الإدارية على هيكل رأس المال، ومن ثم على قيمة الشركة، أما الفرضية الرابعة فتري أن أثر رأس المال سلبي على قيمة الشركة، وقد تضمن نموذج اختبار الفرضيات على المتغيرات الضابطة الاتية: نسبة المديونية وحجم الشركة، واختبار تأثير الملكية الإدارية فقد قام Ruan وزملائه بتحديد سبعة مستويات للملكية الإدارية تبدأ بمستوى ٥% فأقل وتنتهي بقيمة أكبر من ٥٥% وقد كان طول الفئة ١٠%، وقد جاءت نتائج الدراسة التي أجريت على ١٩٧ شركة للفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٧ توضح أولاً أن العلاقة موجبة معنوية بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في هيكل رأس المال، عند مستوى ملكية صفر - ١٧,٨% وتتحول إلى علاقة سلبية معنوية بين مستوى ملكية إدارية ١٧,٨ - ٤٦,٦%، وتأخذ نسبة المديونية بالانخفاض الحاد بعد مستوى ٤٦,٦% وبذلك تكون نسبة المديونية في الشركات الصينية في أعلى مستوياتها عندما تكون الملكية الإدارية أقل من ١٧,٨%، وثانياً فقد توصلت الدراسة إلى أن للملكية الإدارية تأثير على أداء الشركة عن طريق تأثيرها في هيكل رأس المال، لكن هذا التأثير لا يتصف بوتيرة ثابتة واحدة، إذ يكون أداء الشركة في أفضل حال عند مستوى ملكية إدارية أقل من ١٨% وقد فسر Ruan وزملائه هذه النتيجة بفرضية تقارب المصالح، وبأخذ الأداء بالتناقص كلما زادت نسبة الملكية الإدارية وقد نسب الباحثين ذلك إلى فرضية التحصن.

٤- دراسة [Mouss and Chichti ٢٠١٣]

استهدفت الدراسة فحص العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال، والعلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية وذلك باستخدام عينة حجمها ٣٥ شركة للمدة ٢٠٠٠-٢٠٠٩ وفي ظل وجود عدد من المتغيرات الضابطة في كلا نموذجي الاختبار، هذه المتغيرات هي: التدفقات النقدية الحرة ومعدل النمو والأداء ومخاطرة الشركة وحجمها وربحيتها والضرائب، وقد جاءت نتائج اختبار العلاقة الأولى مشيرة إلى وجود علاقة تبادلية بين هيكل الملكية وهيكل

رأس المال، مما يعني أن كل منهما يؤثر في الآخر، بينما كشفت نتائج العلاقة الثانية عن وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية وأن هذه العلاقة تأخذ شكل U.

٥- دراسة [Nezhad et al., 2013]

وكانت بعنوان (العلاقة بين الملكية الإدارية وهيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركة: أدلة من بورصة طهران) وتهدف إلى اختبار فرضيتين هما: الأولى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الملكية الإدارية وهيكل رأس المال، وقد تم اختبار هذه الفرضية بتقسيم نسبة الملكية الإدارية إلى خمس فئات هي: صفر - ٢٠%، ٢١ - ٤٠%، ٤١ - ٦٠%، ٦١ - ٨٠%، وأخيراً ٨١ - ١٠٠%، وتفترض الثانية وجود علاقة ذات دلالة معنوية، بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركة، وقد تم فحص هذه الفرضية في ظل الخمس الفئات السابقة للملكية الإدارية، واستخدم Nezhad وزملاؤه البيانات المالية للمدة ٢٠٠٧ - ٢٠١١ لعينة مكونة من ٦٥٨ شركة إيرانية مسجلة في بورصة طهران وقد كشفت النتائج الإحصائية للفرضية الأولى عن عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وهيكل رأس المال عند مستوى ملكية أقل من ٢٠%، وتتجه هذه العلاقة إلى السلبية عند مستوى ٢١-٤٠%، بينما تصبح موجبة عند مستوى ملكية ٤١-١٠٠%، أما العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركة، فهي موجبة معنوية في كل مستويات الملكية الإدارية، ولكن العلاقة بين الملكية الإدارية والقيمة السوقية للشركة، هي، غير معنوية عند مستوى صفر - ٢٠%، ومعنوية موجبة عند مستوى ملكية ٢١ - ١٠٠%، وبهذه النتائج توصل Nezhad وزملاؤه أن العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية، هي، علاقة طردية، وبذلك جاءت هذه الدراسة على نقيض دراسة Karmozdi and Karmozdi.

٦- دراسة [Vo and Nguyen, 2014]

حاولت الدراسة فحص العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية وسياسات توزيع الأرباح على عينة مكونة من ٨١ شركة للمدة ٢٠٠٧ - ٢٠١٢، إذ فحصت ثلاثة فرضيات، تفترض الأول وجود علاقة سالبة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية، وافترضت الثانية وجود علاقة سالبة بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح، أما الفرضية الأخيرة فقد افترضت وجود علاقة سالبة بين توزيعات الأرباح والرافعة المالية، وقد تضمن نموذج اختبار الفرضية الأولى على ثلاثة متغيرات ضابطة هي: التدفقات النقدية الحرة ونمو المبيعات وحجم الشركة كما تضمن نموذج اختبار الفرضية الثانية، أيضاً، على ثلاثة متغيرات ضابطة هي التدفقات النقدية الحرة والسيولة وحجم الشركة، أما نموذج اختبار الفرضية الثالثة فقد تضمن على المتغيرات الضابطة الاتية: الأصول الملموسة ونمو المبيعات وربحية الشركة وقد جاءت نتائج الدراسة مدعماً للفرضية الأولى حيث كشفت عن وجود علاقة سلبية معنوية بين نسبة الملكية الإدارية والرافعة المالية مما دعم تفسير نظرية الوكالة لسلوك المديرين نحو اختيار مصادر التمويل في الشركات الفيتنامية، كما بينت النتائج وجود تأثير للملكية الإدارية على سياسة احتجاز الأرباح، وقد فسّر Vo وزميله ذلك التأثير برغبة الإدارة بتعويض الاعتماد على الديون بالأرباح المحجوزة لتمويل أنشطة الشركة سعياً وراء خفض المخاطرة المالية للشركة،

وهي نتيجة تتسجم تماماً مع مضمون نظرية الالتقاط، خاصة أن العلاقة بين توزيعات الأرباح والرافعة المالية، ظهرت في هذه الدراسة علاقة تبادلية عكسية.

٧-دراسة [Wabba, 2014]

استهدفت هذه الدراسة تقديم دليل في أثر الملكية الإدارية على نسبة المديونية في رأس المال وذلك عن طريق اعتبار الملكية الإدارية متغيراً ملطفاً للعلاقة بين نسبة المديونية وأداء الشركة، وقد استخدم الباحث البيانات المالية لعينة مكونة من ٤٠ شركة صناعية مصرية للمدة ٢٠٠٨ - ٢٠١٠ إذ افترض أن يكون تأثير الملكية الإدارية في تلك العلاقة، تارة، سلبي، وتارةً أخرى، إيجابي، وقد ضمن نموذج الاختبار مجموعة من المتغيرات الضابطة تمثلت في: حجم الشركة، وعمرها، والملكية المؤسسية والخاصة ونسبة كبار المساهمين ونسبة السيولة ونسبة الأصول الملموسة، وقد عبر الباحث عن أداء الشركة بقيمة Tobns Q، وقد كانت نتيجة الاختبار الإحصائي تفيد بأن أثر الملكية الإدارية في العلاقة بين نسبة المديونية والأداء، سالباً في حالة وجودها، وموجباً في حالة غيابها وعلى هذا الأساس وصف الباحث الملكية الإدارية على أنها من الآليات الداخلية الهامة لحكومة الشركات لما تلعبه من دور في تقارب مصالح الأطراف المختلفة في علاقة الوكالة كما توصل Wabba بأنه ليس هناك ترتيب واحد مفضل لأولويات مصادر التمويل مثلما تفرض نظرية الالتقاط، وإنما هناك أشكال مختلفة من أولويات مصادر التمويل تعتمد على ضعف أو قوة رقابة مكونات هيكل الملكية، إلى جانب القيود التي تفرضها المتغيرات الضابطة على سلوك المديرين ودوافعهم اتجاه اختيار مصادر التمويل.

٨-دراسة [Shoib and yseushi, 2015]

حاولت هذه الدراسة فحص العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في الشركات غير المالية المسجلة في بورصة كراشي للمدة ٢٠٠٨ - ٢٠١٢ وقد تضمن نموذج الاختبار عدة متغيرات ضابطة لتحديد أثرها في تلك العلاقة مثل حجم الشركة والتدفقات النقدية الحرة ومعدل النمو ونسبة الاندثار إلى مجموع الأصول وأخيراً معدل توزيعات الأرباح، ولغرض تحقيق هدف الدراسة استخدم الباحثان نسبة الملكية الإدارية للإشارة إلى تدني مستواها ومربع النسبة للإشارة إلى ارتفاعها، وقد جاءت نتائج الدراسة أن العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية، هي، علاقة إيجابية معنوية، بينما العلاقة بين مربع نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية، هي، علاقة عكسية معنوية، وقد دفعت تلك النتائج بالباحثين إلى وصف العلاقة بين المتغيرين على أنها علاقة ذات شكل U ذلك لأنهما (أي الباحثان) وجد أن نسبة المديونية تزداد مع تزايد نسبة الملكية الإدارية إلى حد ما ثم تبدأ تلك النسبة بالتناقص مع تزايد نسبة الملكية الإدارية، وبذلك فإن نتائج هذه الدراسة تدعم نتائج دراسة سابقة أجريت على ٦٠ شركة صناعية في باكستان وهي دراسة [Din and Javia, 2012].

٩-دراسة [Shaher et al, 2016]

استهدفت الدراسة إيجاد العلاقة بين هيكل الملكية وخصائص الشركة وهيكل رأس المال وذلك باستخدام بيانات لعينة مؤلفة من ٣٨ شركة متوسطة الحجم في ماليزيا، حيثُ اختبرت الدراسة أثر تركيز الملكية على

نسبة المديونية في ظل خمس متغيرات ضابطة، هي، الربحية والحجم والسيولة والأصول الملموسة ومعدل النمو، وقد جاءت نتائج الدراسة مؤيدة لوجود فروقات ذات دلالة إحصائية معنوية في نسب المديونية باختلاف نسب تركيز الملكية، وأن هناك علاقة معنوية عكسية بين نسبة تركيز الملكية ونسبة المديونية، كما أظهرت الدراسة عدم أهمية كل من المتغيرات الضابطة الآتية: السيولة ونسبة الأصول الملموسة.

يُظهر التحليل المقارن أن هذه الدراسة تعد امتداداً لجهود الباحثين في هذا المجال، بيد أن تميزها عن سابقتها التي أجريت خارج الأردن فيتمثل في فرضيتها الثانية، حيث سيقوم الباحث بتحديد نسبة كل مكون من مكونات هيكل الملكية، بعد استبعاد نسبة المساهمين منهم في العملية الإدارية، ثم فحص دورها في التأثير العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية وذلك لمعرفة ما إذا كانت تلك المكونات تمارس أثر تقارب المصالح لتحفيز المديرين نحو زيادة الاعتماد على المديونية في تمويل احتياجات الشركة أو العكس، وهو الجانب الذي لم يختبر من الدراسات السابقة، أما ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات التي أجريت في الأردن، فيتمثل في شمولية عينتها حيث لم تقتصر الدراسة على قطاع واحد فقط وإنما على ثلاثة قطاعات، من جهة، وتركيزها على اختبار أثر نسبة الملكية الإدارية في نسبة المديونية، وأخيراً فحص دور المتغيرات الخاصة بخصائص الشركة ومكونات هيكل الملكية على العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية، وهو الأمر الذي لم يفحص من الدراسات السابقة التي أجريت في الأردن، مما يجعلها الأولى من نوعها في الأردن والوطن العربي، وهذا مما يضيف بعداً آخر لأهميتها

منهجية الدراسة

١ - مشكلة الدراسة

إن العوامل البيئية التي تميز فكر وسلوك واتجاهات ثقافة المديرين نحو علاقة الوكالة في الشركات الأردنية، قد تقوض من صحة فرضية اعتبار الملكية الإدارية، بوصفها واحدة من أهم إيقاعات ضبط مصالح الأطراف المختلفة في علاقة الوكالة للحد من مشاكلها وتكاليفها [Kim et al, 2013]، وذلك في ضوء إمكانية استخدام جودة الأرباح في خلق فجوة المعلومات ومن ثم بروز مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال التي ينعكس أثرها على كلفة التمويل لتقليل فرصة الاعتماد على الديون لتمويل الأنشطة، مما يؤسس ذلك إلى محورة مشكلة الدراسة في السؤالين الآتيين:

١. هل توجد علاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية في الشركات الأردنية، في ظل وجود بعض المتغيرات الضابطة، مثل: حجم الشركة، وربحيتها، ونسبة الأصول الملموسة فيها، والسيولة ومخاطر الشركة ومعدل النمو؟
٢. هل يوجد أثر لمكونات هيكل الملكية: (ملكية كبار حملة الأسهم، والملكية المؤسسية والعائلية) في العلاقة بين الملكية الإدارية، ونسبة المديونية؟

٢- أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من النقاط الآتية:

- ١- وفقاً لرؤية [Mueller and Spitz-Oener, 2006] يوجد تأثيران متعارضان للملكية الإدارية على هيكل التمويل هما: الأول أثر الحافز أما الثاني فهو أثر التحصين، ولكل منهما نتائج على تكلفة الوكالة، فأثر الحافز يتمثل في رفع كلفة الوكالة للديون بفعل زيادة اعتماد المديرين، وفقاً لهذا الفرض، على الديون في تمويل أنشطة الشركة، بينما يتمثل أثر التحصين في ارتفاع كلفة الوكالة للملكية نتيجة لجوء المديرين إلى المصادر الداخلية في تمويل أنشطة الشركة بنسبة أكبر من اعتمادها على الديون، وعليه فإن دراسة العلاقة بين الملكية الإدارية وهيكل التمويل سيساعد على الكشف، ما إذا كانت إدارات الشركات الأردنية ترجح فرضية الحافز على فرضية التحصين، أو العكس، في سلوكها اتجاه اختيار مصادر التمويل، أم أنها تسعى لخلق حالة من التوازن في اختيار هيكل التمويل بالشكل الذي يحد من مشكلة تعارض المصالح ويجعل تلكما النوعين من تكاليف الوكالة في حدودها الدنيا.
- ٢- ترى كل من دراسة [Siregar and Utama, 2008] ودراسة [Al-Fayoumi and Abuzayed, 2009] أن بالإمكان النظر إلى الملكية الإدارية على أنها آلية من الآليات الداخلية لحكومة الشركات التي تعمل على ضبط السلوك الانتهازي للمديرين اتجاه اختيار مصادر تمويل الشركة، وتوجهه بالشكل الذي يسهم في تعظيم منافع حملة الأسهم، وعليه فإن دراسة العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية يمكن أن يساعد في تقييم مدى فاعلية هذه الآلية في الحد من تعارض المصالح وزيادة قيمة الشركة ومن ثم تعظيم ثروة حملة الأسهم.
- ٣- إن سعي هذه الدراسة إلى فحص أثر الملكية المؤسسية والعائلية في العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية، إنما يعني البحث في مضمون فاعلية هذه الجهات في الرقابة على تصرفات الإدارة والضغط عليها باتجاه العمل على تعظيم ثروة حملة الأسهم وزيادة قيمة الشركة في السوق المالي، لاسيما أن نتائج العديد من الدراسات التي أجريت بهذا الخصوص ترجح فرضية الرقابة على فرضية المضاربة من الاستثمار عند تقييم دور هذه الجهات في ترشيد سلوك الإدارة [انظر على سبيل المثال دراسة (Alaryan, 2015) ودراسة (عفيفي، ٢٠١١)].
- ٤- تحاول الدراسة عن طريق التأسيس الفكري للعلاقة بين الملكية الإدارية وهيكل التمويل تقديم تحليلاً استدلالياً يؤكد بأن دوافع الإدارة هي المحدد الأساسي لتركيب هيكل التمويل، وليس كما يعتقد البعض بأن محددات هيكل التمويل هي مؤشرات مالية مثل ربحية الشركة وسيولتها وطبيعتها موجوداتها الملموسة ومخاطرها... الخ [انظر على سبيل المثال دراسة (Pratheepan and Bonda, 2016) ودراسة (هاشم، ٢٠١٥) ودراسة (الزبيدي وسلامة، ٢٠١٤)].

٣- فرضية الدراسة:

يصوغ الباحثان، في ضوء سؤالي مشكلة الدراسة، الفرضيتين الآتيتين:

H1: يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة الملكية الإدارية في نسبة المديونية بوجود المتغيرات المتعلقة بخصائص الشركة المالية.

H2: لا يختلف الأثر الإحصائي لنسبة الملكية الإدارية على نسبة المديونية في ظل وجود مكونات هيكل الملكية.

٤- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية والخدمية والعقارية المسجلة في سوق عمان للأوراق المالية لسنة ٢٠١٤ والبالغ عددها ١٦٥ شركة، وقد سحبت من ذلك المجتمع عينة للدراسة وفقاً للشرطين الآتيين:

١. توفر جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة لمدة خمس سنوات متتالية كحد أدنى.
 ٢. أن تكون الشركة متداولة أسهمها في بورصة عمان في مدة الدراسة ٢٠١٠ - ٢٠١٤، وألا تكون قد اندمجت مع شركة أخرى خلال تلك المدة.
- وبناءً على ذلك فقد تم استبعاد (٧٨) شركة لعدم استيفائها الشرطين السابقين مما جعل عينة الدراسة تتكون من ٨٧ شركة موزعة على القطاعات الاقتصادية الثلاثة وفقاً لما يظهره الجدول رقم (١).

جدول رقم (١)

مجتمع وعينة الدراسة موزعة بحسب القطاعات الاقتصادية

البيان	قطاع الصناعة		قطاع الخدمات		قطاع العقاري		المجموع	
	العدد	%	العدد	%	العدد	%	العدد	%
الشركات المدرجة	٧٢	٤٣,٦	٦٠	٣٦,٤	٣٣	٢٠	١٦٥	١٠٠
الشركات المستبعدة	٢٧	٣٤,٦	٣٣	٤٢,٣	١٨	٢٣,١	٧٨	١٠٠
عينة الدراسة	٤٥	٥١,٧	٢٧	٣١	١٥	١٧,٣	٨٧	١٠٠

٥- متغيرات الدراسة:

يتطلب الاختبار الإحصائي لفرضيتي الدراسة قياس المتغيرات التي شملتها تلك الفرضيتين وعلى النحو الآتي:

أ- المتغير المستقل ويتمثل في نسبة الملكية الإدارية: يقصد بالملكية الإدارية نسبة ما يمتلكه أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في رأس مال الشركة وعليه تقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من تلك الشريحة على مجموع أسهم رأس المال المدفوع. وتظهر نتيجة قياس نسبة الملكية الإدارية ارتفاعها في الشركات عينة الدراسة إذ بلغ متوسطها ٢٢.٧١%، وإن القطاع الخدمي أكثر القطاعات ارتفاعاً إذ بلغ متوسطها فيه ٢٦.٥١%، بينما النسبة الأقل كانت في القطاع العقاري إذ بلغ متوسطها فيه ١٣.٢%. ولغرض اختبار فرضيتي الدراسة يقوم الباحثان بتبويب نسبة الملكية الإدارية إلى أربع مستويات هي: - ٥% فأقل، ٦-١٥%، ١٦-٢٥%، أكثر من ٢٥%. ويستند الباحثان في هذا التبويب على معيارين، أولهما: أن أقل قيمة لهذه النسبة في مشاهدات الدراسة البالغة (٤٣٥) مشاهدة، هي، ٣.٢% وأن أكبر قيمة هي ٣٨.٤% وهذا يعني أن تبويب مستويات نسبة الملكية الإدارية بذلك الشكل يجعل طول الفئة في المستويات الأربعة متناسق. أما الاعتبار الثاني فهو لمعرفة طبيعة وشكل تأثير الزيادة في نسبة

الملكية الإدارية على نسبة المديونية وهو أسلوب متبع في مثل هذه الدراسات [انظر على سبيل المثال دراسة (Ruan et al, 2011) ودراسة (Nezhad et al., 2013)].

جدول رقم (٢)

الوصف والتوزيع الإحصائي لعينة الدراسة وفقاً للملكية الإدارية

القطاعات			العينة ككل	البيان
عقاري	خدمي	صناعي		
١٣,٢%	٢٦,٥١%	٢٣,٦%	٢٢,٧١%	المتوسط الحسابي
٠,٣٢٧٩	٠,٣٤٣٥	٠,٣٢٥٣	٠,٣٣٢١	الانحراف المعياري
٠,٣١٢٣	٠,٣٠١٧	٠,٣١١٤	٠,٢٨٩٥	معامل التشتت
١٧ مشاهدة	٢٤ مشاهدة	٢٦ مشاهدة	٦٧ مشاهدة	٥% فأقل
١٩	٢٦	٤٣	٨٨	٥-١٥%
١٦	٣٤	٦٥	١١٥	١٦-٢٥%
٢٣	٥١	٩١	١٦٥	أكثر من ٢٥%
٧٥	١٣٥	٢٢٥	٤٣٥	مجموع المشاهدات

ب- المتغير التابع ويتمثل بنسبة المديونية : ليس هناك اتفاق تام في الأدبيات المالية على طريقة واحدة لحساب نسبة المديونية، فتنبي طريقة دون غيرها يرجع بالأساس إلى الهدف المراد تحقيقه من التحليل، لهذا استخدم بعض الباحثين أمثال [Hovokimion, 2005] نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، في حين استخدم آخرون مثل [Flannery and Rangan, 2006] نسبة القيمة السوقية للديون، والبعض الثالث يستخدم نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للديون مثل [Huang and Song, 2006]. والبعض الرابع يستخدم نسبة القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول مثل [D' Mello and Miranda, 2010]. ولغرض هذه الدراسة يستخدم الباحثان المقياس الأخير للتعبير عن نسبة المديونية وذلك لكونه كما وصفه [Myers, 1977] بأنه من أكثر المقاييس التي يظهر تأثير تكاليف الوكالة على الديون مما يجعله الأنسب لتحقيق أهداف الدراسة. وتظهر نتيجة قياس هذه النسبة ارتفاعاً ملحوظاً في الشركات عينة الدراسة إذ بلغ متوسطها ٢٩,٥% وإن القطاع العقاري أكثر القطاعات الاقتصادية في الأردن مديونية حيث يبلغ متوسطها ٣٤,١% بينما يبلغ متوسط نسبة مديونية القطاع الصناعي ٢٩,٦%. ويجد الباحث في ارتفاع نسبة المديونية بهذه الصورة في الشركات عينة الدراسة، من جهة، وتقارب متوسطها في القطاعات الثلاثة، من جهة ثانية، في ظل التباين الواضح في نسبة الملكية الإدارية في تلك القطاعات، يجد مبرراً عملياً إضافياً لأهمية إجراء هذه الدراسة في البيئة الأردنية.

جدول رقم (٣)

الوصف الإحصائي لنسبة المديونية في عينة الدراسة

البيانات	العينة ككل	القطاعات		
		صناعي	خدمي	عقاري
المتوسط الحسابي	٢٩.٥%	٢٩.٦	٢٦.٨	٣٤.١
الانحراف المعياري	٠,٢٨٩٥	٠,٢٧٧٨	٠,٢٩١٣	٠,٣٠٢٥
معامل التششت	٠,٢٥٦٣	٠,٢٦٨١	٠,٢٧٢٢	٠,٢٨١٧

أ. المتغيرات الرقابية:

أولاً: المتغيرات الخاصة بهيكل الملكية: يتكون هيكل الملكية من عنصرين هما هوية وتركز الملكية، فأما هوية الملكية فهي قد تكون مؤسسية أو عائلية أو كبار حملة الأسهم أو أجنبية أو حكومية. أما تركز الملكية فيقصد به امتلاك عدد معين من أسهم الشركة من قبل أولئك المساهمين بحيث تكون حصة كل شريحة من تلك الشرائح لا تقل عن ٥% [الملحي، ٢٠١٠]. ويوصف هيكل الملكية بأنه أحد الآليات الرقابية الفاعلة على سلوك المديرين بسبب المعلومات المتوفرة لديهم التي تجعلهم في موقف قادرين فيه تقييم سلوك الإدارة عند انحرافه عن مسارها الوظيفي من منظور تعظيم ثروة حملة الأسهم [نعيمية، ٢٠١٤)، (حسين، ٢٠١٥)] وباستقراء أنواع تركز الملكية في الشركات عينة الدراسة تبين شيوع ثلاثة أنواع هي: الملكية المؤسسية والملكية العائلية وكبار حملة الأسهم، لذلك سيتم التركيز في هذه الدراسة، على تلك الأنواع الثلاثة وعلى النحو الآتي:

١- الملكية المؤسسية: ويقصد بها نسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات والشركات الأخرى والتي يطلق عليها في الأدبيات بـ "هيئات الاستثمار". وبخصوص الدور الرقابي لهذا النوع من هيكل الملكية فتوجد وجهتي نظر: ترجح وجهة النظر الأولى أثر المضاربة بمعنى أن هيئات الاستثمار تتعامل كتجار بدلاً من ملاك، لذلك فهم يهتمون في الأداء القصير الأجل بدلاً من الطويل الأجل، مما يشجع المديرين على ممارسة الخيارات قصيرة الأجل ومنها سياسات التمويل بالمديونية. أما وجهة النظر الثانية فيقوم على ترجيح أثر المراقبة في المضاربة، فوفقاً لهذه النظرة فإن للملكية المؤسسية دوراً فعالاً في مراقبة أداء المديرين وضبطه باتجاه رص منافعهم الشخصية باتجاه منافع حملة الأسهم، مما يحفز المديرين نحو الخيارات طويلة الأجل بدلاً من الخيارات قصيرة الأجل في تعظيم قيمة الشركة [انظر (Luo et al., 2014) و (Agyei and Owusu, 2014)]. وإزاء هذا الجدل المثير بين الباحثين عن الأهمية الرقابية لهذا النوع من هيكل الملكية، فقد رأى الباحثان من المناسب فحص تأثيره على العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية. ويظهر الجدول رقم (٤) الوجود الواضح لهذا النوع من هيكل الملكية في الشركات عينة الدراسة، إذ وجد الباحثان أن متوسط نسبة الملكية المؤسسية يبلغ ٢٦,٢٨%، وأن الأكثر وجوداً لهذا النوع من هيكل الملكية كان في القطاع العقاري حيث بلغ متوسطه ٤٥,٧٥%، بينما بلغ في القطاع الخدمي ١٦,٧١% وهو القطاع الأقل اهتماماً من لدن هيئات الاستثمار. كما لاحظ الباحثان أن الجزء الأكبر من الملكية المؤسسية في عينة الدراسة يعود إلى البنوك، إذ وجد الباحثان أن نسبة مساهمة البنوك في الملكية المؤسسية تصل إلى متوسط ٥٢,٨٧%.

٢- الملكية العائلية: ويقصد بها نسبة الأسهم المملوكة بواسطة أفراد العائلة الواحدة إلى إجمالي أسهم الشركة. وتنتم الملكية العائلية بميل العائلة إلى تركيز أموالهم في شركة واحدة وعدم الرغبة في توزيعها بين الشركات المختلفة وذلك في محاولة لإحكام السيطرة على استثماراتهم وتجنب المخاطرة بشكل عام، وذلك عن طريق وجودها ضمن فريق الإدارة [Pukthuanthong et al, 2013]. ونظراً للمزايا التي توفرها الملكية العائلية والتي منها وفقاً لرأي [Darmadi and Sodikin, 2013] الحد من مشاكل الوكالة باعتبار أن أفراد العائلة غالباً ما يكون ضمن مجلس الإدارة وسهولة توفير التمويل اللازم لزيادة الاستثمارات مما يساعد على استقرار الشركة وأدائها على مدى الطويل، فقد باتت من أكثر أنواع هيكل الملكية انتشاراً في الدول النامية التي لا تتوفر فيها الحماية القانونية الكافية لصغار حملة الأسهم، وهذا ما يعتقد الباحثان وراء سبب وجودها في الشركات الأردنية إذ لاحظ الباحثان أن ما يقارب ٣٥,٤٣% من الشركات عينة الدراسة يسيطر عليها من قبل هذا النوع من هيكل الملكية. ولكن في المقابل هناك من يرى مثل [Hope, 2013] أن للملكية العائلية العديد من السلبيات التي قد تنعكس على أداء الشركة نتيجة سعي أفراد العائلة إلى تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة صغار حملة الأسهم وذلك عن طريق اطلاعهم بشكل أكبر من بقية حملة الأسهم بسبب وجودهم ضمن مجالس الإدارات مما قد يكون سبباً مباشراً لوجود ظاهرة عدم تماثل المعلومات ومن ثم زيادة مشاكل الوكالة، وهذا ما دفع بالباحث لفحص دور هذا النوع من هيكل الملكية على العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية.

٣- ملكية كبار حملة الأسهم: ويقصد بها نسبة الأسهم المملوكة على المستوى الفردي لحملة الأسهم، وقد بينت الأدبيات أن الدور الرقابي لهذا النوع يعد مشابهاً إلى حد كبير لدور الملكية المؤسسية، حيث أفرزت الدراسات في هذا الخصوص وجهتي نظر التي ترى الأولى منهما أن هدف كبار حملة الأسهم من الاستثمار في أسهم الشركات، هو، تحقيق العوائد المرغوب فيها في الأجل القصير، لذا يسعون دائماً إلى حث المديرين نحو اتخاذ السياسات المالية التي تزيد من أرباح الشركة في الأجل القصير، ومن أمثلة السياسات المفضلة في هذا الخصوص، الاعتماد على الديون بدلاً من الأرباح المحجوزة أو الإصدار الجديد في تمويل أنشطة الشركة. أما وجهة النظر الثانية فتري أن دوافع الاستثمار لدى كبار حملة الأسهم هي تعظيم قيمة الشركة في الأجل الطويل، لذا فهم يفضلون الاستراتيجيات المالية طويلة الأجل مما يدفعهم إلى فرض رقابة صارمة على السلوك الوظيفي للمديرين وتوجيهه نحو ذلك الهدف معتمدين في تحقيق ذلك على حق التصويت، الذي في مثل هذه الحالات، يمنحهم مستويات عالية من الرقابة على الأداء [عفيفي، ٢٠١١]. وإزاء هذا الجدل حوعل الدور الرقابي لكبار حملة الأسهم، فقد وجد الباحث من المناسب فحص أهمية هذا النوع من هيكل الملكية لاسيما وأن المسح الميداني للشركات عينة الدراسة والمدرجة في الجدول رقم (٤)، يظهر أن نسبة متوسط ملكية كبار حملة الأسهم لا يمكن تجاهلها أو حتى التقليل من أهميتها إذ تبلغ ١٢.٤٤%.

جدول رقم (٤)

الوصف الإحصائي لهيكل الملكية في الشركات عينة الدراسة

نوع الملكية	البيان	العينة ككل		
		صناعي	خدمي	عقاري
ملكية مؤسسية	المتوسط الحسابي	٢٥,٥٤%	١٦,٧١%	٥٥,٧٥%
	الانحراف المعياري	٠,٤٧٩٢	٠,٣٨٧٩	٠,٤٢٢٥
	التشتت	٠,٤٣٤٢	٠,٣٦٨٧	٠,٣٩٩٤
ملكية عائلية	المتوسط الحسابي	٢٢,١٤%	٢٠,٠٥%	١٦,٠٦%
	الانحراف المعياري	٠,٤٤٨٥	٠,٤٠١١	٠,٣٨٩٧
	التشتت	٠,٣٩٩٧	٠,٣٨٢٣	٠,٣٥٥٦
حملة الأسهم ملكية كبار	المتوسط الحسابي	١٤,٨٩%	٩,٢٥%	١٠,٨٥%
	الانحراف المعياري	٠,٣٧٢٦	٠,٣٧٨١	٠,٣٦٥٢
	التشتت	٠,٣٤٤٧	٠,٣٢٣٥	٠,٣٢١٣

وتجدر الإشارة أن الباحثان قد أخذ في الاعتبار استبعاد حصص المديرين من هذه العناصر الثلاثة (الملكية المؤسسية والملكية العائلية وكبار حملة الأسهم) وذلك لمتطلبات اختبار تأثير هذه العناصر في رقابة توجهات المديرين نحو المديونية. كما تم استبعاد كل نوع من النوع الآخر لهيكل الملكية لمنع التداخل فيما بينها.

ثانياً: المتغيرات المتعلقة بخصائص الشركة المالية: وهي المتغيرات التي تعد بمثابة محددات للإدارة فيما يتعلق باختيار والمفاضلة بين مصادر هيكل التمويل، وقد تباينت الدراسات حول عدد هذه المتغيرات [انظر على سبيل المثال دراسة (هاشم، ٢٠١٥)، دراسة (المومني وحسن، ٢٠١١) ودراسة (رمضان والعقده، ٢٠١١)] لذا سيتم اختيار أكثرها شيوعاً في هذا المجال وعلى النحو الآتي:

١- حجم الشركة: تختلف الدراسات عن طريقة قياس حجم الشركة فمنها من يستخدم مجموع أصول الشركة، ومنها ما تستخدم حجم المبيعات، ولكن لأغراض هذه الدراسة يستخدم الباحث مقياس اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة تماشياً مع دراسة [Vo and Nguyen, 2014] ودراسة [Wabba, 2014]. وتأتي أهمية اعتبار حجم الشركة من المحددات الهامة للهيكل التمويلي من عدة جوانب منها اختلاف كلفة التمويل بين الشركات الكبيرة والصغيرة الحجم بسبب ظاهرة عدم تماثل المعلومات، حيث أظهرت الدراسات أن الشركات صغيرة الحجم هي أكثر ميولاً نحو إدارة الأرباح، ومن ثم الأكثر وجوداً لظاهرة فجوة المعلومات، الأمر الذي يلقي بظلاله على كلفة التمويل مقارنةً مع الشركات كبيرة الحجم، مما يؤدي إلى تقليص خيارات التمويل أمامها [انظر دراسة (Zohrahshakiba and Aline zhadsarvokalei, 2015) ودراسة (Adebiy; 2016)]. أما الاعتبار الآخر فيتعلق باحتمالية الإفلاس، إذ تشير الدراسات أن الشركات صغيرة الحجم هي أكثر عرضة للإفلاس من

الشركات الكبيرة، لذلك فهي تميل إلى خيار الديون قصيرة الأجل في تمويل نشاطاتها عكس الشركات كبيرة الحجم [Ramlall, 2009].

٢- ربحية الشركة: وتقاس ربحية الشركة بقسمة صافي ربح العمليات على مجموع أصول الشركة. وتأتي أهمية هذا المحدد من أن ربحية الشركة تؤثر بشكل قوي في المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة، فكلما زادت ربحية الشركة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الاقتراض وزادت فرصتها على تحقيق الوفر الضريبي، ناهيك عن أهميتها في تمويل أنشطة الشركة، وقد وجدت الكثير من الدراسات وجود علاقة إيجابية بين أرباح الشركة ونسبة مديونيتها في هيكل رأس المال [انظر على سبيل المثال دراسة [Pratheepan and Banda, 2016].

وبسبب هذه العلاقة يعتقد الباحثان بأن يكون للربحية دور في سلوك المديرين اتجاه نسبة المديونية.

٣- سيولة الشركة: ويتم التعبير عن سيولة الشركة بنسبة التداول التي تقاس بقسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة. وتأتي أهمية هذا المحدد من القاعدة العامة الموجودة في أدبيات الإدارة المالية التي تفيد بأنه كلما زادت سيولة الشركة كلما زادت قدرتها على الاقتراض [انظر على سبيل المثال (Vo and Ngyuen, 2014) ودراسة (Masood, 2014)] ولذلك يرى الباحثان أنه من المحتمل أن تكون السيولة كأحد محددات السلوك الإداري اتجاه نسبة المديونية في رأس المال.

٤- الأصول الملموسة للشركة: وتقاس بنسبة الأصول الملموسة الثابتة إلى مجموع الأصول. وتأتي أهمية هذا المحدد من الدور المهم الذي تؤديه الأصول الثابتة في قرار التمويل، إذ أوضحت الدراسات أن كلما زادت نسبة الأصول الثابتة الملموسة زادت قيمته تصفيها الأمر الذي يجعل الإدارة في موقف تفاوضي قوي للحصول على التمويل بتكاليف أقل، وذلك لما تتمتع به الأصول الثابتة الملموسة من قدرة على الحفاظ على قيمتها قياساً بالأصول غير الملموسة، مما يزيد من استخدامها كضمان للحصول على القروض [Zohrehsakiba and Alinezhadsarjokalaei, 2015]. لذا من المتوقع أن تكون نسبة الأصول الملموسة للشركة محدداً للعلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية.

٥- معدل نمو الشركة: لقد تباينت الدراسات عن كيفية التعبير عن معدل نمو الشركة، إلا أن الباحث سيستخدم نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لسهم الشركة تماشياً مع دراسة [Al-Najjar and Taylor, 2009]. وتأتي أهمية هذا المحدد من ارتباطه بظاهرة عدم تماثل المعلومات، إذ تشير الدراسات أن عدم تماثل المعلومات يرتبط بفرص النمو وتؤثر على هيكل التمويل. فالشركات التي تتميز بفرص نمو عالية تواجه تفاوتاً في المعلومات، ويكون لها مستوى من الدين أعلى من تلك الشركات التي تتصف بمعدل نمو أقل [المومني وحسن، ٢٠١١].

٦- مخاطرة الشركة: مثلما هو الحال مع المحددات الأخرى، فقد تباينت الدراسات في التعبير عنها، إلا أن الباحثين سيستخدم الانحراف المعياري للعائد على الأصول تماشياً مع دراسة [Al-Najjar and Taylor, 2009]. وتأتي أهمية هذا المحدد من أن مخاطر الشركة تعد من المحددات الأساسية التي تفسر قرار تمويل الشركة، إذ أقرت نظرية Tax Shelter-Bankruptcy cost Theory ليهكل رأس المال، أقرت أن هيكل رأس المال للشركة ما هو إلا نتيجة لمعادلة مخاطر الشركة. وقد وصف [Castania, 1983] الزيادة في تذبذب عائدات الشركة وعدم ثباتها على أنها زيادة في مخاطرتها، من جهة، وانخفاض في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه المقرضين، من

جهةً أخرى، مما يقلل من فرص الشركة في الحصول على الديون ومن ثم تخفيض نسبتها في رأس المال، لذا فقد رأى الباحث من المناسب اعتبار هذا المحدد من المتغيرات الضابطة للعلاقة بين نسبة الملكية الإدارية والمديونية.

الأسلوب الإحصائي المستخدم في اختبار فرضيتي الدراسة

قبل اختيار الأسلوب الإحصائي المناسب لاختبار فرضيتي الدراسة، فإنه ينبغي اختبار ما إذا كان توزيع المجتمع الأصلي الذي سحبت منه العينة طبيعياً من عدمه، ولهذا الفرض يستخدم الباحث اختبار Lilldfors Test for Normality الذي يعتمد على المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمفردة مجموع الموجودات لعينة الدراسة، إذ تم اختبار الفرضية الآتية:

H_0 : إن بيانات عينة الدراسة المسحوبة من المجتمع الأصلي ذات توزيع طبيعي عند مستوى معنوية مساوي أو أقل من ٥%.

وقد تم إجراء الاختبار على أساس النموذج الآتي:

$$T = \text{Sup} * |F^*(X) - S(X)|$$

إذ أن:

$$\text{Sup} = \text{أكبر فرق أو مسافة عمودية بين } F^*(X) \text{ و } S(X)$$

$$F^*(X) = \text{دالة التوزيع الطبيعي المعياري}$$

$$S(X) = \text{دالة التوزيع الاختباري للعينة}$$

وبعد إجراء الاختبار وجد أن قيمة T المسحوبة أصغر من قيمة W.95 الجدولية، وعليه تقبل فرضية العدم، ما يعني أن الشركات عينة الدراسة ذات توزيع طبيعي عند مستوى معنوية ٥% ومن ثم ينبغي استخدام الاختبارات الإحصائية البارامترية لأن الاختبارات اللابارامترية تصبح غير ملائمة. وفي ضوء ذلك يستخدم الباحثان تحليل التباين لاختبار فرضيتي دراسة وعلى النحو الآتي:

نموذج اختبار الفرضية الأولى:

$$LEV_{it} = B_0 + B_1 MGROWN_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Profit_{it} + B_4 Liquidity_{it} + B_5 Tangable Assets_{it} + B_6 Growth_{it} + B_7 Risks_{it} + E_{it}$$

وتشير مصفوفة الارتباط الذاتية للمتغيرات الضابطة والمستقلة، إلى عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية معنوية بين تلك المتغيرات، مما يعني إمكانية الاعتماد على نتائج النموذج في تفسير فرضية الدراسة.

جدول رقم (٥)

مصفوفة الارتباط الذاتية للنموذج

المتغيرات	الملكية الإدارية	الحجم	الربحية	السيولة	الأصول الملموسة	معدل النمو	المخاطرة
الملكية الإدارية	١	٠,٠٢٣١	٠,١٠٢٢	٠,٠١١٢	٠,١١٣٢	٠,١١٠٦	٠,١١٢٣
الحجم	٠,٠٢٣١	١	٠,١٣٢٤	٠,١٢٠٩	٠,١٢٢٨	٠,١١٢٧	٠,٠١٥٣
الربحية	٠,١٠٢٢	٠,١٣٢٤	١	٠,١٠٠٦	٠,١١٠٨	٠,١٣٢١	٠,١٠٥٥
السيولة	٠,٠١١٢	٠,١٢٠٩	٠,١٠٠٦	١	٠,١٢١٣	٠,٠١١٣	٠,١١٢٧
الأصول الملموسة	٠,١١٣٢	٠,١٢٢٨	٠,١١٠٨	٠,١٢١٣	١	٠,١٠٧٨	٠,٠١٠٧
معدل النمو	٠,١١٠٦	٠,١١٢٧	٠,١٣٢١	٠,٠١١٣	٠,١٠٧٨	١	٠,٠٢١٥
المخاطرة	٠,١١٢٣	٠,٠١٥٣	٠,١٠٥٥	٠,١١٢٧	٠,٠١٠٧	٠,٠٢١٥	١

نموذج اختبار الفرضية الثانية

$$LEV_{it} = B_0 + B_1MGROWN_{it} + B_2Instown_{it} + B_3Familyown_{it} + B_4Indivown_{it} + E_{it}$$

وتشير مصفوفة الارتباط الذاتية بين المتغير المستقل والمتغيرات المكونة لهيكل الملكية في نموذج الاختبار، تشير إلى عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية معنوية بينها، مما يعني إمكانية الاعتماد على نتائج النموذج في تفسير فرضية الدراسة.

جدول رقم (٦)

مصفوفة الارتباط الذاتية بين المتغيرات المستقلة والرقابية في النموذج

المتغيرات	% الملكية الإدارية	% الملكية المؤسسية	% الملكية العائلية	% كبار حملة الأسهم
نسبة الملكية الإدارية	١	٠,١٤٢٨	٠,١٢٣٥	٠,١١٧٢
نسبة الملكية المؤسسية	٠,١٤٢٨	١	٠,١١٠٦	٠,١٢٣١
نسبة الملكية العائلية	٠,١٢٣٥	٠,١١٠٦	١	٠,١٢٤٧
نسبة كبار حملة الأسهم	٠,١١٧٢	٠,١٢٣١	٠,١٢٤٧	١

نتائج الدراسة

أولاً: نتائج اختبار الفرضية الأولى

تشير نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج الفرضية الأولى، والمدرجة في الجدول رقم (٧)، تشير إلى وجود أثر ذات دلالة إحصائية معنوية سالبة لنسبة الملكية الإدارية على نسبة المديونية وذلك في جميع شركات المستويات الأربعة للملكية الإدارية، وإن هذا الأثر يأخذ شكل مقعر، إذ يلاحظ المتتبع لمتوسط نسبة المديونية الانخفاض الملحوظ فيها مع تزايد نسبة الملكية الإدارية ولاسيما في المستوى الرابع، إذ انخفض متوسط نسبة المديونية فيه إلى ما يقارب ٦٦,٢% عما كان عليه في المستوى الأول وذلك عندما زاد متوسط نسبة الملكية الإدارية ما يقارب ٢,٦ مرة عما هو عليه في المستوى الأول، بينما بلغت نسبة الانخفاض في متوسط نسبة المديونية في المستوى الثاني ما يقارب ٢٥% في مقابل زيادة متوسط نسبة الملكية الإدارية ما يقارب ٨٠,١% وهكذا بالمستوى الثالث. كما يلاحظ من نتائج التحليل الإحصائي ما يلي:

١. وجود أثر لحجم الشركة على نسبة المديونية، إلا أنه يبدو هذا الأثر مشروطاً برغبة الإدارة في اللجوء إلى الديون لتمويل حاجاتها المالية، بدلالة أولاً وجود التباين في نسبة المديونية بين شركات شرائح المستويات الأربعة لنسبة الملكية الإدارية رغم عدم تباين حجم تلك الشركات، وذلك كما هو واضح من نتائج اختبار $K-W$ المدرجة في الجدول رقم (٨)، ما يعني أن نسبة المديونية لا ترتبط بشكل مباشر بحجم الشركة، أما الدليل الثاني فهو انعدام أثر نسبة الأصول الملموسة في نسبة المديونية رغم أنها تشكل كمتوسط حوالي ٤٥,٢٨% من مجموع الأصول. وبلا شك أن هذين الدليلين يدعمان رأي الباحث بشأن

جدول رقم (٧)

نتائج اختبار الفرضية الأولى

المستوى الرابع: % الملكية الإدارية ٢٦%				المستوى الثالث: % الملكية الإدارية ١٦-٢٥%				المستوى الثاني: % الملكية الإدارية ٦-١٥%				المستوى الأول: % الملكية الإدارية ٥% فأقل				المستويات البيان	
مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار β	المتوسط	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار β	المتوسط	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار β	المتوسط	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار β	المتوسط		
٣.١	١.٨٢٦	(٠.٠٨٥)	٣٣.٧	٤.١	٢.١١٧	(٠.١٩٥)	٢٣.٤	٣.٥	٢.٢١٤	(٠.٥٥٩)	١٤.٦	٣.٢	١.٨٣٥	(١.٥٢٦)	٤.٤	متوسط الملكية	
٣.٧	١.٧٠٢	٠.٢٥٤	١٠.٩	٣.٧	٢.١٣٧	٠.٢٣٦	١١.٢	٤.٢	٢.٢٠٩	٠.٢٤٢	١١.٧	٣.٦	١.٧٨٩	٠.٢٣٤	١٢.١٨	الحجم	
٣.٥	١.٧٣٥	٠.١٩٣	١١.٥	٤.٤	٢.٠٧٥	٠.١٦٧	١٣.٧	٢.٨	٢.٢٣٢	٠.١٩٨	١٥.٢	٣.٨	١.٧٢٦	٠.٢٥٣	١٩.٤	الربحية	
م.غ	١.١١٨	٠.٠٩٨	١.٨٧	م.غ	١.٦١٢	٠.١٠٢	١.٩٥	م.غ	١.٨٠٣	٠.٠٩٧	١.٨٧	م.غ	١.٥٣٢	٠.١٠٧	١.٧٤	السيولة	
م.غ	١.١٠٦	٠.١١٤	٤٧.١	م.غ	١.١٠٨	٠.١٠٧	٤٤.٦	م.غ	١.٧٧٥	١.٠١٢	٤٥.٦	م.غ	١.٤٩٦	٠.١٣١	٤٦.٨	% الأصول الملموسة	
٣.٣	١.٧٥٤	٠.٢٠١	٠.٢٠١	٤.٤	٢.٠٦٧	٠.٢٣٨	٠.٢٢٨	٣.٧	٢.١٩٨	٠.١٨٧	٠.٢٧٢	٤.١	١.٧١٨	٠.٢٢٧	٠.٣٣٣	معدل النمو	
م.غ	١.٣٥٦	٠.١٧٨	٠.١٨٢	م.غ	١.٠٧٥	٠.١٦٧	٠.١٨٥	م.غ	١.٦٧٨	٠.١٦٣	٠.١٩٧	م.غ	١.٣١٢	٠.٢٦٤	٠.٢٠٥	المخاطرة	
٢٢.٥				٢٩.٨				٣٤.٦				٣٩.٤				متوسط % المديونية	

٠.٤٨٤	٠.٦٧٩	٠,٨٥٥	٠,٧٥٤	الحد الثابت
%٨٠.٧	%٨١.٨	%٨٢,٤	%٨١,٦	معامل التحديد 2
٠.٠٤٤	٠.٠٤١	٠,٠٤٧	٠,٠٤١٦	الخطأ المعياري
١.٤١٢	١.٢٨٧	٢.٣١٤	٢.٥٥	قيمة F المسحوبة
٣.٧	٤.٢	٣,٧	٢,٨	مستوى المعنوية

غ.م = غير معنوي

دور الملكية الادارية في تحديد نسبة المديونية وان حجم الشركة يعد بمثابة عامل مساعد في اتخاذ قرار التمويل

جدول رقم (٨)

نتائج اختبار KS لحجم الشركة ونسبة مديونيتها

نسبة المديونية		حجم الشركة		عينة المستويات			
قاعدة القرار	القيمة المحسوبة	قاعدة القرار	القيمة المحسوبة	م٤	م٣	م٢	م١
ترفض فرضية العدم	١٦,٣	تقبل فرضية العدم للاختبار	٢٢,٧	١٦٥	١١٥	٨٨	٦٧

٢. انعدام أثر السيولة على نسبة المديونية ولجميع مستويات نسبة الملكية الإدارية، وهي نتيجة متوقعة من لدن الباحثان لكون السيولة تعكس القدرة الإيفائية للشركة في الأجل القصير فحسب، بينما تعكس نسبة المديونية التزامات الشركة في الأجل الطويل.

٣. وجود أثر لعامل الربحية في نسبة المديونية بغض النظر عن نسبة الملكية الإدارية، ما يعني ذلك أهمية هذا العامل في دعم رغبة الإدارة في الحصول على التمويل اللازم، وهي أيضاً نتيجة كانت متوقعة من لدن الباحثان وذلك لارتباط قيمة الشركة في السوق المالي بربحيته التي تعكس قدرة الشركة في تحقيق التدفقات النقدية المتوقعة التي يستهدفها المتعاملين في السوق لتحفيزهم نحو الطلب على أسهم الشركة الذي ينعكس أثره، في ظل محدودية العرض، إلى رفع سعر السهم، ومن ثم، قيمة الشركة. إلا أنه من المهم الإشارة أن تأثير عامل الربحية على نسبة المديونية يختلف تبعاً لاختلاف قيمتها، ومما يؤكد هذا الرأي، دور معدل النمو في نسبة المديونية، إذ إن زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركات في المستوى الأول لنسبة الملكية الإدارية مقاساً بقيمة الدفترية، هي التي ساعدت في تحقيق رغبة الإدارة في الحصول على التمويل الذي بلغ كمتوسط ٦١,٥%. ويمكن التحقق من رأي الباحث يتتبع نسبة الربحية ومعدل النمو في الجدول رقم (٧) الذي يظهر بشكل واضح تدني معدل النمو بانخفاض نسبة الربحية.

٤. على الرغم من اختلاف نسبة المديونية بين المستويات الأربعة لنسبة الملكية الإدارية، إلا أنه لا يوجد أثر لمخاطرة في على نسبة المديونية ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى تدني مستوى المخاطرة في الشركات الأردنية بفعل الاستقرار السياسي والاقتصادي الذي ألقى بظلاله على مناخ الاستثمار في الأردن وجعله يتمتع باستقرار نسبي. وبلا شك تؤكد هذه النتيجة ما ذهب إليه الباحثان يعده المخاطرة عاملاً مساعداً لاتخاذ قرار التمويل وليس محدد أو قيد له، من جهة، ويرجح كفة دور نسبة الملكية الإدارية في هذا الخصوص، من جهة ثانية.

ثانياً - نتائج اختبار الفرضية الثانية:

تكشف نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الفرضية الثانية، والمدرجة في الجدول رقم (٩)، وجود علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية سالبة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية في ظل وجود المتغيرات الخاصة بعناصر هيكل الملكية. ويفسر الباحث هذه النتيجة بأنها تتسق أولاً مع فرضية تقارب المصالح التي تفيد بانخفاض نسبة الملكية الدارية يؤدي إلى زيادة نسبة المديونية التي تسهم في زيادة ربحية الشركة، ومن ثم، تسهم في زيادة قيمتها السوقية التي تعكس تعظيم ثروة حملة الأسهم، ومما يؤكد هذا التحليل معدل النمو المرتفع في الشركات المستوى الأول قياساً بالمستويات الأخرى التي تتصف بارتفاع نسبة الملكية الدارية فيها. وثانياً تتسق تلك النتيجة مع فرضية التحصن أو الحماية التي تفيد بأن زيادة تركيز الملكية الإدارية يؤدي إلى خفض المديونية، ومن ثم، القيمة السوقية للشركة وهذا ما يؤكد انخفاض معدل النمو في المستوى الرابع مقارنةً عما كان عليه في المستوى الأول الذي يتصف بتدني نسبة الملكية الإدارية فيه.

أما دور مكونات هيكل الملكية في التأثير العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية فقد تبين بين المستويات الأربعة وفيما بين المكونات ذاتها. ففي المستوى الأول كان لنسبة الملكية المؤسسية دوراً إيجابياً يشير إلى أنها كانت تحفز المديرين اتجاه ممارسة الخيارات قصيرة الأجل بدلاً من الخيارات طويلة الأجل بدلالة علاقة الارتباط الطردية بين ربحية الشركة ونسبة الملكية المؤسسية فيها، والمدرجة في الجدول رقم (١٠)، والتي تعكس بوضوح تزامن الانخفاض في نسبة الملكية المؤسسية مع الانخفاض في معدل الربحية في المستويات اللاحقة. وبلا شك يقود هذا التحليل إلى استنتاج مفاده أن الملكية المؤسسية في الشركات عينة الدراسة ترجح المضاربة على المراقبة في استثماراتها، ولهذا هي دائماً تسعى للاستثمار في الشركات التي تتصف بانخفاض نسبة الملكية الإدارية فيها، وذلك لتتقارب المصالح فيما بينها وبين الملكية الإدارية.

أما دور نسبة الملكية العائلية فلم يكن له تأثير في العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية في المستوى الأول، ولكن بمجرد زيادة نسبتها في هيكل الملكية وانخفاض الملكية الإدارية والملكية المؤسسية، بدأ دورها في التأثير يظهر بشكل سلبي ومتزايد حتى بلغ أقصاه في المستوى الرابع، ووفقاً لفرضية أثر التقارب في المصالح بين الملكية الإدارية والملكية العائلية والمتمثلة في رغبة كل منهما بتجنب المخاطر المالية وذلك بالاعتماد على التمويل الداخلي بدلاً من التمويل الخارجي في توفير الحاجات المالية للشركة، وفي ظل غياب دوافع الاستثمار قصير الأجل، فقد انخفضت نسبة المديونية في المستوى الرابع عما هي عليه في المستوى الأول، ومما يدعم رأي الباحث العلاقة العكسية بين الملكية العائلية ومعدل الربحية المبينة في الجدول رقم (١٠) وتدني معدل النمو في هذا المستوى قياساً بالمستويات الثلاثة السابقة له الذي يؤكد بما لا يقبل الشك تفضيل الملكية الإدارية والملكية العائلية، ففي هذا المستوى، استراتيجية التمويل الذاتي على التمويل الخارجي.

أما فيما يخص دور ملكية كبار حملة الأسهم، التي نسبتها في هيكل الملكية تزداد كلما زادت نسبة الملكية الإدارية وانخفضت نسبة الملكية الموسسية ، فأنة فإنه يظهر تأثيره في العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية، عندما تتجاوز نسبة ملكية كبار حملة الأسهم الـ ١٠% ويكون بالاتجاه العكسي مع نسبة

المديونية، شأنه في ذلك شأن الملكية العائلية، مما يعني أن استراتيجية كبار حملة الأسهم في الشركات عينة الدراسة، تأخذ منحى المراقبة وليس المضاربة. ومما يؤيد رأي الباحثين بهذا الخصوص، العلاقة العكسية بين المتغيرين والمدرجة في الجدول رقم (١٠).

وفي ضوء التحليل السابق يمكن الاستنتاج أن دور مكونات هيكل الملكية في التأثير بالعلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية يكون فقط في حالة تقارب المصالح بين الملكية الإدارية ومكونات هيكل الملكية وبعكسها لا يكون لمكونات هيكل الملكية أي أثر تلك العلاقة، وهذا ما يدعم قبول الفرضية الثانية للدراسة وكما هو واضح في الجدول رقم (١١) الذي يظهر خلاصة التأثير

جدول رقم (١٠)

نتائج اختبار Kendall

المستوى الرابع:		المستوى الثالث:		المستوى الثاني:		المستوى الأول:		المستويات البيان
مستوى المعنوية	القيمة المسحوبة	مستوى المعنوية	القيمة المسحوبة	مستوى المعنوية	القيمة المسحوبة	مستوى المعنوية	القيمة المسحوبة	
٤,٢	٠,١٧٥	٤,١	٠,١٧٨	٤,٦	٠,١٧٤	٤,١	٠,١٨١	علاقة الارتباط بين نسبة الملكية المؤسسية والربحية
٣,٦	(٠,١٧٩)	٣,٧	(٠,١٨٢)	٤,٦	(٠,١٧٥)	٥,١	(٠,١٧١)	علاقة الارتباط بين نسبة الملكية العائلية والربحية
٣,٨	(٠,١٧٦)	٤,١	(٠,١٧٧)	٥,١	(٠,١٦١)	٥,٤	(٠,١٦٦)	علاقة الارتباط بين نسبة ملكية كبار حملة الأسهم والربحية

جدول رقم (١١)

خلاصة عامل تأثير نسبة الملكية الإدارية على نسبة المديونية

المستوى (٤)	المستوى (٣)	المستوى (٢)	المستوى (١)	المستويات البيان
١٦,٨	١٩	٢٦,٣	٢٨,٣	في غياب دور مكونات هيكل الملكية
١٦,٨	١٩,٨	٢٨,٧	٣٢,٥	في ظل وجود مكونات هيكل الملكية

الاستنتاجات والتوصيات والآفاق البحثية المستقبلية

أولاً- الاستنتاجات:

لقد أسفرت الدراسة عن جملة من الاستنتاجات التي يمكن تبويبها في مجموعتين، هما:

المجموعة الأولى: الاستنتاجات الخاصة بدعم أو دحض الأطر الفكرية للدراسات السابقة وتتمثل بـ:

١. أن نتائج اختبار الفرضية الأولى للدراسة لا تدعم كثيراً توجهات الدراسات السابقة يعد خصائص الشركة مثل الحجم والربحية والسيولة... الخ عوامل محددة لهيكل رأس المال، وإن كان لبعضها دور مساعد في قرار التمويل، وإن المحدد الرئيس في هذا الخصوص، هو، دوافع الإدارة في اللجوء إلى الديون من عدمها، والتي تتأثر بشكل أساسي بنسبة تركيز الملكية الإدارية.

٢. أكدت نتائج الفرضية الأولى صحة أثر الحافز وأثر الحماية في الاعتماد على الديون، فقد بينت الدراسة أنه كلما انخفضت نسبة الملكية الإدارية، زادت نسبة المديونية، وهو ما يفسره أثر الحافز، أما أثر التحصن فقد ظهر بشكل واضح في المستوى الثالث والرابع، إذ كلما زادت نسبة الملكية الإدارية انخفضت نسبة المديونية.

٣. تدعم نتائج اختبار الفرضية الثانية للدراسة التوجهات الفكرية للدراسات السابقة بشأن العلاقة العكسية بين تركيز الملكية الإدارية ونسبة المديونية، وإن دور هيكل الملكية في التأثير تلك العلاقة إنما يعتمد على فرضية التقارب في المصالح.

٤. في ضوء نتائج الفرضية الثانية فإنه لكي تكون نسبة الملكية الإدارية من آليات حوكمة الشركات، لا بد من قيام المديرين في تحقيق الموازنة في اختيار مصادر التمويل بالطريقة والشكل الذي يؤدي إلى خفض كلفة التمويل والمخاطر المالية، من جهة، وتعظيم منافع حملة الأسهم، من جهة ثانية، وبالعكس ذلك لا يمكن النظر إلى نسبة الملكية الإدارية على أنها آلية من آليات حوكمت الشركات الهادفة إلى الحد من تعارض المصالح ومن ثم مشكلة الوكالة.

المجموعة الثانية: الاستنتاجات الخاصة ببيئة الدراسة وتتمثل بـ:

١. تتميز الشركات عينة الدراسة، عموماً، والخدمية منها لاسيما، بالصفة العائلية، إذ تشكل نسبة الملكية الإدارية العائلية والملكية العائلية الأخرى، ما يقارب نسبة ٣٣.٩٢%. ووفقاً لفرضية أثر التحصن، فإن ذلك يعني، أن الأغلب الأعم من الشركات تفضل استراتيجيات النمو الطويل الأجل التي تقوم على استثمار تدفقات النقدية الداخلية بدلاً من الاعتماد على التمويل المقترض، وهو ما يفسر تدني نسبة المديونية بتزايد نسبة الملكية الإدارية.

٢. إن لنسبة الملكية الإدارية الأثر الفاعل والدور الأهم في تحديد تركيبة هيكل رأس المال في الشركات الأردنية وليس لخصائص الشركة، وإن كان لبعضها، مثل الربحية، دوراً مساعداً في اتخاذ قرار التمويل.

٣. إن دور مكونات هيكل الملكية في التأثير بالعلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية، في الشركات الأردنية، يعتمد على فرضية تقارب المصالح، ولهذا ظهر دورها متبايناً بين المكونات، ففي الوقت الذي كان دور الملكية المؤسسية إيجابياً (مضارياً)، فإن دور الملكية العائلية وكبار حملة الأسهم كان سلبياً (رقابياً).

ثانياً- التوصيات والآفاق البحثية المستقبلية:

في ضوء استنتاجات الدراسة، يوصي الباحثان بالآتي:

1. تكثيف الجهود البحثية نحو اختبار مدى فاعلية الملكية الإدارية في الحد من المصالح ومن ثم خفض تعارض مشاكل الوكالة، وذلك عن طريق فحص علاقتها بجودة الأرباح ومن ثم عدم تماثل المعلومات، وبيان أثر ذلك على كلفة التمويل ومن ثم على تركيبة رأس المال في الشركات، وذلك بهدف زيادة وعي المستثمرين اتجاه أثر الملكية الإدارية على السلوك الوظيفي والأخلاقي لمجلس الإدارة ومن ثم تصرفاته وقراراته إدارية نحو مصلحة حملة الأسهم، ومن الموضوعات المقترحة في هذا الشأن، هي:
 - العلاقة بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وأثرها في هيكل رأس المال.
 - العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وعدم تماثل المعلومات وأثرها في قيمة الشركة.
2. إجراء المزيد من البحوث عن أهمية مكونات هيكل الملكية في تحديد هيكل رأس المال ومدى تأثير بيئة التطبيق على تلك الأهمية عن طريق تقديم أدلة مستمدة من واقع بيئات مختلفة، وذلك بهدف دعم أو دحض صحة فرضية تقارب المصالح. ومن أمثلة الموضوعات المقترحة في هذا الخصوص، هي:
 - العلاقة بين هيكل الملكية ونسبة المديونية في ضوء الإدارة العائلية للشركات.
 - أهمية هيكل الملكية في الرقابة على نسبة المديونية في الشركات غير العائلية.
3. على الرغم من أهمية هيمنة العائلات على إدارة الشركات في الأردن، لاسيما، والوطن العربي، عموماً، في فرض الرقابة على تصرفات الإدارة، في ظل ضعف النظم القانونية والرقابية وتدني كفاءة أسواق رأس المال بها، وانتشار الفساد المالي والإداري، إلا أن الباحثين يوصي بضرورة الحد من تلك الهيمنة مع تفعيل النظم القانونية، الرقابية وزيادة كفاءة الأسواق المالية، وذلك لما لهذه الضرورة من أهمية في التنمية الاقتصادية للبلد، إذ تشجع المدخرين، لاسيما أولئك متجنبين المخاطرة منهم، نحو زيادة استثمار مدخراتهم في سندات الاقتراض للشركات، مما يوفر فرص لتنشيط سوق رأس المال وبتيح الفرصة للشركات الحصول على التمويل اللازمة، ناهيك عن أثرها في استغلال الكفاءات البشرية في تطوير أداء الشركات.

ومن الموضوعات المقترحة بهذا الخصوص، هي:

 - تقييم الأداء الاستراتيجي في الشركات العائلية والشركات غير العائلية دراسة مقارنة.
 - دراسة استطلاعية عن توجهات المستثمرين نحو الشركات العائلية والشركات غير العائلية وأثر ذلك في تركيبة رأس المال.

ثبت المراجع

أولاً- المراجع العربية

١. حسين، ماجدة عزت، (٢٠١٥)، (أثر العلاقة التبادلية بين هيكل الملكية المركزة والتحفيز المحاسبي على الأداء المؤسسي للشركات المساهمة في ظل الظروف الاقتصادية والسياسية لمصر، ودراسة تطبيقية)، *مجلة المحاسبة والمراجعة*، (كلية التجارة، جامعة بني سويف، مصر)، المجلد ٣، ع.٣، ص ص ١٩٣ - ٢٣٤.
٢. رمضان، عماد زياد وصالح خليل العقدة، (٢٠١١)، "محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية: دراسة واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة ٢٠٠٠ - ٢٠٠٦"، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، (الجامعة الأردنية)، المجلد ٧، ع.٢، ص ص ٢٢٨ - ٢٤٤.
٣. عفيفي، هلال عبد الفتاح، (٢٠١١)، "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح: دراسة اختباريه في البيئة المصرية"، *مجلة التجارة والتمويل* (كلية التجارة - جامعة طنطا - مصر)، العدد ٢، ص ص ١٥٧ - ٢٤٣.
٤. الديحاني، طلاع محمد وخالد محمد السعد، (٢٠٠٧)، "هيكل الملكية وعلاقته بالهيكل المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية"، *المجلة العربية للعلوم الإدارية* (جامعة الكويت)، مج ١٤، ع.٢، ص ص ٢٠٩-٢٣٥.
٥. الزبيدي، حمزة وحسين سلامة، (٢٠١٤)، "اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال: دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية"، *مجلة جامعة الملك عبد العزيز* (الاقتصاد والإدارة - السعودية)، مجلد ٢٨، ع.١٠، ص ص ٢٧-٧٠.
٦. الكيلاني، قيس أديب، (٢٠١٠)، "العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية: دراسة تطبيقية للفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٨"، *مجلة تنمية الرفدين*، (جامعة الموصل، العراق)، مج ٣٢، ع ١٠٠، ص ص ١٧٧-١٨٨.
٧. المليجي، هشام حسن عواد، (٢٠١٠)، "أثر هيكل الملكية المركزة على المحتوى المعلوماتية للتقارير المالية بالتطبيق على الشركات العائلية في مصر"، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، (كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر) ع ٤، ص ص ١٣-٥٦.
٨. المؤمني، غازي فلاح وعلي محمود حسن، (٢٠١١)، "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان"، *مجلة دراسات للعلوم الإدارية* (الجامعة الأردنية) مجلد ٣٨، ع.٢، ص ص ٣٦٧-٣٧٩.
٩. نعيمة، عبدي، (٢٠١٤)، "أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمت المؤسسات: دراسة نقدية تحليلية"، *مجلة الواحات للبحوث والدراسات* (الجزائر) المجلد ٧، ع.٢، ص ص ٨٧-٩٩.
١٠. هاشم، صبيحة قاسم، (٢٠١٥)، "نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة: بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية"، *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*، (كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق)، المجلد ٢١، ع ٨٣، ص ص ٦٤ - ٨٥.
١١. يوسف، علي، (٢٠١٢)، "أثر محددات هيكل ملكية المنشأة في تحفظ التقارير المالية: دراسة تطبيقية"، *مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية* (جامعة دمشق، سوريا)، مجلد ٢٨، العدد الأول، ص ص ٢٣٥ - ٢٦٣.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

1. Adebisi, W.K. and Johnson K. Olowookere, (2016), "Ownership Structure and The Quality of Financial Reporting: Evidence Form Nigerian Deposit Money Banks", *International Journal of Economics, Commerce and Management*, UK, Vol. IV, No. 1, pp. 541-552.
2. Agyei, A. and A. R. Owusu, (2014), "the Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Ghanaian Listed Manufacturing Companies", *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Science*, Vol. 4, No.1, pp 109-118.
3. Alaryan, L. A., (2015), "Relationship Between Ownership Structure and Earning Quality", *Basic Research Journal of Business Management and Accounts*, Vol. 4, No 8, pp. 200-205.
4. Al-Dhamari, R. Ahmed and Ku Nor Izad Ku Ismail, (2014), "Association Between Board Characteristics and Earning Quality: Malaysian Evidence", *Journal Pengurusan*, Vol. 41, PP. 43 - 55.
5. Al-Najjar, B. and Peter Taylor, (2009), "The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure: New Evidence From Jordanian Panel Data", *Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12, pp. 919 - 933.
6. Armstrong, C., E. John, D. J, Taylor Core and R. E. Verrecchia, (2011), "When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, Vol. 49, No. 1, pp. 1-40.
7. Baker, M. and J. Wurgler, (2002), "Market Timing and Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. LV 111, No. 1.
8. Bharath, S. T., P. Pasquariello and G. Wu, (2009), Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?" *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 8, pp. 3211 - 3243.
9. Boujelbene, Y. and L. Basses, (2012), "The Determinant of Information Asymmetry Between Managers and Investors: A Study on Panel Date" , *IBIM Business Review*, pp. 1 -11.
10. Brealey, R, S. Myers and F.Allen (2017), *Principle of Corporate Finance* (12th Edition N. y., McGraw-Hill Education).
11. Castanlas, R. (1983), "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 1617-1635.
12. Darmad, S. and A. Sodikin, (2013), "Information Disclosure by Family, Controlled Firms: The Role of Board Independence and Institutional Ownership", *Asian Review of Accounting*, Vol. 21, No. 3, PP. 223-240.
13. Din, Sarah-u and Yasmin Javid, (2012), "Impact of Ownership on Financial Policies and The Firms Performance: Evidence Pakistani Manufacturing Firms", <https://mpr.ub.uni-muenchen-de/37560/> .
14. D'Mello, R. and M. Mirand, (2010), "Long - Term Debt and Overinvestment Agency Problem", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, pp. 324-335.

15. Flannery, M. J. and K. P. Raman, (2006), "Partial Adjustment Toward Target Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 3, pp. 469–506.
16. Hong Vo, Duc and Van Thanh –Yen Nguyen, (2014), "Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies Empirical Evidence From Vietnams Listed Firms", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No.5, pp. 274–284.
17. Hope, O., (2013), "Large shareholders and Accounting Research", *China Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 1, PP. 3–20.
18. Havakimon, (2006), "Are Observed Capital" Structure Determined by Equity Market Timing?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 1, pp. 221–243.
19. Hubert De Bruslerie, Omen Latrous, (2012), "Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of Trade-off Hypothesis on French Firms", *Journal of Multination Financial Management*, Vol. 22, No. 4, pp. 111–130.
20. Hughes, I., I. Lin and J. Lin, (2007), "Information Asymmetry, Diversification and Cost of Capital", *The Accounting Review*, Vol. 82, pp. 705–730.
21. Karmozdi, M. and Hadi Karmizdi, (2013), "An Analysis of the Effect of Managerial Ownership on Financial Policies and the Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange", *World Applied Sciences Journal*, Vol. 27, No. 10, pp. 1312–1317.
22. Nezhad, S. H. Saleh, A. Ramayana and M. K. Malekkheyli, (2013), "The Relationship Between Managerial Ownership, Capital Structure and Market Value of Firms: Evidence From Tehran Stock Exchange", *World Applied Sciences Journal*, Vol. 28, No. 9, pp. 1289–1300.
23. Huang, G. and F. M. Song, (2006), "The Determinates Capital Structure: Evidence from Chinas", *China Economic Review*, Vol. 17, pp. 14–36.
24. Jensen, M and W. H. Meckling, (1976), "Theory of the Firms, Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, PP. 305 – 360.
25. Kazwmian, S. and Z. M. Sanusi, (2015), "Earning Management and Ownership Structure", *International Accounting and Business Conference*, pp. 618–624.
26. King, M. R. and Santor Eric, (2007), "Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms", www.bankofcanada.ca
27. Kim, y. S. Li, C. Pan and L-Zuo, (2013), "The Role of Accounting Conservation in the Equity Market: Evidence From Seasoned Equity Offering", *The Accounting Review*, Vol. 88, No. 4, pp. 1327–1356.
28. Komera, S. and P. J. Jijo Lukose, (2013), "Capital Structure Choice, Information Asymmetry and Debt Capacity: Evidence from India", *Journal of Economics and Finance*, No 1, 2013, pp, 1 – 25.
29. Lafond, R. and S. Roychowdhury, (2008), "Managerial Ownership and Accounting Conservatism", *Journal Accounting Researen*, Vol. 45, No 1, pp. 101–135.

30. Lo'pez It Urriaga, F. J and J. A. Rodriguez – Sanz, (2012), "Ownership Structure Financial Decisions, and Institutional Setting: An International Analysis Through Simultaneous Equations", *Economics Research International*, PP. 1 – 12.
31. Lamber, R. A., Christian L. and R. E. Verrecchia, (2007), "Information Asymmetry, Information Precision and Cost of Capital", *Review of Finance*, Vol. 16, ip. 1-29.
32. Lotto, J., (2013), "The Interrelationship Between Corporate Ownership Structure and Leverage", *ARNP Journal of Science and Technology*, Vol. 2, No. 8, pp. 556 – 564.
33. Luo, M., T. Chen and L. Yan, (2014), "Price Information's and Institutional Ownership: Evidence From Japan", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 42, No. 4, PP. 627-651.
34. Modigliani, F. and M. Miller, (1958), "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, June, pp 261-277.
35. Moussa, Fotms B. and J. Chichti, (2013), "A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership and Debt policy: Evidence From Tunisian Stock Exchange", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 3, No. 2, pp. 225-253.
36. Mueller, F. and A. Spitz-Oener, (2006), "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium- Size Private Enterprises", *German Economic Review*, Vol. 7, No, 2, pp. 233-247.
37. Myers, S. C, (1977) "Determinates of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No 2, pp. 147 – 175.
38. Myers, S. C., (1984), "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575 – 592.
39. Myers, S. C. and N. S. Majluf, (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
40. Pukthnanthong, K., T. Walker and D. Thiengtham, (2013), "Does Family Ownership Create or Destroy Value? Evidence From Canada, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 9, No. 1.
41. Pratheepan, T. and Y. K. W. Banda, (2016), "The Determinants of Capital Structure: Evidence From Selected Listed Companies in Sri Lanka", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, No. 2. Pp. 97-105.
42. Randall, Indranarian, (2009), "Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms under Specificity of Leverage: Looking for A modified Peeking Order Theory", *Journal of Finance and Economic*, No. 31.
43. Ruan, W., Gary T. and Shiguang Ma., (2011), "Managerial Ownership. Capital Structure and Firm Value: Evidence From China's Civilian – run Firms", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 5 pp. 73-92.

44. Salehi, Mahdi, Vahab R. and Hamid H., (2014), "The Role of Information Asymmetry in Financing Methods", *Managing Global Transitions*, Vol. ١٢, No. 1, pp. 43 – 54.
45. Scott, W. R., (2003), *Financial Accounting Theory* (N. y. 3rd. Ed. Prentice– Hall).
46. Shahar, H. K., Azira A. A. and N. Baderi, (2016), "The Relationship Between Ownership Structure, Firm Specific Characteristics and Capital Structure: Evidence From Malaysian Middle – Capital Public Listed Firms", *International Journal of Economics and Financial*, Vol. 6, Special Issue, pp. 36–43.
47. Shoaib, Khan and S. Yasushi, (2015), Capital Structure and Managerial Ownership: Evidence From Pakistan", *Business and Economic Horizons*, Vol. 11, No. 2. PP 131 – 142.
48. Shahar, H. K., Azira Abdul Adzis and N. Baderi, (2016), "The Relationship Between Ownership Structure, Firm Specific Characteristics and Capital Structure. Evidence From Malaysian Middle – Capital Public Listed Firms", *International Journal of Economics and Financial*, Vol. 6, Special Issue, pp. 36–43.
49. Siregar, S. and S. Utama, (2008), "Type of Earning Management and The Effect of Ownership Structure, Firm Size and Corporate– Governance Practices: Evidence From Indonesia", *The International Journal of Accounting*, Vol. 43, No. 1, pp. 1 – 27.
50. Wahba, Hayam, (2014), "Capital Structure, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence From Egypt", *Journal Manage Gov.*, Vol. 18, pp. 1041–1061.
51. Zohrehshakiba and M. Alinezhadsar Vokalaei, (2015) The Impact Management Ownership on the Cost of Debt in Accepted Corporations in Tehrans Securities Stock", *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, Vol. 5, No. 3, pp. 2391–2398.
52. Valipour, Hashem and M. Moradbeygi, (2011), "Corporate Debt Financing and Earnings Quality", *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 1, No. 2, pp. 139 – 157.