

العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في ضوء

الخصائص المالية للشركة "دراسة حالة الأردن"

الأستاذ الدكتور/ مؤيد محمد علي الفضل

الدكتور/ زياد عودة ابنيه العمايده

قسم المحاسبة - كلية إدارة الأعمال - جامعة مؤتة - المملكة الأردنية الهاشمية

ملخص الدراسة: استهدفت الدراسة فحص العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية وذلك لمعرفة ما إذا كان للملكية الإدارية الأثر الهام في تحديد تركيبة هيكل رأس المال من عدمه، وذلك في ظل مجموعة من الخصائص المالية الشركة، بصفاتها متغيرات ضابطة لسلوك المديرين اتجاه نسبة المديونية. وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٨٧ شركة مسجلة في بورصة عمان وقت إجراء الدراسة. وقد جاءت نتائج اختبار الفرضية مدعمة لأثر الحافر في الاعتماد على الديون عندما تكون نسبة الملكية الإدارية منخفضة ومدعمة لأثر الحماية عندما ترتفع نسبة الملكية الإدارية. وبذلك تؤيد نتائج الدراسة التوجهات الفكرية للدراسات السابقة بشأن العلاقة العكسية بين تركيز الملكية الإدارية ونسبة المديونية، الكلمات الافتتاحية: الملكية الإدارية، نسبة المديونية.

The Effect of Managerial Ownership on Debt Percentages in Light Companies Finical Characteristics Case Study in Jordanian

Abstract: This study aims to examine the relationship between management ownership and the percentage of debt in Jordanian companies. This study aims to determine how managerial ownership affects the financial structure and the capital structure of the company, in light finical characteristics. The sample of the study consisted of 87 firms from three different sectors. Results show that there is a negative relationship between managerial ownership and the amount of debt. As managerial ownership increases the incentive to acquire additional debts decreases showing that managers prefer funding there operations by other sources of financing

Key Word: Managrrial Ownership , Debt Ratio

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 على 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، حيثُ 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 احتياجاتهم من الموارد المالية وذلك لعدم وجود أثر لتباين المعلومات في كلفة هذا المصدر، ومن ثم، التفكير بالاقتراض، وأخيراً، الإصدار الجديد للأسهم إذا دعت الحاجة والضرورة لذلك، وبحسب هذه النظرية فإن ذلك الترتيب في اختيار أولويات مصادر التمويل إنما يرجع أساساً إلى اختلاف كلفة تلك المصادر.

كما بينت دراسة [Lopez-Iturriaga and Rodriguez-Saenz, 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 نتائجهما 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 الموضوع في الغرب 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 الهام في تحديد تركيبة هيكل التمويل، وذلك في ظل مجموعة من خصائص الملية للشركة، تارة، , تارة أخرى، وذلك بصفتها متغيرات ضابطة لسلوك المديرين اتجاه نسبة المديونية.

مشكلة الدراسة:

إن العوامل البيئية التي تميز فكر وسلوك واتجاهات ثقافة المديرين نحو علاقة الوكالة في الشركات الأردنية، قد نقوض 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], 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، وتتمحور مشكلة الدراسة في السؤال الآتي: 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؟

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من أنه وفق رؤية [Mueller and Spitz-Oener, 2006] يوجد تأثيران متعارضان للملكية الإدارية على هيكل التمويل: 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 تلكا النوعين من تكاليف الوكالة في حدودها الدنيا. وترى كل من دراسة [Siregar and Utama, 2008] ودراسة [Al-] [Fayoumi and Abuzayed, 2009] أنه 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 يساهم 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.

وتحاول الدراسة من خلال التأصيل 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 موجداتها الملموسة ومخاطرها... الخ [انظر على سبيل المثال دراسة (Pratheepan and Banda, 2016) ودراسة (هاشم, ٢٠١٥) ودراسة (الزبيدي وسلامة, ٢٠١٤)].

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 هامة بشأن تلك العلاقة, وسوف يتم 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:

فقد حاولت دراسة [Shoaib and yseushi, 2015]: فحص العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية في الشركات غير المالية المسجلة في بورصة

كراشي للفترة ٢٠٠٨ - ٢٠١٢ وقد تضمن نموذج الاختبار عدة متغيرات ضابطة لتحديد أثرها على 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 تلكا النتيجةين بالباحثان إلى وصف العلاقة بين المتغيرين على أنها علاقة ذات شكل U ذلك لأنهما وجدوا 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].

وفي تنزانيا أجرى Mousse and Chichi دراستين الأولى في عام ٢٠١٣ بينما الثانية في عام ٢٠١٤، استهدفت الدراسة الأولى فحص العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال، والعلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية وذلك باستخدام عينة حجمها ٣٥ شركة للفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٩ وفي ظل وجود عدد من المتغيرات الضابطة في كلا نمودجي 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 على الآخر، بينما كشفت نتائج العلاقة الثانية عن وجود علاقة غير خطية بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية وأن هذه العلاقة تأخذ شكل U.

أما دراستهما الثانية بعنوان (دراسة استكشافية للعلاقة بين هيكل الملكية وكل من نسبة المديونية وسياسة توزيعات الأرباح...) فأجريت على ٣٥ شركة غير مالية للفترة ٢٠٠٠ - ٢٠٠٩ وسعت إلى اختبار إحدى عشرة فرضية، اثنتان منهما تتعلق بالملكية الإدارية وهما الفرضية الخامسة التي تقيد أنه كلما ارتفع مستوى الملكية

الإدارية كلما أدى ذلك إلى خفض مستوى التدفقات النقدية الحرة، أما الفرضية الأخرى فهي الفرضية الثامنة في الدراسة وتفيد بوجود علاقة سلبية بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح وقد أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي للأولى صدق فرضية تقارب المصالح إذ بينت النتائج أن المستوى المتدني من الملكية الإدارية يساعد على زيادة التدفقات النقدية الحرة بسبب زيادة الاعتماد على الديون في تمويل الأنشطة، أما فيما يخص العلاقة الثانية فكشفت النتائج عن وجود علاقة عكسية معنوية بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح مما يؤكد صحة فرضية التحسين، وتجدر الإشارة إلى أن نتائج اختبار العلاقة بين نسبة المديونية وتوزيعات الأرباح التي سعت الدراسة لفحصها أظهرت أن كلما زادت نسبة المديونية تتبعها زيادة في توزيعات الأرباح والعكس صحيح مما يعني أن العلاقة بين نسبة المديونية والملكية الإدارية هي أيضاً علاقة عكسية وتأخذ شكل U.

أما دراسة [Nezhad et al., 2013] فكانت 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 للفترة 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 اتضح أن العلاقة بين الملكية الإدارية ونسبة المديونية، هي، علاقة طردية.

وفي فينتام بحث [Vo and Nguyen, 2014] العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية وسياسات توزيع الأرباح على عينة مكونة من ٨١ شركة للفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١٢، حيثُ فحصت ثلاثة فرضيات، تفترض الأولى 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، وتضمن نموذج اختبار الفرضية الأولى على ثلاثة متغيرات ضابطة هي: التدفقات النقدية الحرة ونمو المبيعات وحجم الشركة كما تضمن نموذج اختبار الفرضية الثانية على ثلاثة متغيرات ضابطة هي التدفقات النقدية الحرة والسيولة وحجم الشركة، أما نموذج اختبار الفرضية الثالثة فتضمن على المتغيرات الضابطة التالية: الأصول الملموسة ونمو المبيعات وربحية الشركة وجاءت نتائج الدراسة مدعمةً للفرضية الأولى حيثُ 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 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 مع مضمون نظرية الالتقاط، خاصة أن العلاقة بين توزيعات الأرباح والرافعة المالية علاقة تبادلية عكسية حسب هذه الدراسة.

وفي مصر حاول [Wabba, 2014] تقديم دليل على أثر الملكية الإدارية على نسبة المديونية في رأس المال وذلك من خلال اعتبار الملكية الإدارية متغيراً ملطفاً للعلاقة بين نسبة المديونية وأداء الشركة، وقد استخدم الباحث البيانات المالية لعينة مكونة من ٤٠ شركة صناعية مصرية للفترة ٢٠٠٨ - ٢٠١٠ حيثُ افترض أن يكون تأثير الملكية الإدارية على تلك العلاقة تارة سلبية، وتارةً أخرى إيجابي، وقد

ضمن نموذج الاختبار مجموعة من المتغيرات الضابطة: حجم الشركة, وعمرها, والملكية المؤسسية والخاصة ونسبة كبار المساهمين ونسبة السيولة ونسبة الأصول الملموسة, وقد عبر عن أداء الشركة بقيمة Tobns Q, وكانت نتيجة الاختبار الإحصائي أن أثر الملكية الإدارية على العلاقة بين نسبة المديونية والأداء, سالباً في حالة وجودها, وموجباً في حالة غيابها وعلى هذا الأساس وصفت 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.

وأجريت في الأردن دراستين هما: دراسة [الكيلاني, ٢٠١٠] التي هدفت إلى اختبار العلاقة بين تركيبة هيكل الملكية وتركيب رأس المال باستخدام البيانات المالية لعينة مكونة من عشرة شركات صناعية تغطي الفترة 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 على هيكل رأس المال, وقد كشف المسح الذي أجراه الباحثان 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 تركز الملكية, أما نتائج اختبار الفرضيتين فقد أظهرت عدم وجود تأثير لكل من ملكية أعضاء مجلس الإدارة وملكية 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.

وكذلك دراسة [Al-Fayoumi and Abuzayed, 2009], التي هدفت إلى اختبار أثر هيكل الملكية على قرارات الشركة المالية في ضوء نظرية الوكالة وذلك من خلال فحص أثر كل من الملكية الإدارية وكبار حملة الأسهم والملكية المؤسسية على نسبة المديونية وقد استخدم الباحثان بيانات ٤١ شركة صناعية تشكل ٦٥% من شركات القطاع الصناعي الأردني، وتغطي الفترة ٢٠٠١ - ٢٠٠٥، وتضمن نموذج الاختبار ستة متغيرات ضابطة تمثلت في الربحية ونسبة الأصول الملموسة وحجم الشركة والمخاطرة والوفر الضريبي ومعدل النمو، أما نتائج هذه الدراسة فقد أيدت العلاقة العكسية بين نسبة المديونية والملكية الإدارية لكنها لم تؤيد أثر الملكية المؤسسية على نسبة المديونية، كما بينت النتائج أن هيكل رأس المال يتأثر بكل من ربحية الشركة وحجمها ومعدل النمو في المبيعات.

ويُظهر التحليل المقارن أن هذه الدراسة تعد امتداد لجهود الباحثين في هذا المجال، بيد أن ما تميزها 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 على نسبة المديونية، وأخيراً فحص دور المتغيرات الخاصة بخصائص المالية الشركة على تلك العلاقة، وهو الأمر الذي لم يفحص من قبل الدراسات السابقة التي أجريت في الأردن، مما يجعلها الأولى من نوعها في الأردن والوطن العربي، وهذا مما يضيف بعداً آخر لأهميتها.

فرضية الدراسة: في ضوء سؤال الدراسة يمكن صياغة الفرضية الآتية:

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

مجتمع وعينة الدراسة: تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية والخدمية والعقارية المسجلة في سوق عمان للأوراق المالية لسنة ٢٠١٤ والبالغ عددها ١٦٥ شركة، وسحبت من ذلك المجتمع عينة للدراسة وفقاً لتوفر جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة لمدة خمسة سنوات متتالية كحد أدنى. وأن تكون الشركة متداولة أسهمها في بورصة عمان خلال فترة الدراسة ٢٠١٠ - ٢٠١٤، وأن لا تكون قد اندمجت مع شركة أخرى خلال تلك الفترة.

جدول (١) مجتمع وعينة الدراسة موزعة بحسب القطاعات الاقتصادية

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

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).

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

أ- **المتغير المستقل:** ويتمثل في نسبة الملكية الإدارية: وهي نسبة ما يمتلكه أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في رأس مال الشركة وعليه تقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل تلك الشريحة على مجموع أسهم رأس المال المدفوع. وتظهر نتيجة قياس نسبة الملكية الإدارية من خلال جدول (٢) ارتفاعها في الشركات عينة الدراسة حيث بلغ متوسطها ٢٢,٧١%, والقطاع الخدمي أكثر القطاعات ارتفاعاً إذ بلغ متوسطها فيه ٢٦,٥١%, بينما النسبة الأقل كانت في القطاع العقاري حيث بلغ متوسطها فيه ١٣,٢%. ولغرض اختبار فرضيتي الدراسة تم تبويب نسبة الملكية الإدارية إلى أربعة مستويات هي: -٥% فأقل, ٦-١٥%, ١٦-٢٥%, أكثر من ٢٥%. ويستند 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 (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	%١٥-٦
١٦	٣٤	٦٥	١١٥	%٢٥-١٦
٢٣	٥١	٩١	١٦٥	أكثر من %٢٥
٧٥	١٣٥	٢٢٥	٤٣٥	مجموع المشاهدات

ب- **المتغير التابع:** ويتمثل بنسبة المديونية: فليس هناك اتفاق تام في الأدبيات المالية على طريقة واحدة لحساب نسبة المديونية، فتبني 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 Rang an, 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 طريقة 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 الظاهرة في الجدول رقم (٣) ارتفاعاً ملحوظاً في الشركات عينة الدراسة حيث 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 الباحثان 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 الادارية في تلك القطاعات, يجد مبرراً عملياً إضافياً لأهمية إجراء هذه الدراسة في البيئة الأردنية.

جدول (٣) الوصف الإحصائي لنسبة المديونية في عينة الدراسة

البيانات	القطاعات			العينة ككل
	عقاري	خدمي	صناعي	
المتوسط الحسابي	٣٤,١	٢٦,٨	٢٩,٦	%٢٩,٥
الانحراف المعياري	٠,٣٠٢٥	٠,٢٩١٣	٠,٢٧٧٨	٠,٢٨٩٥
معامل التشتت	٠,٢٨١٧	٠,٢٧٢٢	٠,٢٦٨١	٠,٢٥٦٣

ج- المتغيرات الرقابية: وهي المتعلقة بخصائص الشركة المالية: والتي 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. لأغراض الدراسة استخدم مقياس اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة تماشياً مع دراسة [Vo and Nguyen, 2014] ودراسة [Wabba, 2014].
٢. ربحية الشركة: وتقاس ربحية الشركة بقسمة صافي ربح العمليات على مجموع أصول الشركة.
٣. سيولة الشركة: ويتم التعبير عن سيولة الشركة بنسبة التداول التي تقاس بقسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة.
٤. الأصول الملموسة للشركة: وتقاس بنسبة الأصول الملموسة الثابتة إلى مجموع الأصول.
٥. معدل نمو الشركة: لقد تباينت الدراسات حول كيفية التعبير عن معدل نمو الشركة, إلا أن الباحثان سيستخدمان نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لسهم الشركة تماشياً مع دراسة [Al-Najjar and Taylor, 2009].
٦. مخاطرة الشركة: الباحثان سيستخدمان الانحراف المعياري للعائد على الأصول تماشياً مع دراسة [Al-Najjar and Taylor, 2009].

الأسلوب الإحصائي المستخدم في اختبار فرضية الدراسة:

قبل اختيار الأسلوب الإحصائي المناسب لاختبار فرضية الدراسة, فإنه ينبغي اختبار ما إذا كان توزيع المجتمع الأصلي الذي سحبت منه العينة طبيعياً من عدمه, ولهذا الفرض يستخدم الباحثان اختبار Lillfors Test for Normality الذي يعتمد على المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمفردة مجموع الموجودات لعينة الدراسة, حيث 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: $T = Sup * |F^*(X) - S(X)|$ حيث إن: $Sup =$ أكبر فرق أو مسافة عمودية بين $F^*(X)$ و $S(X)$ = دالة التوزيع الطبيعي المعياري, و $S(X) =$ دالة التوزيع الاختباري للعينة

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

نموذج اختبار الفرضية:

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

وتشير مصفوفة الارتباط الذاتية للمتغيرات الضابطة والمستقلة كما في جدول (٤), إلى عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية معنوية بين تلك المتغيرات, مما يعني إمكانية الاعتماد على نتائج النموذج في تفسير فرضية الدراسة.

جدول (٤) 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	٠,١١١٣	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	٠,١١١٣	٠,١٠٧٨	١	٠,٠٢١٥
المخاطرة	٠,١١٢٣	٠,٠١٥٣	٠,١٠٥٥	٠,١١٢٧	٠,٠١٠٧	٠,٠٢١٥	١

نتائج الدراسة:

تشير نتائج الاختبار الإحصائي لنموذج الفرضية، والمدرجة في الجدول رقم (٥)، 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، حيث يلاحظ المتتبع لمتوسط نسبة المديونية الانخفاض الملحوظ فيها مع تزايد نسبة الملكية الإدارية وخاصة في المستوى الرابع، إذ انخفض متوسط نسبة المديونية فيه إلى حوالي ٦٦,٢% عما كان عليه في المستوى الأول وذلك عندما زاد متوسط نسبة الملكية الإدارية بحوالي ٢,٦ مرة عما هو عليه في المستوى الأول، بينما بلغت نسبة الانخفاض في متوسط نسبة المديونية في المستوى الثاني حوالي ٢٥% في مقابل زيادة متوسط نسبة الملكية الإدارية بحوالي ٨٠,١% وهكذا بالمستوى الثالث. كما يلاحظ من نتائج التحليل الإحصائي وجود أثر لحجم الشركة على نسبة المديونية، إلا أنه يبدو هذا الأثر مشروط برغبة الإدارة في اللجوء إلى الديون لتمويل احتياجاتها 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 (٦)، مما 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 الباحثان بشأن دور الملكية الإدارية في تحديد نسبة المديونية وان حجم الشركة يعد بمثابة عامل مساعد في اتخاذ قرار التمويل

جدول (٥) نتائج اختبار الفرضية

المستويات البيانات	المستوى الأول: % الملكية الإدارية ٥% فأقل			المستوى الثاني: % الملكية الإدارية ٦-١٥%			المستوى الثالث: % الملكية الإدارية ١٦-٢٥%			المستوى الرابع: % الملكية الإدارية ٢٦% فأكثر		
	متوسط	معامل لانحدار	قيمة t المحسوبة	متوسط	معامل لانحدار	قيمة t المحسوبة	متوسط	معامل لانحدار	قيمة t المحسوبة	متوسط	معامل لانحدار	قيمة t المحسوبة
متوسط % الملكية	٤,٤	(١,٥٢٦)	٣,٢	١٤,٦	(٠,٥٥٩)	٣,٥	٢,٢١٤	(٠,١٩٥)	٢٣,٤	٤,١	٢,١١٧	(٠,١٩٥)
الحجم	١٢,١٨	٠,٢٣٤	١,٧٨٩	٣,٦	٠,٢٤٢	٢,٢٠٩	٠,٢٤٢	١١,٢	٤,٢	٢,٢٠٩	٠,٢٤٢	١١,٢
الربحية	١٩,٤	٠,٢٥٣	١,٧٢٦	٣,٨	٠,١٩٨	٢,٢٣٢	٠,١٩٨	١٣,٧	٢,٨	٢,٢٣٢	٠,١٩٨	١٣,٧
السيولة	١,٧٤	٠,١٠٧	١,٥٣٢	١,٨٧	٠,٠٩٧	١,٨٠٣	٠,٠٩٧	١,٩٥	١,٩٥	١,٨٠٣	٠,٠٩٧	١,٩٥
% الأصول الملموسة	٤٦,٨	٠,١٣١	١,٤٩٦	٤٥,٦	٠,١١٢	١,٧٧٥	٠,١١٢	٤٤,٦	٤٤,٦	١,٧٧٥	٠,١١٢	٤٤,٦
معدل النمو	٠,٣٣٢	٠,٢٢٧	١,٧١٨	٤,١	٠,٢٧٢	٢,١٩٨	٠,٢٧٢	٣,٧	٣,٧	٢,١٩٨	٠,٢٧٢	٣,٧
المخاطرة	٠,٢٠٥	٠,٢٦٤	١,٣١٢	٠,١٩٧	٠,١٦٣	١,٦٧٨	٠,١٦٣	٠,١٨٤	٠,١٨٤	١,٦٧٨	٠,١٦٣	٠,١٨٤
متوسط % المديونية	٣٩,٤			٣٤,٦				٢٩,٨				٢٤,٥
الحد الثابت	٠,٧٥٤			٠,٨٥٥				٠,٦٧٩				٠,٤٨٤
معامل التحديد 2	%٨١,٦			%٨٢,٤				%٨١,٨				%٨٠,٧
الخطأ المعاري	٠,٠٤١٦			٠,٠٤٧				٠,٠٤١				٠,٠٤٤
قيمة F المحسوبة	٢,٥٥			٢,٣١٤				١,٢٨٧				١,٤١٢
مستوى المعنى	٢,٨			٣,٧				٤,٢				٣,٧

غ. م = غير معنوي

جدول (٦) 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	١٦,٣	تقبل فرضية العدم للاختبار	٢٢,٧	١٦٥	١١٥	٨٨	٦٧
فرضية العدم							

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

وكذلك وجود أثر لعامل الربحية على نسبة المديونية بغض النظر عن نسبة الملكية الإدارية، مما يعني ذلك أهمية هذا العامل في دعم رغبة الإدارة في الحصول على التمويل اللازم، وهي أيضاً نتيجة كانت متوقعة من قبل الباحثان وذلك لارتباط قيمة الشركة في السوق المالي بربحيتها 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 الباحثان بتتبع نسبة الربحية ومعدل النمو في الجدول رقم (٥) الذي يظهر بشكل واضح تدني معدل النمو بانخفاض نسبة الربحية.

على الرغم من اختلاف نسبة المديونية بين المستويات الأربعة لنسبة الملكية الإدارية، إلا أنه لا يوجد أثر لمخاطرة الشركة على نسبة المديونية ويعزو الباحثان 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 باعتبار المخاطرة عامل مساعد لاتخاذ قرار التمويل وليس محدد أو قيد له، من جهة، ويرجح كفة دور نسبة الملكية الإدارية في هذا الخصوص، من جهة ثانية.

الاستنتاجات: أسفرت الدراسة عن جملة من الاستنتاجات التي يمكن تبويبها في

مجموعتين, هما:

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

١. أن نتائج اختبار الفرضية للدراسة لا تدعم كثيراً توجهات الدراسات السابقة باعتبار خصائص الشركة مثل الحجم والربحية والسيولة... الخ عوامل محددة لهيكل رأس المال, وإن كان لبعضها دوراً مساعداً في قرار التمويل, وإن المحدد الرئيسي في هذا الخصوص, هو, دوافع الإدارة في اللجوء إلى الديون من عدمها, والتي تتأثر بشكل أساسي بنسبة تركيز الملكية الإدارية.
٢. أكدت نتائج الفرضية صحة أثر الحافز وأثر الحماية في الاعتماد على الديون, فقد بينت الدراسة أنه كلما انخفضت نسبة الملكية الإدارية, زادت نسبة المديونية, هو 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 للدراسة التوجهات الفكرية للدراسات السابقة بشأن العلاقة العكسية بين تركيز الملكية الإدارية ونسبة المديونية, ودور هيكل الملكية في التأثير على تلك العلاقة يعتمد على فرضية التقارب في المصالح.
٤. في ضوء نتائج الفرضية فإنه لكي تكون نسبة الملكية الإدارية من آليات حوكمة الشركات, لا بد من قيام المديرين في تحقيق الموازنة في اختيار مصادر التمويل بالشكل الذي يؤدي إلى خفض تكلفة التمويل والمخاطر المالية, من جهة, وتعظيم منافع حملة الأسهم, من جهة ثانية, وبعكس ذلك لا يمكن النظر إلى نسبة الملكية الإدارية على أنها آلية من آليات حوكت 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 خصوصاً، بالصفة العائلية، إذ تشكل نسبة الملكية الإدارية العائلية والملكية العائلية الأخرى، حوالي 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 على العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية، في الشركات الأردنية، يعتمد على فرضية تقارب المصالح، ولهذا ظهر دورها متباين بين المكونات، ففي الوقت الذي كان دور الملكية المؤسسية إيجابياً (مضارباً)، فإن دور الملكية العائلية وكبار حملة الأسهم كان سلبياً (رقابياً).

التوصيات والآفاق البحثية المستقبلية: في ضوء استنتاجات الدراسة، يوصي الباحثان بالآتي:

١. تكثيف الجهود البحثية نحو اختبار مدى فاعلية الملكية الإدارية في الحد من المصالح ومن ثم خفض تعارض مشاكل الوكالة، وذلك من خلال فحص علاقتها بجودة الأرباح ومن ثم عدم تماثل المعلومات، وبيان أثر ذلك على كلفة التمويل وبالتالي على تركيبة رأس المال في الشركات، وذلك بهدف زيادة وعي المستثمرين اتجاه أثر الملكية الإدارية على السلوك الوظيفي والأخلاقي لمجلس الإدارة وبالتالي تصرفاته وقراراته الإدارية نحو مصلحة حملة الأسهم، ومن المواضيع المقترحة في هذا الشأن، هي: العلاقة بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وإثرها على هيكل رأس المال. والعلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وعدم تماثل المعلومات وأثرها على قيمة الشركة.

٢. إجراء المزيد من البحوث حول أهمية مكونات هيكل الملكية في تحديد هيكل رأس المال ومدى تأثير بيئة التطبيق على تلك الأهمية من خلال تقديم أدلة مستمدة من واقع بيئات مختلفة, وذلك بهدف دعم أو دحض صحة فرضية تقارب المصالح. ومن أمثلة المواضيع المقترحة في هذا الخصوص, هي: العلاقة بين هيكل الملكية ونسبة المديونية في ضوء الإدارة العائلية للشركات. وأهمية هيكل الملكية في الرقابة على نسبة المديونية في الشركات غير العائلية. ٣. على الرغم من أهمية هيمنة العائلات على إدارة الشركات في الأردن, خصوصاً, والوطن العربي, عموماً, في فرض الرقابة على تصرفات الإدارة, في ظل ضعف النظم القانونية والرقابية وتدني كفاءة أسواق رأس المال بها, إلا أن الباحثان يوصيان بضرورة الحد من تلك الهيمنة مع تفعيل النظم القانونية, الرقابية وزيادة كفاءة الأسواق المالية, وذلك لما لهذه الضرورة من أهمية في التنمية الاقتصادية للبلد, حيث تشجع المدخرين, خاصة 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.

المراجع:

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), مجلد ٧, ع ٢, ص ص ٢٢٨ - ٢٤٤.

٣. عفيفي, هلال عبد الفتاح, (٢٠١١), "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح: دراسة اختباريه في البيئه 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 ٢٤, 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 الرافدين, (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) مجلد ٧, ع ٢, ص ص ٨٧-٩٩.

١٠. هاشم, صبيحة قاسم, (٢٠١٥), "تظريات 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), مجلد 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.
12. 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.
13. 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.
14. 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.
15. Al-Fayoumi, N. A. and B. M. Abuzayed , (2009), "Ownership Structure and Corporate Financing", Applied Financial Economics, pp. 1975 – 1986.
16. Baker, M. and J. Wurgler, (2002), "Market Timing and Capital Structure", The Journal of Finance, Vol. LV 111, No. 1.
17. Din, Sarah-u and Yasmin Javid, (2012), "Impact of Ownership on Financial Policies and The Firms Performance: Evidence Pakistani Manufacturing Firms", <https://mpa.ub.uni-muenchen-de/37560/>.
18. 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.

19. Hope, O., (2013), "Large shareholders and Accounting Research", China Journal of Accounting Research, Vol. 6, No. 1, PP. 3-20.
20. Havakimon, (2006), "Are Observed Capital" Structure Determined by Equity Market Timing?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, No. 1, pp. 221-243.
21. 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.
22. Hughes, I., I. Lin and J. Lin, (2007), "Information Asymmetry, Diversification and Cost of Capital", The Accounting Review, Vol. 82, pp. 705-730.
23. 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.
24. Kazwmian, S. and Z. M. Sanusi, (2015), "Earning Management and Ownership Structure", International Accounting and Business Conference, pp. 618-624.
25. King, M. R. and Santor Eric, (2007), "Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms", www.bankofcanada.ca
26. 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.
27. 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.
28. 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.

29. Lamber, R. A., Christian L. and R. E. Verrecchia, (2007), "Information Asymmetry, Information Precision and Cost of Capital", Review of Finance, Vol. 16, pp. 1-29.
30. Lotto, J., (2013), "The Interrelationship Between Corporate Ownership Structure and Leverage", ARPN Journal of Science and Technology, Vol. 2, No. 8, pp. 556 – 564.
31. 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.
32. Masood, Ahsan, (2014), "Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure: A Case of Manufacture Sector of Pakistan", Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol. 4, No. 2, PP. 180-188.
33. 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.
34. Moussa, Fatms 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.
35. Moussa, Fatms B. and J. Chichti, (2014), "a Survey on the Relationship Between Ownership Structure, Debt Policy and Dividend policy in Tunisian Stock, Exchange: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach", International Journal of Accounting and Economics Studies, Vol. 2, No.1, pp. 1- 21.
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. Pukthnanthoing, 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. 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.
42. 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.
43. 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.
44. 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.
45. 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.
46. Wahba, Hayam, (2014), "Capital Structure, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence From Egypt", Journal Manage Gov., Vol. 18, pp. 1041-1061.
47. 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.