

هيكمل الملكية وعلاقته بالهيكمل المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

الملخص

تدرس هذه الورقة علاقة هيكمل الملكية بالهيكمل المالي للشركات المدرجة في سوق ناشئة هي سوق الكويت للأوراق المالية. وقد أثبتت الدراسة وجود علاقة بين حجم الدين وحجم حقوق السيطرة، بالمقارنة بحجم حقوق التدفقات النقدية. كما أثبتت وجود علاقة بين حجم الدين ووجود مدير من العائلة التي تملك حصة غالبية في الشركة وبين حجم الدين وكل من حجم حقوق السيطرة وحجم حقوق التدفقات النقدية وتركز السيطرة في يد العائلة، وهو ما يعزز وجود مشكلة الوكالة. وتؤكد الدراسة على مدى جدية هذه المشكلة، التي قد يتحمل نتائجها باقي المساهمين عند حدوث الأزمات المالية، بسبب طبيعة تركيبة الهيكمل المالي، كتلك التي عصفت بأسواق المال الشرق - آسيوية عام ١٩٩٧.

مصطلحات علمية

الحكومة، هيكمل الملكية،
الهيكمل المالي، الملكية
العائلية، حقوق السيطرة،
حقوق التدفقات النقدية.

وقد أثبتت دراسات متعلقة بهيكمل ملكية الشركات corporate ownership structure [انظر الدراسة المسحية التي قام بها (2003) Holderness لأدييات هيكمل ملكية الشركات]، أن حقوق السيطرة control rights عادة ما تتركز في يد أحد الملاك، على الرغم من أن حجم حقوقه في التدفقات النقدية cash flow rights قد يكون أقل من ذلك بكثير.

من المعروف أنه كلما ازدادت حقوق صاحب السيطرة الإدارية في التدفقات

تنشأ مشكلة الوكالة agency problem في الشركات المساهمة عندما يُقدم المدير التنفيذي للشركة، الذي قد يكون أحد الملاك، مصلحة الخاصة على مصلحة باقي المساهمين وهي محل هذا البحث. وتعد مشكلة الوكالة الدافع الرئيس وراء قيام الكثير من الباحثين، منذ منتصف الثمانينيات، بإجراء دراسات حول هيكمل ملكية الشركات corporate ownership structure ومدى تأثيره على بعض السياسات الرئيسة فيها.

كفاء لحماية حقوق الأقلية لدى بعض الأسواق.

تسعى هذه الورقة، إلى دراسة هيكل ملكية الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية لمعرفة مدى تأثيره في سياسة الهيكل المالي، وهي مهمة لسببين رئيسين. الأول، أنه لم يتم إجراء أية دراسة متعلقة بهيكل ملكية الشركات الكويتية من قبل، حيث إن ذلك يتطلب جهداً كبيراً لتتبع سلسلة الملاك لمعرفة الجهة المسيطرة على الشركة فعلياً. ثانياً، أن هناك ندرة في الأبحاث المتعلقة بهيكل ملكية الشركات، لاسيماً في الأسواق الناشئة والصغيرة.

الدراسات السابقة

تتمحور الدراسات في شأن هيكل ملكية الشركات المساهمة حول مشكلة الوكالة الناشئة من تغليب المدير مصلحته الشخصية على مصلحة المساهمين، وبخاصة أولئك الذين يستحوذون على حصص صغيرة. وقد أدرك المشرعون في بعض الدول المتقدمة وجود هذه المشكلة، فسُنوا القوانين لحماية حملة الأسهم من قرارات الاستغلال التي قد يمارسها المدبرون المحترفون في الشركات المساهمة. ومثال على ذلك القانون الفيدرالي للأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية لعام ١٩٣٣ الذي لا يزال سارياً حتى يومنا هذا. وهناك قوانين مشابهة في دول متقدمة أخرى بل ناشئة، إلا أن فاعلية هذه القوانين تعتمد على مدى

النقدية كان ذلك دافعاً له لإدارة الشركة بشكل جيد لتعظيم ثروته الشخصية. ومادامت ثروته الشخصية مرتبطة بثروة باقي الملاك في الشركة فلا وجود لتضارب المصالح ولا وجود لمشكلة الوكالة. وقد قدّم La Porta et al. (2002) دليلاً تطبيقياً على ذلك. أما عندما يكون الفرق كبيراً فيما بين حقوق السيطرة وحقوق التدفقات النقدية لدى صاحب السيطرة فإن هناك تخوفاً من أن تتعرض حقوق باقي المساهمين للتلاعب من جانب صاحب السيطرة. فصاحب السيطرة، الذي هو المدير الفعلي للشركة أو من خلال وكيل، هو من يقوم بصياغة السياسات المالية للشركة مثل سياسة الهيكل المالي capital structure policy، وسياسة توزيع الأرباح dividend policy، أو أية سياسات أخرى لها أثر على قيمة السهم في السوق.

قدّم La Porta et al. (1999) في دراسته لهيكل ملكية الشركات حول العالم دليلاً على تركّز السيطرة في كثير من الشركات في يد أحد الملاك، ووجود فروق كبيرة فيما بين حقوق السيطرة وحقوق التدفقات النقدية لدى صاحب السيطرة، وبخاصة في الأسواق غير الأمريكية. على إثر ذلك، أجريت كثير من الدراسات لمعرفة طبيعة العلاقة فيما بين هيكل الملكية والسياسات المالية، وجاءت في مجملها مؤكدة ارتباط مشكلة الوكالة بحجم الفرق فيما بين حقوق السيطرة وحقوق التدفقات النقدية، وبخاصة في ظل عدم وجود قوانين

تنوع المخاطر diversification. وقد قسم الباحثون هذه الدوافع إلى نوعين: النوع الأول هو الفوائد المشتركة للسيطرة، والثاني هو الفوائد الشخصية للسيطرة. أما الفوائد المشتركة للسيطرة فتنشأ من حقيقة أن المدير الذي يملك حصة كبيرة في الشركة سوف يسعى لتعظيم ملكيته فيها، وحيث إن ملكية باقي المساهمين مرتبطة بذلك فإن الفوائد المشتركة سوف تتحقق. وهذا ما ذهب إليه Shleifer and Vishny (1986) و Mikkelsen and Ruback (1985) و Barclay and Holderness (1991)، وقدموا أدلة تجريبية على ذلك. أما الملكية الخاصة فتنشأ عندما يستغل المديرون صلاحياتهم (سواء كانوا مساهمين أو غير مساهمين) لتوجيه موارد الشركة لمصالحهم الشخصية. وأول من قدم دليلاً تجريبياً على ذلك هو Barclay and Holderness (1989)، حيث درسوا المكافآت والمزايا التي يتمتع بها المديرون الملاك. وأيده فيما بعد كل من Mikkelsen and Regassa (1991) و Barclay et al. (1993).

أما القسم الثالث، فإنه معني بقياس أثر هيكل الملكية على القيمة السوقية للشركة. فبينما تشير دراسات إلى وجود علاقة إيجابية كتلك التي قام بها Morch et al (1988) و Kole (1995)، إلا أن هناك دراسات أخرى مثل Demsetz and Lehn (1985) و Himmelberg et al. (1999) و Mehran (1995) لا ترى وجود أية علاقة.

وأما القسم الرابع، فمتعلق بدراسة الأثر على بعض القرارات المهمة للشركات،

الجديدة في تطبيقها. وقد أجريت دراسات حديثة حول مدى تأثير هيكل الملكية على بعض القرارات المهمة في الشركات في ظل وجود قوانين حماية المساهمين أو عدم وجودها، مثال على ذلك ما قام به La Pora et al. (1998) الذي ابتكر مؤشراً لحماية حقوق الدائنين، واستخدمه لمعرفة أثر هيكل الملكية على بعض القرارات المهمة في الشركات التي توجد في دول تتفاوت فيها درجة هذا المؤشر. وقد استخدم Du and Dai (2005) الأسلوب نفسه، إلا أنهما ركزا فقط على مدى التأثير على قرارات الهيكل المالي.

تنقسم الأدبيات التطبيقية حول هيكل ملكية الشركات المساهمة إلى أربعة أقسام رئيسية. القسم الأول يهتم بتحديد حجم ملكية أكبر الملاك في الأسواق المالية المختلفة. مثال على ذلك الدراسة التي قام بها Holderness et al. (1999)، حيث قارن حجم ملكية مديري الشركات الأمريكية المساهمة في عام 1935 بمثيلاتها لعام ١٩٩٥، ووجد أنها قد ازدادت من ١٣٪ إلى حوالي ٢٠٪. وهذه النسبة أكدت دراسة غير منشورة قامت بها SEC في عام ١٩٨٧، وكذلك الدراسة التي قام بها Mikkelsen and Partch (1989). أما معايير قياس ملكية أكبر المساهمين فقد اهتم بها باحثون أمثال Hanka (1994).

أما القسم الثاني فيهتم بدراسة الدوافع وراء احتفاظ بعض المساهمين بعدد من الأسهم أكثر من غيرهم (حصص غالبية)، على الرغم من تناقض ذلك مع مبدأ

الأمريكية وأسواقاً أخرى. أما فيما يخص الأسواق الناشئة فلم نجد إلا الدراسة التي قام بها (Du and Dai (2005)، وهي دراسة شاملة غطت أسواق الأسهم لتسع دول من شرق آسيا، وقدمت دليلاً على أن صاحب السيطرة الذي لا يتمتع بملكية كبيرة يميل إلى زيادة الاقتراض لحماية حقوق السيطرة التي بحوزته. وأما الأسواق الناشئة فلم تحظ باهتمام الباحثين. لذا فإن هذه الورقة تسعى إلى سد هذه الثغرة من خلال استعراض طبيعة هيكل ملكية الشركات في سوق ناشئة هي سوق الكويت للأوراق المالية وأثره المحتمل على حجم الدين فيها.

نبذة حول هيكل ملكية الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

عملت سوق الكويت للأوراق المالية بشكل منظم منذ عام ١٩٨٢ بعد أزمة سوق المناخ المعروفة، والتي كان عدم توافر الشفافية الكافية سبباً رئيساً لها. وعلى الرغم من أن قانون تنظيم أعمال السوق لم يسد جميع الثغرات المتعلقة بالشفافية، فقد كان مناسباً لتقليل احتمال وقوع مثل تلك الأزمة التي مازال الاقتصاد الكويتي يعاني منها. ومن بين الثغرات التي لم يعالجها القانون عند إصداره، الإعلان عن حجم ملكية كبار المساهمين، حيث تم استدراكها فأصبحت الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، ومنذ عام ١٩٩٩ ملزمة بالإفصاح عن اسم أي مستثمر يملك ٥٪ فأكثر من إجمالي عدد

مثل مكافآت الإدارة، والقرارات المتعلقة بالاستيلاء على الشركات Takeover، وسياسات توزيع الأرباح وسياسات الهيكل المالي. وسوف نركز في هذه الدراسة على أثر هيكل الملكية في سياسات الهيكل المالي، وتحديد حجم الدين. وقد جاءت الدراسات المتعلقة بهذا الجانب متضاربة. فبينما قدم لنا كل من Kim and Sorensen (1986) وAgrawal and Mandelker (1987) وMehran (1992) أدلة تجريبية على وجود علاقة إيجابية فيما بين حجم الملكية التي يستحوذ عليها المديرون وحجم الدين نجد أن آخرين مثل Friend and Moh'd et al. (1998) وFriend and Lang and Hasbrouk (1988) وJensen et al. (1992) قد توصلوا إلى أن العلاقة سلبية. وعلى النقيض من ذلك، فإن Chaganti and Damanpour (1991) لم يتوصلا إلى دليل معنوي على وجود علاقة بين هيكل الملكية والهيكل المالي. أما من توصل إلى وجود علاقة إيجابية فقد فسر ذلك بالتخوف الذي ينتاب المستثمر المسيطر من فقدان سيطرته على الشركة إذا ما استخدم الملكية بدلاً من الدين بوصفها مصدراً للتمويل، فزيادة عدد المساهمين يخفض من حصته في الشركة. وأما من توصل إلى العلاقة السلبية فقد عزا معظمهم ذلك إلى أن زيادة حجم الدين وما يترتب عليه من زيادة أعباء السداد قد تحد من قدرة المدير المسيطر على توجيه موارد الشركة إلى مصالحه الخاصة.

جاءت معظم الدراسات السابقة المتعلقة بحجم الدين لتغطي الأسواق

ونعتمد في هذه الدراسة لتصنيف الشركات ذات الملكية الغالبة على المعيار المستخدم في كثير من الدراسات وهو ٢٠٪ [انظر La Porta et al. (1999) وFaccio and Lang(2002)؛ أي أن الشركة التي لا يملك فيها أي مستثمر أكثر من ٢٠٪ تعد شركة ذات ملكية عامة. أما عندما تتركز ٢٠٪ أو أكثر من الملكية في يد أحد المستثمرين (شخصاً كان أو جهة)، وهي الحصة الغالبة، فإنها تصنف بوصفها شركة ذات ملكية غير عامة، ويمكن بعد ذلك تصنيفها بحسب طبيعة من تتركز بيده الملكية كعائلة أو حكومة أو مستثمر خارجي.

ولبيان أسلوب الدراسة في تحديد هيكل الملكية لكل شركة نستعرض الأمثلة الآتية بحسب تدرجها من البساطة إلى ما هو أكثر تعقيداً. المثال الأول ينطبق على أول الشركات وهي بنك الكويت الوطني الذي لا يملك فيه أي من المستثمرين أكثر من ٥٪ من مجموع الأسهم الصادرة. فهو مصنف على أنه شركة عامة.

المثال الثاني هو بنك الخليج وأكبر المساهمين فيه شركة صناعات الغانم بنسبة ١٨,٥٠٪، ثم شركة الغانم التجارية بنسبة ١٣,٢٣٪، ثم محمود حاجي حيدر وآخرون بنسبة ١٠,٧٣٪ وأخيراً شركة بهبهاني للاستثمار وآخرون بنسبة ٥,٨١٪. كلمة آخرون، تطلقها إدارة السوق عندما تكون هناك صلة قرابة أو تحالفات فيما بين المساهمين. وحيث إن شركتي صناعات الغانم والغانم التجارية مملوكتان

الأسهم الصادرة. وهي تعد نسبة متشددة بالمقارنة بالنسب المقررة في معظم أسواق الأسهم، والتي تتراوح بين ١٠٪ و ٢٠٪.

تقوم إدارة سوق الكويت للأوراق المالية بالإعلان للمتداولين عن أي تغير يمكن أن يطرأ على حجم ملكية كبار المساهمين أولاً بأول. ويمكن الحصول على هذه المعلومات من خلال نشرات يومية تصدرها إدارة سوق الكويت للأوراق المالية أو عن طريق موقع شبكة الإنترنت الخاص بالسوق. كما أن المعلومات الخاصة بأعضاء مجالس الإدارات والمديرين التنفيذيين للشركات المدرجة متوافرة ومحدثة بشكل جيد، وتعد إضافة مهمة لشفافية المعلومات. وتواجه الشركات التي تتأخر أو لا تزود إدارة السوق بهذه المعلومات عقوبات متنوعة تبدأ بإيقاف التداول لأسهم الشركة المعنية، ويمكن أن تصل إلى إلغاء الإدراج. إلا أننا يجب أن ننبه إلى أن هناك عدداً من كبار المساهمين يعتمدون إخفاء حجم ملكياتهم في الشركات، مستخدمين أدوات مثل الدخول في تحالفات مع مستثمرين آخرين، أو عن طريق إنشاء محافظ استثمارية أو من خلال وكلاء. ولا تصدر الشركات الكويتية إلا نوعاً واحداً من الأسهم الذي يعطي حامله حقاً في التصويت حقاً مماثلاً في التدفقات النقدية. وهذا يعني أنه لا يمكن لحجم حقوق المستثمرين في التدفقات النقدية أن تتعدى حجم حقوقهم في السيطرة في أي حال من الأحوال.

الكويتي بنسبة ٥٢,٥٢٪ وهو شركة استثمار مدرجة أيضاً في السوق، ثم المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية بنسبة ١٩,٩٨٪. وأكبر مساهمي بيت التمويل الكويتي هم الهيئة العامة للاستثمار بنسبة ٢٤,٣٢٪ وهي تابعة لوزير المالية والهيئة العامة لشؤون القصر بنسبة ١٠,٧٨٪ وهي تابعة لوزير العدل، وأخيراً الأمانة العامة للأوقاف بنسبة ٨,٦١٪ وهي تابعة لوزير الأوقاف (المجموع يبلغ ٤٣,٧١٪). وحيث إن جميع هذه المؤسسات حكومية فإن الحكومة تستحوذ على حقوق سيطرة في عارف تبلغ ٧٢,٥٠٪، وهي النسبة التي تمثل ملكية بيت التمويل الكويتي والهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية فيها. أما حقوقها في التدفقات النقدية فهي ٤٢,٩٤٪ وهي تمثل ملكية التأمينات مضافاً إليها ٤٣,٧١٪ (ملكية الحكومة في بيت التمويل) من ٥٢,٥٢٪ (ملكية بيت التمويل في عارف). وأما المدير فهو وزير سابق في الحكومة، وهذا لا يعني بأي حال من الأحوال أنه معين من قبلها. الملحق (أ) يبين تصنيف حجم السيطرة على مستوى الشركات.

بيانات الدراسة ومنهجيتها

تغطي هذه الدراسة جميع الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية^(١) في نهاية عام ٢٠٠٤ ويبلغ عددها، بعد استبعاد بعض الشركات لعدم كفاية

بالكامل لعائلة الغانم، فتصنيفنا لبنك الخليج أنه يخضع لسيطرة عائلة الغانم بنسبة ٣١,٧٣٪ وهذه النسبة تتعدى معيار الملكية الغالبة (٢٠٪)، وحقوق العائلة من التدفقات النقدية هو أيضاً ٣١,٧٣٪ والمدير هو أحد أفراد العائلة.

والمثال الثالث هو بنك برقان. وأكبر المساهمين فيه شركة مشاريع الكويت القابضة بنسبة ٣٣,٩٥٪ وهي شركة مدرجة أيضاً في السوق، ثم المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية بنسبة ٦,٣٢٪. وحيث إن شركة الفتوح للاستثمار، وهي مملوكة بالكامل لعائلة الصباح، تملك ٤٢,٤٧٪ من شركة المشاريع القابضة، فالسيطرة على بنك برقان لعائلة الصباح بحجم النسبة التي تملكها شركة مشاريع الكويت القابضة في البنك وهي ٣٣,٩٥٪. أما حقوق عائلة الصباح في التدفقات النقدية (التوزيعات) فهي ٤٢,٤٧٪ من ٣٣,٩٥٪، أي ١٤,٤٢٪ فقط. وعليه فبنك برقان يخضع لسيطرة عائلة الصباح بنسبة ٣٣,٩٥٪، وهي نسبة تتعدى معيار الملكية الغالبة، على الرغم من أن حقوق هذه العائلة من التدفقات النقدية هي فقط ١٤,٤٢٪ ويقوم أحد أفراد العائلة المسيطرة بالإدارة.

وأما المثال الرابع فهو شركة مجموعة عارف الاستثمارية (عارف). وأكبر المساهمين فيها بيت التمويل

(١) هناك قطاع للشركات غير الكويتية و قطاع لصناديق الاستثمار تم استبعادهما من عينة الدراسة لعدم توافر بيانات كافية حول هيكل الملكية فيهما

جدول ١
تصنيف الشركات على أساس طبيعة الملاك المسيطرين (هيكل الملكية)

أكبر الملاك المسيطرين على أكثر من ٢٠٪							
القطاع	عائلة	عامة*	حكومة	خارجي	المجموع		
	الشركات	الشركات	الشركات	الشركات			
	عدد	٪	عدد	٪	عدد	٪	
البنوك	٤	٥٠,٠٪	٢	٢٥,٠٪	١	١٢,٥٪	٨
الاستثمار	١١	٣٧,٩٪	٩	٣١,٠٪	٦	٢٠,٧٪	٢٩
التأمين	٣	٤٢,٩٪	٢	٢٨,٦٪	١	١٤,٣٪	٧
العقار	٩	٥٠,٠٪	٧	٣٨,٩٪	٢	١١,١٪	١٨
الصناعة	١٢	٥٤,٥٪	٦	٢٧,٣٪	٤	١٨,٢٪	٢٢
الخدمات	١٤	٦٣,٦٪	٣	١٣,٦٪	٥	٢٢,٧٪	٢٢
الأغذية	٤	٨٠,٠٪	٠	٠,٠٪	١	٢٠,٠٪	٥
المجموع	٥٧		٢٩		٢٠		١١١

* لا أحد يسيطر على أكثر من ٢٠٪ من أسهم الشركة

بياناتها، ١١١ شركة. ويبين جدول (١) طبيعة تصنيفها من حيث هيكل ملكيتها. وأهم ما يمكن أن نقرأه من هذا الجدول:

مركزة concentrated ownership
تسيطر العائلات على معظم
الشركات فيها.

٢ - أن العائلات الكويتية تسيطر على ٥٧ من مجموع ١١١ شركة (٥١٪) بينما ٢٩ شركة فقط أسهمها موزعة على شريحة واسعة من المساهمين، و٢٠ شركة تسيطر عليها جهات حكومية، والباقي خمس شركات تسيطر عليها جهات خارجية.

٣ - قطاع شركات الأغذية يعدّ قطاعاً عائلياً، حيث تسيطر العائلات على ٨٠٪ منه، يليه قطاع الخدمات، فالصناعة، فالبنوك، والعقار، ثم التأمين وآخرها قطاع الاستثمار.

١ - أن عدد الشركات التي لا تتركز فيها السيطرة يبلغ ٢٩ شركة من أصل ١١١ شركة. وهي تمثل فقط ٢٦,١٪ من إجمالي الشركات في العينة. هذا يعني أن ٨٢ شركة تتركز فيها السيطرة بيد مستثمر وحيد، مصنف كعائلة أو حكومة أو جهة خارجية، وهذا العدد يمثل ٧٣,٩٪ من إجمالي الشركات. وتسيطر العائلات على ٥٧ من الشركات ذات الملكية المركزة وبنسبة ٧٠,٠٪ تقريباً. وعليه فإن سوق الكويت للأوراق المالية يمكن تصنيفها بوصفها سوقاً ذات ملكية

مدير من العائلة، وحجم حقوق السيطرة في حال 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.

وسوف نقوم باختبار أربعة نماذج. نستخدم في النموذج الأول جميع مفردات العينة على أن تمثل القيمة الدفترية للدين المتغير التابع وهي نسبة تمثل مقدار الدين إلى قيمته الدفترية المضافة إلى القيمة الدفترية لحقوق المساهمين. أما المتغيرات المستقلة فهي نوعان: النوع الأول وهي المتغيرات المعنية التي لها علاقة بهيكل الملكية، ويهمنها معرفة تأثيرها على الدين وعددها خمسة، ونستخدم كل واحد منها في النموذج بشكل متتال. أما النوع الثاني، وهي ثابتة في كل مرة نطبق فيها النموذج، فهي متغيرات حاكمة استدلّت دراسات تجريبية سابقة على تأثيرها في حجم الدين وعددها أربعة. هي حجم الشركة، والتوزيعات النقدية، وقيمتها، ونموها.

لا يوجد اتفاق بين الدراسات التطبيقية السابقة حول طبيعة تأثير تلك المتغيرات؛ فهناك من يرى أن حجم الشركة ذو علاقة سلبية بحجم الدين مثل Rajan and Zingales (1995)، حيث يريان أن الشركات الكبيرة تفضل التمويل عن طريق إصدارات الأسهم الجديدة بسبب انخفاض التكلفة لوجود عدم التماثل في المعلومات

٤ - يعد قطاع العقار أكثر القطاعات التي لا تتجاوز فيه ملكية أي من المستثمرين ٢٠٪، حيث تمثل النسبة ٣٨,٩٪ يليه قطاع الاستثمار وهكذا.

٥ - أكثر القطاعات سيطرة من قبل الحكومة هو قطاع الخدمات، وتمثل النسبة ٢٢,٧٪، يليه قطاع الاستثمار وهكذا.

٦ - أكثر القطاعات سيطرة من قبل جهات خارجية هو قطاع التأمين حيث تبلغ النسبة ١٤,٣٪ يليه قطاع البنوك فالاستثمار.

تم الحصول على معلومات حجم ملكية كبار المساهمين، كما في نهاية عام ٢٠٠٤، من موقع شبكة الإنترنت الخاص بالسوق^(٢) وهو موقع يتم تحديثه أولاً بأول من قبل إدارة السوق كما بين لنا مسؤولو السوق. وقد تابعنا التغيرات في المعلومات حتى شهر أغسطس ٢٠٠٥، وتبين لنا جدية إدارة السوق في تحديث تلك المعلومات. أما البيانات المالية للشركات فقد تم الحصول عليها من خلال دليل المستثمر لعام ٢٠٠٤ الذي تعدّه إدارة سوق الكويت للأوراق المالية بشكل دوري، ويحتوي على معلومات كافية لأغراض هذه الدراسة.

وتسعى هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثر حجم الدين لدى الشركات الكويتية ببعض المتغيرات ذات العلاقة بهيكل الملكية. هذه المتغيرات هي وجود

information asymmetry بين إدارة الشركة والمساهمين. إلا أن هناك من يرى أنه كلما كبر حجم الشركة كان من السهل عليها تمويل عملياتها من خلال الدين. أما التوزيعات النقدية فإنها تؤثر تأثيراً سلبياً لو أخذنا بنموذج التوزيعات النقدية المتبقية Residual Dividend Model، والذي يرى أن على الشركات أن تقتصر وتحتجز أكبر ما يمكن من أرباحها (في حدود المستوى الأمثل للدين) لتغطية احتياجاتها تجاه الفرص الاستثمارية، وما تبقى يتم توزيعه على المساهمين. وهذا يعني أنه في حال وجود الفرص الاستثمارية يزداد حجم الدين وحجم الاحتجاز، مما يعني انخفاضاً في حجم التوزيعات النقدية. وأما قيمة الشركة في السوق - كما تراها البنوك وشركات الائتمان - فتدل على مدى الثقة بأداء الشركة، مما يسهل عليها عمليات الاقتراض عند الحاجة. أما النمو، فهناك من يرى أنه ذو علاقة عكسية بحجم الدين، لأن زيادة الاقتراض وما يحمله من مخاطر مالية، قد يقوض فرص النمو لدى الشركات، وهذه ما تقترحه نظرية المقايضة Trade-off Theory الخاصة بتحديد المستوى الأمثل للدين حسبما ذكره (Baskin 1989). لكن هذا الرأي لا تؤيده نظرية الأولويات Pecking Theory التي ترى العلاقة قد تكون إيجابية بسبب عدم تماثل المعلومات، وإعطاء أولوية التمويل للاحتجاز قبل الاقتراض. وعليه فيمكن كتابة النموذج الأول بالصورة الآتية:

$$BLEV = \alpha + \beta_1 VI + \beta_2 LN(Size) + \beta_3 DPS + \beta_4 PBV + \beta_5 G + \varepsilon \quad (1)$$

حيث إن،

$BLEV$ هو القيمة الدفترية للدين محسوبة كنسبة القيمة الدفترية للدين طويل الأجل إلى القيمة الدفترية للدين وحقوق المساهمين.

VI تمثل المتغير المعني والذي يمكن أن يكون:

$fmngr$ ويأخذ الرقم ١ إذا كان المدير من العائلة والرقم صفر إن كان غير ذلك. ويقيس هذا المتغير مدى تأثير وجود مدير من العائلة التي تعد أكبر المساهمين في الشركة على سياسة الهيكل المالي.

$fmgrCT$ وهو حاصل ضرب المتغير $fmngr$ في المتغير CT الذي يمثل نسبة حقوق السيطرة لأكبر المساهمين. وهو يقيس مدى تأثير حجم حقوق السيطرة في حال وجود مدير من العائلة. ومن المتوقع أن تكون العلاقة سلبية إذا افترضنا أن يتجه أكبر المساهمين إلى زيادة الدين كلما قل حجم السيطرة الذي بحوزته.

$fmgrCF$ وهو حاصل ضرب المتغير $fmngr$ في المتغير CF الذي يمثل نسبة حقوق التدفقات النقدية لأكبر المساهمين. وهو يقيس مدى تأثير حجم حقوق التدفقات النقدية في حال وجود مدير من العائلة. ومن المتوقع أن تكون العلاقة إيجابية إذا افترضنا أن يتجه أكبر المساهمين

الكويتية بغض النظر عن كون المدير من العائلة أم لا.

$LN(Size)$ و DPS و PBV و G تمثل

المتغيرات الحاكمة $control\ variables$. حيث إن،

$LN(Size)$ هو اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول ويمثل حجم الشركة.

DPS يمثل نسبة التوزيعات النقدية للسهم الواحد.

PBV يمثل نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد.

G يمثل النمو المتوقع للشركة محسوباً كحاصل ضرب نسبة الاحتجاز في العائد على حقوق المساهمين.

ε يمثل معامل الخطأ بمتوسط افتراضي وتباين افتراضي ثابت.

أما النموذج الثاني والذي نستخدم فيه أيضاً جميع مفردات العينة فنستبدل فيه المتغير التابع فقط ويمكن أن يكتب على الوجه الآتي:

$$MLEv = \alpha + \beta_1 VI + \beta_2 LN(Size) + \beta_3 DPS + \beta_4 PBV + \beta_5 G + \varepsilon (2)$$

حيث إن،

$MLEv$ هو القيمة السوقية للدين محسوبة كنسبة القيمة الدفترية للدين طويل الأجل إلى مجموع القيمة الدفترية للدين، والقيمة السوقية لحقوق المساهمين. وسبب استبدال المتغير التابع هو لمعرفة ما إذا كانت النتائج المستخلصة بشأن

إلى زيادة الدين، الذي يفترض أن يكون أقل كلفة من إصدار الأسهم الجديدة، كلما ارتفع حجم حقوق التدفقات النقدية الذي بحوزته لتحقيق أكبر عائد ممكن على حقوق المساهمين.

Cf/Ct وهو نسبة حقوق التدفقات النقدية إلى نسبة حقوق السيطرة لأكبر المساهمين. يقيس هذا المتغير تأثير مدى اتساع الفرق بين حقوق التدفقات النقدية وحقوق السيطرة على حجم الدين في الشركات الكويتية. والهدف من وجود هذا المتغير هو للمساعدة في تفسير العلاقة المعنوية (إن وجدت) فيما بين المتغيرات المعنية كل على حده وحجم الدين. فمن المتوقع أن تكون العلاقة إيجابية على اعتبار أن زيادة هذه النسبة تعني انخفاض الفرق فيما بين حجم التدفقات النقدية وحجم حقوق السيطرة. فإن كانت العلاقة موجبة فتدل على أن انخفاض حجم السيطرة بالمقارنة بحجم التدفقات النقدية يؤدي إلى زيادة حجم الدين.

FDU ويأخذ الرقم ١ إذا كان أكبر المساهمين يمثل عائلة والرقم صفر إذا كان غير ذلك. والهدف من هذا المتغير هو معرفة تأثير تركيز السيطرة في أيدي العائلات على سياسة الهيكل المالي في الشركات

وهذا منطقي لأن الشركات الكبيرة تملك من الضمانات ما يجعل قدرتها الاقتراضية يسيرة لدى مؤسسات الائتمان، وهو متوافق مع نتائج كثير من الدراسات. كما يتضح من جدول (٢) أن هناك ارتباطات معنوية أخرى لحجم الدين مع كل من متغيرات هيكل الملكية المعنوية فيما عدا نسبة حقوق التدفقات النقدية إلى نسبة حقوق السيطرة والعائلات المسيطرة. وعلى الرغم من ذلك، فهناك علاقة فيما بين وجود مديريين من العائلات المسيطرة وحجم الدين في الشركات التي يسيطرون عليها. يشير جدول (٢) أيضاً إلى وجود ارتباطات معنوية بين بعض المتغيرات الحاكمة التي لا نعتقد أنها ستسبب مشكلة الارتباط المتعدد multi- collinearity والتي سنستخدم معيار معامل تضخم التباين

هيكل الملكية ستختلف باختلاف مقياس حجم الدين. وأما النموذجان الثالث والرابع فهما تكرار للأول والثاني مستخدما فيهما عينة الملكية الغالبة وتحتوي على ٨٢ مفردة من أصل ١١١.

تحليل البيانات

لعله من المناسب، قبل البدء في تحليل نتائج تطبيقات معادلات الانحدار، أن نستعرض بعض المعلومات الأساسية حول المتغيرات المستخدمة في المعادلات. ونبدأ باستعراض معاملات الارتباط المبينة في جدول (٢).

يشير جدول (٢) إلى أن حجم الدين يرتبط ارتباطاً معنوياً إيجابياً بحجم الشركة.

جدول ٢

معاملات ارتباط Correlations المتغيرات

FDU	Cf/Ct	fmgrCF	fmgrCT	fmngr	G	PBV	DPS	LNAssets	BLev	
0.04	0.17	0.21**	0.21**	0.22**	-0.02	-0.03	0.07	0.69***	1	BLev
-0.17	0.15	0.05	0.01	0.05	0.11	-0.19**	0.30***	1	0.69***	LNAssets
-0.03	0.16	0.01	-0.03	-0.10	-0.041	0.14	1	0.31***	0.07	DPS
0.13	-0.08	-0.03	0.01	0.00	0.23**	1	0.14	-0.19**	-0.03	PBV
0.10	-0.02	.077	.059	0.11	1	.23**	-.041	.11	-.02	G
					0.11	0.00	-0.10	0.05	0.22**	Fmngr
					0.06	0.01	-0.03	0.01	0.21**	fmgrCT
					0.08	-0.03	0.01	0.05	0.21**	fmgrCF
					-0.02	-0.08	0.16	0.15	0.17	Cf/Ct
					0.10	0.13	-0.03	-0.17	0.04	FDU

تم استبعاد معاملات الارتباط فيما بين المتغيرات الرمزية حيث لا دلالة لها

*** معنوي عند مستوى 0.01

** معنوي عند مستوى 0.05

جدول ٣

ملكية غالبية مقابل ملكية غير غالبية: إحصاءات أساسية Basic statistics

المتغير	ملكية غالبية	عدد	متوسط	انحراف معياري	أدنى	أعلى	فرق المتوسط
TASSETS	لا	٢٩	٢٤٧١٤١,٨٦	١٠١٧٨٠٤,٨٦	٦٩٩١	٥٥٧٢٩٨٣	١٠٦٧٨٣,٧٨
	نعم	٨٢	٢٤٠٣٥٨,٠٩	٥٧٦٩١٢,٩١	٣٨٤٣	٣٤٥٨٠٦٦	
BLev	لا	٢٩	٠,٤١	٠,٢٥	٠,٢٣	٠,٨٨	٠,٠٤
	نعم	٨٢	٠,٣٧	٠,٢٥	٠,٠٠	٠,٩١	
MLev	لا	٢٩	٠,٢٧	٠,١٩	٠,١٩	٠,٦٩	٠,٠٤
	نعم	٨٢	٠,٢٤	٠,٢٢	٠,٠٠	٠,٨٣	
G	لا	٢٩	٠,١١	٠,٠٨	٠,٠٠	٠,٣٦	٠,٠١
	نعم	٨٢	٠,١١	٠,١٢	٠,٠٠	٠,٦٢	
DPS	لا	٢٩	٢٩,٨١	٣٢,٢٢	٠,٠٠	١٤٠,١٥	٦,٦٦
	نعم	٨٢	٢٣,١٥	٢٥,٤٩	٠,٠٠	١٥٩,٦٢	
PBV	لا	٢٩	٢,١٩	٠,٩٥	١,١	٥,٣٠	٠,٤٩-
	نعم	٨٢	٢,٦٨	١,٥٢	٠,٩	٩,١٠	
CTRt	لا	٢٩	٠,١٣	٠,٠٤	٠,٠٠	٠,٢٠	***٠,٢٦-
	نعم	٨٢	٠,٣٩	٠,١٦	٠,٢٠	٠,٩٠	
CFRt	لا	٢٩	٠,١١	٠,٠٥	٠,٠٠	٠,٢٠	***٠,١٣-
	نعم	٨٢	٠,٢٥	٠,١٧	٠,٠١	٠,٧٦	

*** معنوي عند مستوى ٠,٠١

معادلات الانحدار بعد استبعاد المتغيرات الثنائية dummy variables ومصنفة بحسب الملكية الغالبة. ويشير جدول (٣) إلى أن المستثمرين الذين لديهم ملكية غالبية يستثمرون في الشركات الأصغر حجماً. وهذا يتضح من متوسط إجمالي الأصول الذي يبلغ (٢٤٠٣٥٨ د. ك) عندما تكون الملكية غالبية مقابل (٣٤٧١٤٢ د. ك) عندما تكون الملكية غير غالبية. وهذا ينطبق على حجم الدين الدفترى والسوقي، فعندما تكون الملكية غالبية فإن حجم الدين يكون

المعروف باسم Variance Inflation Factor (VIF) لاختبارها. ويمكن حساب هذا المعامل كما يلي:

$$VIF_j = \frac{1}{1-R_j^2} \quad (3)$$

وبشكل عام، فإن الارتباطات المتعددة فيما بين المتغيرات المستقلة تسبب مشكلة في نموذج الانحدار إذا كان معامل تضخم التباين أكبر من ١٠ [انظر Bowerman et al. (2001) لمزيد من التفاصيل].

جدول (٣) يبين بعض المعلومات الأساسية عن المتغيرات المستخدمة في

أعلى. وكذلك الحال للمتغيرات الحاكمة الأخرى.

من المهم أن نلاحظ بأن التصنيف الوارد في جدول (٣) بحسب الملكية الغالبة غير معنوي لجميع المتغيرات، فيما عدا نسبة حقوق السيطرة ونسبة حقوق التدفقات النقدية وهي من المتغيرات المعنوية. فالمتوسط يدل على أن هذه الحقوق تكون أكبر، وبشكل معنوي إحصائياً، عندما تكون الملكية غالبية.

نبدأ بتطبيق النموذجين الأول والثاني، حيث نستخدم جميع مفردات العينة بحيث تمثل نسبة الدين الدفترية المتغير التابع في النموذج الأول، وتمثل نسبة الدين السوقية المتغير التابع في النموذج الثاني. يوضح جدول (٤) نتائج تحليل الانحدار للنموذج الأول وهو يبين أن جميع المتغيرات المعنوية تؤثر، وبشكل معنوي إحصائياً، بحجم الدين فيما عدا نسبة حقوق التدفقات النقدية إلى نسبة حقوق السيطرة. جاء معامل تضخم التباين فيما بين المتغيرات المستقلة أقل بكثير من المعيار الحرج، كما كان متوقعاً، مما يدل على عدم وجود مشكلة جذرية للارتباط المتعدد multicollinearity. تراوحت قيمة R^2 بين ٠,٥٥ و ٠,٥٧، مما يدل على أن المتغيرات المستخدمة بالنموذج تشرح ما نسبته ٥٥٪ إلى ٥٧٪ من التغير في حجم الاقتراض، وهذا الأثر معنوي كما تدل قيمة اختبار F. والباقي يعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج وما يؤكد ذلك المعنوية الإحصائية لمعامل القيمة الثابتة

الثابت constant. فرضيتا التوزيع الطبيعي للخطأ normality assumption وثبات تباين الخطأ homoskedasticity لا يمكن رفضهما كما هو واضح من نتائج اختباري $N(\chi^2_2)$ و $H(\chi^2_1)$ على التوالي.

وعلى ذلك فإن أهم ما يمكن أن نستخلصه من جدول (٤)، وفي حالة استخدام جميع مفردات العينة، هو:

١ - هناك دليل معنوي إحصائياً، عند مستوى 0.01، على أن سياسة الهيكل المالي (حجم الدين) في الشركات الكويتية تتأثر وبشكل إيجابي بوجود مدير من العائلة التي تمتلك أكبر حصة في الشركة (سواء كانت غالبية أو غير غالبية) ويمثله المتغير *fmngr*. ولعل التفسير المنطقي لهذه النتيجة هو أن العائلة المسيطرة تفضل الدين كمصدر لتمويل الشركة، ولا تفضل اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة تتطلب إدخال مساهمين جديداً، تجنباً لاحتمال انكماش حصتها جراء طرح الأسهم الجديدة.

٢ - هناك دليل معنوي إحصائياً، عند مستوى 0.01، على أن سياسة الهيكل المالي في الشركات الكويتية تتأثر تأثيراً إيجابياً بحجم السيطرة وحجم التدفقات النقدية التي تستحوذ عليها العائلة عندما يكون المدير من العائلة نفسها، واللذين يمثلهما المتغيران *fmgrCT* و *fmgrCF* على التوالي. وتدل هذه

جدول ٤

نتائج تطبيق النموذج $BLEv = \alpha + \beta_1 VI + \beta_2 LN(Size) + \beta_3 DPS + \beta_4 PBV + \beta_5 G + \varepsilon$

جميع مفردات العينة

5	4	3	2	1		
-1.096*** (-8.201)	-1.049*** (-7.849)	-1.036*** (-8.082)	-1.041*** (-8.123)	-1.024*** (-7.935)	Constant	
				0.089*** (2.721)	fmngr	
				1.028	t	
					VIF	
			0.281*** (3.065)		fmngrCT	
			1.005		t	
					VIF	
		0.315*** (3.024)			fmngrCF	متغيرات
		1.010			t	معينة VI
					VIF	
	0.069 (1.585)				Cf/Ct	
	1.043				t	
					VIF	
0.081** (2.505)					FDU	
1.051					t	
					VIF	
0.130*** (11.477)	0.124*** (10.865)	0.125*** (11.281)	.125*** (11.325)	0.123*** (11.038)	LNAssets	
1.251	1.229	1.221	1.221	1.228	t	
					VIF	
-0.002*** (-3.027)	-0.002*** (-3.128)	-0.002*** (-3.073)	-.002*** (-2.939)	-0.002*** (-2.681)	DPS	
1.175	1.195	1.175	1.176	1.191	t	
					VIF	متغيرات
0.031** (2.547)	0.035*** (2.796)	0.035*** (2.903)	.033*** (2.757)	0.033*** (2.708)	PBV	حاكمة
1.183	1.184	1.180	1.177	1.178	t	
					VIF	
-0.375** (-2.553)	-0.339** (-2.279)	-0.376** (-2.594)	-.363** (-2.513)	-0.376** (-2.574)	G	
1.117	1.107	1.114	1.110	1.116	t	
					VIF	
0.56	0.55	0.57	0.57	0.56	R ²	
26.72***	25.11***	27.95***	28.06***	27.21***	F(5.105)	اختبارات
0.26	0.61	1.51	1.00	0.95	N(χ ₂ ²)	كفاءة
2.44	1.43	0.32	0.49	0.85	H(χ ₁ ²)	النموذج

*** معنوي عند مستوى ٠,٠١، ** معنوي عند مستوى ٠,٠٥، * معنوي عند مستوى ٠,١٠، N(χ₂²) هو اختبار فرضية التوزيع الطبيعي للخطأ المقترح من قبل (1981) Bera and Jarque وقيمتة الحرجة على أساس درجتين من الحرية عند مستوى ٠,٠٥ هي ٠,٩٩ H(χ₁²) هو اختبار ثبات تباين الخطأ homoskedasticity على أساس Lagrange Multiplier وقيمتة الحرجة عند درجة واحدة من الحرية وعند مستوى ٠,٠٥ هي ٣,٨٥.

طياتها مخاطر التمويل التي قد تؤول بالشركات إلى الإفلاس.

٤ - ليس هناك دليل معنوي على وجود علاقة بين حجم الدين ونسبة حقوق التدفقات النقدية إلى حقوق السيطرة التي يمثلها المتغير Cf/Ct . هذا يعني - سواء كان الفرق كبيراً أو صغيراً بين حجم حقوق السيطرة وحقوق التدفقات النقدية - فإن ذلك لا يبدو أنه ذو أثر معنوي على حجم الدين.

النتائج المستخلصة من جدول (٥) فيما يخص المتغيرات المعنية لم تختلف كثيراً عن تلك المستخلصة من جدول (٤). أما فيما يخص المتغيرات الحاكمة، فنجد أن معامل نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد قد أصبح غير معنوي في النموذج الثاني بعد استخدام نسبة الدين السوقي بدلاً من نسبة الدين الدفترية. النتيجة المهمة عند تطبيق النموذجين باستخدام عينة الملكية الغالبة بدلاً من إجمالي العينة والتي يمكن ملاحظتها من الجدولين (٦) و(٧) هي أن معامل Cf/Ct - وهو النسبة التي تمثل الفرق بين حجم حقوق التدفقات النقدية وحجم حقوق السيطرة - قد أصبح معنوياً إحصائياً وذا إشارة موجبة. فكلما ارتفعت هذه النسبة أدى ذلك إلى زيادة في حجم الدين. والزيادة في النسبة تعني إما ارتفاعاً في قيمة البسط وهو حجم حقوق التدفقات النقدية أو انخفاضاً في قيمة المقام وهو حجم حقوق السيطرة. ومن هذا يمكن القول

العلاقة الإيجابية على أنه مع ازدياد حجم حقوق السيطرة وحقوق التدفقات النقدية بوجود مدير من العائلة تزداد رغبة الشركة باللجوء إلى الدين. جاءت العلاقة إيجابية بين حجم الدين وحجم حقوق التدفقات النقدية في حال وجود مدير من العائلة. وعلى عكس ما كان متوقعا - فيما لو افترضنا تخوف أكبر المساهمين من ظهور منافسين على إدارة الشركة - فقد جاءت العلاقة إيجابية بين حجم الدين وحجم حقوق السيطرة عندما يكون المدير من العائلة.

٣ - هناك دليل معنوي، عند مستوى 0.05، على أن سياسة الهيكل المالي في الشركات الكويتية تتأثر تأثراً إيجابياً بوجود السيطرة العائلية. وهي نتيجة تعزز النتائج السابقة. فلو ربطنا هذه النتيجة بالنتائج السابقة نجد أن العائلات التي تستحوذ على أكبر حصص في الشركات تفضل دائماً التمويل من خلال زيادة حجم الدين كبديل لإصدار أسهم جديدة، بغض النظر عن حجم حقوقهم في السيطرة أو في التدفقات النقدية. إن هذه الزيادة في الرفع المالي المرتبطة بالزيادة في الملكية قد تكون جيدة عندما تكون السوق في انتعاش، حيث يرتفع العائد على حقوق المساهمين. لكنها قد تحمل في

جدول ٥

نتائج تطبيق النموذج $MLEv = \alpha + \beta_1 VI + \beta_2 LN(Size) + \beta_3 DPS + \beta_4 PBV + \beta_5 G + \varepsilon$

جميع مفردات العينة

5	4	3	2	1		
-0.894*** (-8.750)	-0.837*** (-8.007)	-0.828*** (-8.222)	-0.830*** (-8.199)	-0.818*** (-8.009)	Constant	
				0.051** (1.985)	fmngr	
				1.028	t	
					VIF	
			0.182*** (2.513)		fmngrCT	
			1.005		t	
					VIF	
		0.222*** (2.711)			fmngrCF	عوامل
		1.010			t	معنية
					VIF	VI
	0.048 (1.419)				Cf/Ct	
	1.043				t	
					VIF	
0.081** (3.264)					FDU	
1.051					t	
					VIF	
0.110*** (12.705)	0.105*** (11.710)	0.105*** (12.092)	0.105*** (12.070)	0.104*** (11.793)	LNAssets	
1.251	1.229	1.221	1.221	1.228	t	
					VIF	
-0.002*** (-3.569)	-0.002*** (-3.551)	-0.002*** (-3.519)	-0.002*** (-3.387)	-0.002*** (-3.177)	DPS	
1.175	1.185	1.175	1.176	1.191	t	
					VIF	متغيرات
-0.012 (-1.228)	-0.008 (-0.854)	-0.008 (-0.858)	-0.009 (-0.987)	-0.010 (-0.996)	PBV	حاكمة
1.183	1.184	1.180	1.177	1.178	t	
					VIF	
-0.461*** (-4.105)	-0.426*** (-3.660)	-0.452*** (-3.968)	-0.441*** (-3.863)	-0.447*** (-3.865)	G	
1.117	1.107	1.114	1.110	1.116	t	
					VIF	
0.65	0.62	0.64	0.63	0.63	R ²	
38.45***	33.96***	36.75***	36.22***	35.00***	F(5.105)	اختبارات
0.38	1.17	2.72	2.05	1.57	N(χ ₂ ²)	كفاءة
0.11	1.58	2.03	1.40	1.31	H(χ ₁ ²)	النموذج

*** معنوي عند مستوى ٠,٠١، ** معنوي عند مستوى ٠,٠٥، * معنوي عند مستوى ٠,١٠، N(χ₂²) هو اختبار فرضية التوزيع الطبيعي للخطأ المقترح من قبل Bera and Jarque (1981) وقيمته الحرجة على أساس درجتين من الحرية عند مستوى ٠,٠٥ هي ٠,٩٩. H(χ₁²) هو اختبار ثبات تباين الخطأ homoskedasticity على أساس Lagrange Multiplier وقيمته الحرجة عند درجة واحدة من الحرية وعند مستوى ٠,٠٥ هي ٣,٨٥.

جدول ٦

نتائج تطبيق النموذج $MLEv = \alpha + \beta_1 VI + \beta_2 LN(Size) + \beta_3 DPS + \beta_4 PBV + \beta_5 G + \varepsilon$
عينة الملكية الغالبة

5	4	3	2	1		
-1.061*** (-7.307)	-0.991*** (-6.837)	-0.971*** (-6.982)	-0.975 (-7.034)	-0.948*** (-6.770)	Constant	
				0.102*** (2.780)	<i>fmngr</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	
			0.291*** (3.076)		<i>fmngrCT</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	
		0.322*** (2.985)			<i>fmngrCF</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	متغيرات معينة VI
	0.085* (1.743)				<i>Cf/Ct</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	
0.106*** (2.675)					<i>FDU</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	
0.125*** (10.156)	0.120*** (9.446)	0.120*** (9.793)	0.120*** (9.830)	0.117*** (9.463)	<i>LNAssets</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	
-0.002* (-1.979)	-0.002** (-2.018)	-0.002** (-2.034)	-.001* (-1.871)	-0.001* (-1.706)	<i>DPS</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	متغيرات
0.026** (1.998)	0.026* (1.967)	0.028** (2.192)	0.026** (2.059)	0.025* (1.936)	<i>PBV</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	حاكمة
-0.402** (-2.633)	-0.322** (-2.075)	-0.371** (-2.476)	-0.358** (-2.405)	-0.365** (-2.423)	<i>G</i> <i>t</i> <i>VIF</i>	
0.60	0.57	0.60	0.61	0.60	R^2	اختبارات
22.33***	20.47***	23.12***	23.37***	22.64***	$F(5,105)$	كفاءة
0.47	0.02	1.70	0.96	0.56	$N(\chi_2^2)$	النموذج
1.66	1.03	0.00	0.03	0.06	$H(\chi_1^2)$	

*** معنوي عند مستوى ٠,٠١، ** معنوي عند مستوى ٠,٠٥، * معنوي عند مستوى ٠,١٠، $N(\chi_2^2)$ هو اختبار فرضية التوزيع الطبيعي للخطأ المقترح من قبل Bera and Jarque (1981) وقيمتة الحرجة على أساس درجتين من الحرية عند مستوى ٠,٠٥ هي ٥,٩٩ $H(\chi_1^2)$ هو اختبار ثبات تباين الخطأ homoskedasticity على أساس Lagrange Multiplier وقيمتة الحرجة عند درجة واحدة من الحرية وعند مستوى ٠,٠٥ هي ٣,٨٥.

جدول ٧

نتائج تطبيق النموذج $\alpha + \beta_1 VI + \beta_2 LN(Size) + \beta_3 DPS + \beta_4 PBV + \beta_5 G + \varepsilon$
عينة الملكية الغالبة

5	4	3	2	1		
-0.894*** (-7.834)	-0.834*** (-7.284)	-0.812*** (-7.215)	-0.814*** (-7.182)	-0.799*** (-6.985)	<i>Constant</i>	
				0.056* (1.859)	<i>fmngr</i>	
					<i>t</i>	
					<i>VIF</i>	
			0.170** (2.198)		<i>fmngrCT</i>	
					<i>t</i>	
					<i>VIF</i>	
		0.212*** (2.434)			<i>fmngrCF</i>	متغيرات
					<i>t</i>	معينة VI
					<i>VIF</i>	
	0.079** (2.059)				<i>Cf/Ct</i>	
					<i>t</i>	
					<i>VIF</i>	
0.094*** (3.019)					<i>FDU</i>	
					<i>t</i>	
					<i>VIF</i>	
0.109*** (11.203)	0.104*** (10.355)	0.104*** (10.542)	0.104*** (10.497)	0.103*** (10.204)	<i>LNAssets</i>	
					<i>t</i>	
					<i>VIF</i>	
-0.002*** (-2.772)	-0.002*** (-2.802)	-0.002*** (-2.687)	-0.002** (-2.529)	-0.002** (-2.405)	<i>DPS</i>	
					<i>t</i>	
					<i>VIF</i>	متغيرات
-0.011 (-1.121)	-0.011 (-1.061)	-0.010 (-0.965)	-0.011 (1.086)	-0.012 (-1.151)	<i>PBV</i>	حاكمة
					<i>t</i>	
					<i>VIF</i>	
-0.463*** (-3.851)	-0.390*** (-3.190)	-0.427*** (-3.523)	-0.417*** (-3.425)	-0.420*** (-3.414)	<i>G</i>	
					<i>t</i>	
					<i>VIF</i>	
0.66	0.66	0.66	0.66	0.65	R^2	
31.82***	29.13***	23.12***	29.46***	28.69***	$F(5,105)$	اختبارات
0.32	0.71	1.70	1.66	1.39	$N(\chi^2_2)$	كفاءة
0.40	1.29	0.00	2.10	1.39	$H(\chi^2_1)$	النموذج

*** معنوي عند مستوى ٠,٠١، ** معنوي عند مستوى ٠,٠٥، * معنوي عند مستوى ٠,١٠، $N(\chi^2_2)$ هو اختبار فرضية التوزيع الطبيعي للخطأ المقترح من قبل Bera and Jarque (1981) وقيمتها الحرجة على أساس درجتين من الحرية عند مستوى ٠,٠٥ هي ٠,٩٩. $H(\chi^2_1)$ هو اختبار ثبات تباين الخطأ homoskedasticity على أساس Lagrange Multiplier وقيمتها الحرجة عند درجة واحدة من الحرية وعند مستوى ٠,٠٥ هي ٣,٨٥.

العلاقة برغبة العائلة بالمحافظة على مركزها كأكبر المالكين. كما أثبتت الدراسة، عند استخدام إجمالي العينة، أن حجم الدين يتأثر تأثيراً إيجابياً بكل من حجم حقوق السيطرة في حال وجود مدير من العائلة (على غير ما كان متوقعاً) وحجم حقوق التدفقات النقدية (كما كان متوقعاً) وبغض النظر عن الفرق بينهما. إلا أن النتيجة اختلفت عند استخدام عينة الملكية الغالبة، فقد أثبتت الدراسة، باستخدام العينة الغالبة، حجم الدين مرتبط معنوياً بالفرق بين حجم حقوق السيطرة وحجم حقوق التدفقات النقدية، فهو يرتفع مع انخفاض حجم حقوق السيطرة بالمقارنة بحجم حقوق التدفقات النقدية.

إن إثبات مثل هذه العلاقات يدل على وجود مشكلة وكالة agency problem ناتجة عن طبيعة تركيبة هيكل الملكية لدى الشركات الكويتية. والتخوف أن تؤدي هذه المشكلة، مع وجود قصور أو عدم جدية في تطبيق قوانين حماية المساهمين، إلى خسائر كبيرة عند حدوث الأزمات المالية. وهذا ليس مستبعداً، فهناك من يرى بأن التركيبة الضعيفة لهيكل ملكية الشركات أسهم بفقدان الشركات لقدر كبير من قيمها السوقية عند حدوث أزمة الأسواق المالية الآسيوية عام ١٩٩٧ [انظر Du and Dai (2005)].

وعليه، فإن الدراسة توصي بضرورة تحسين السوق لقوانينها التي تكفل الشفافية التامة لملكيات المستثمرين في الشركات، خاصة تلك التي تتم من

أن انخفاض حجم حقوق السيطرة بالمقارنة بحجم حقوق التدفقات النقدية يؤدي إلى ارتفاع في حجم الدين لدى الشركات الكويتية. وهذه النتيجة متوافقة مع تلك التي وصل إليها Du and Dai (2005). والتفسير المنطقي لمثل هذه العلاقة هو أن انخفاض حجم حقوق السيطرة لدى أكبر المساهمين في الشركة يعني أنه أكثر عرضة لفقدان السيطرة عندما يجمع مستثمر آخر عدداً أكبر من الأسهم، لذا فهو يتجه بشكل أكبر للتمويل من خلال الدين كلما انخفض حجم حقوقه في السيطرة ليحافظ على مركزه في الشركة.

الخلاصة

قمنا في هذه الدراسة باختبار مدى تأثير سياسة الهيكل المالي لدى الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ببعض المتغيرات ذات العلاقة بالهيكل المالي، وتحديد حجم الدين. هذه المتغيرات هي: وجود مدير من العائلة، وحجم حقوق السيطرة في حال 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. وتشير النتائج المستخلصة، بناءً على إجمالي العينة، إلى وجود دليل معنوي إحصائياً على علاقة إيجابية بين حجم الدين ووجود مدير من العائلة التي تملك أكبر حصة في الشركة (سواء كانت غالبية أو غير غالبية). وقد فسرنا وجود مثل هذه

هيكل الملكية والهيكل المالي للشركات المدرجة في سوق ناشئة هي سوق الكويت للأوراق المالية. لكنها لم تجب عن بعض الأسئلة المهمة مثل: ما الدافع الحقيقي وراء تفضيل العائلات لزيادة حجم الدين عندما يكون حجم سيطرتهم أقل بالمقارنة بحقوقهم في الأرباح؟ هل لحماية سيطرتهم على الشركة (وهذا هو تفسيرنا)؟ أم لإعطاء إشارة signal عن حسن إدارتهم للشركة؟ ما أثر هيكل الملكية على حجم المزايا التي يتمتع بها المدير؟ ما الأثر على قيمة الشركة في السوق؟ وما الأثر على سياسة توزيع الأرباح؟

خلال التحالفات أو من خلال المحافظ المالية. وبما أن الحكومة هي أحد هؤلاء المستثمرين، وحيث إن إدارة سوق الكويت للأوراق المالية تتبع وزير المالية فإنه من الضروري إنشاء هيئة مستقلة للسوق كما هو معمول به في الدول المتقدمة وبعض دول المنطقة. وأما فيما يخص بعض القرارات المهمة التي يمكن أن يتخذها المدير صاحب الملكية الغالبة - كتلك المتعلقة بالهيكل المالي للشركة - فإننا نوصي بسن قوانين رقابية تحد من إمكانية الإضرار بمصالح صغار المستثمرين.

وقد قدمت هذه الدراسة دليلاً تجريبياً إضافياً على وجود علاقة بين

توجيه شكر:

يود الباحثان أن يشكرا كل من د. صعفق الركبي، المدير العام لسوق الكويت للأوراق المالية وخلف الجاسم، مساعد العضو المنتدب لشركة بيت الأوراق المالية وعلي خليل، نائب الرئيس التنفيذي لشركة المركز المالي على آرائهم ومناقشاتهم البناءة لنتائج هذا البحث. والطالبة أسماء الشميس على جمع البيانات الأولية وتصنيفها.

المراجع

- Agrawal, A. And Mandelker, G. 1987. Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, *Journal of Finance*, 42: 823-837.
- Barclay, M. J. and Holderness, C. G. 1991. Negotiated Block Trades and Corporate Control, *Journal of Finance*, 25: 861-878.
- Barclay, M. J., Holderness, C. G. 1989. Private benefits from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, 25: 371-395.
- Barclay, M. J., Holderness, C. G. and Pontiff 1993. Private Benefits from Block Ownership and Discount on Closed End-Funds, *Journal of Financial Economics*, 33: 263-291.
- Baskin, J. B. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, 18: 26-35.

- Bera, A. K. and Jarque, C. M. 1981. An Efficient Large-Sample Test for Normality of Observations and Regression Residuals, *Australian National University Working Papers in Econometrics*, 40, Camberra.
- Bowerman, B.L., O'Connell, R.T. and Hand M. 2001. Business Statistics in Practice, 2nd Ed., *McGraw-Hill*.
- Chaganti, R. And Damanpour, F. 1991. Intitutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance, *Strategic Management Journal*, 7: 479-491.
- Demsetz, H. and Lehn, K. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93: 1155-1177.
- Du, J. and Dai Y. 2005. Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: evidence from East Asian economies, *Corporate Governance*, 13 (1): 60-71.
- Faccio, M and Lang, L. 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.
- Friend, I. And Hasbrouck, J. 1988. Determinants of Capital Structure, *Research in Finance*, 7: 1-19.
- Friend, I. And Lang, L. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structre, *Journal of Finance*, 43: 271-281.
- Hanka, G. 1994. The Empirical Relations Between Managers' Stock Ownership and Their Consumption of Leisure and Perquisites, Unpublished paper, Pennsylvania State University, School of Business.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. and Palia, D. 1999. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance, *Journal of Financial Economics*, 53: 353-384.
- Holderness, C. G. 2003. A Survey of Blockholders and Corporate Control, *FRBNY Economic Policy Review*, April: 51-64.
- Holderness, C. G., Kroszner, R. S. and Sheehan D. P. 1999. Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression, *Journal of Finance*, 54: 435-369.
- Holthausen, R. W. and Lacker, D. F. 1991. Financial Performance and Organizational Structure, Unpublished paper, University of Pennsylvania Wharton School.
- Jensen, G., Solberg, D. And Zorn, T. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27: 247-263.
- Kim, W. And Sorensen, E. 1986. Evidence on the Impact of the Agency

- Costs of Debt on Corporate Debt Policy *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21: 131-144.
- Kole, S. 1995. Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data, *Journal of Corporate Finance*, 1: 413-435.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. 1999. Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54: 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. and Vishny, R. W. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance*, 57: 1147-1171.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. and Vishny, R. W. 1998. Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 105: 1113-1155.
- Mehran, H. 1992. Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27: 539-560.
- Mehran, H. 1995. Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 38 (2): 163-184.
- Mikkelson, W. and Partch, M. 1989. Managers' Voting Rights and Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 25: 263-290.
- Mikkelson, W. and Regassa, H. 1991. Premiums Paid in Block Transactions, *Managerial and Decision Economics*, 12: 511-7.
- Mikkelson, W. and Ruback, R. 1985. An Empirical Analysis of the Inter-firm Equity Investment Process, *Journal of Financial Economics*, 14: 523-553.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G. and Rim-bey, J. N. 1998. The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*, 33: 85-98.
- Morch, R., Shleifer, A. and Vishny, R. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20: 293-316.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. 1995. What do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data, *Journal of Finance*, 50: 1421-1460.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. 1986. Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94 (3): 461-488.

ملحق (أ)

تصنيف حجم السيطرة على مستوى الشركات

تصنيف	حقوق أكبر المساهمين		القطاع	اسم الشركة
	تدفقات نقدية	سيطرة		
عامة	٪٠,٠٠	٪٠,٠٠	بنوك	بنك الكويت الوطني
عائلة	٪٢١,٧٣	٪٢١,٧٣	بنوك	بنك الخليج
عائلة	٪٢٣,٠٠	٪٢٣,٠٠	بنوك	البنك التجاري الكويتي
عائلة	٪٣٠,٥٥	٪٣٠,٥٥	بنوك	البنك الأهلي الكويتي
خارجي	٪٤٧,٧٠	٪٤٧,٧٠	بنوك	بنك الكويت و الشرق الأوسط
عامة	٪٩,٦١	٪٩,٦١	بنوك	البنك العقاري الكويتي
عائلة	٪١٤,٤٢	٪٣٣,٩٥	بنوك	بنك برقان
حكومة	٪٤٣,٧١	٪٤٣,٧١	بنوك	بيت التمويل الكويتي
حكومة	٪٧٦,١٩	٪٧٦,١٩	استثمار	الشركة الكويتية للاستثمار
عامة	٪١٦,٩٠	٪١٦,٩٠	استثمار	شركة السهيلات التجارية
عائلة	٪٤٠,١٩	٪٤٥,٢٦	استثمار	شركة الاستشارات المالية الدولية
عامة	٪١٩,٤٢	٪١٩,٤٢	استثمار	شركة الاستثمارات الوطنية
عائلة	٪٤٢,٤٧	٪٤٢,٤٧	استثمار	شركة مشاريع الكويت القابضة
عامة	٪١٣,٤٧	٪١٣,٤٧	استثمار	الشركة الأهلية للاستثمار
عائلة	٪٢٦,٢٠	٪٢٦,٢٠	استثمار	شركة الساحل للتنمية و الاستثمار
خارجي	٪٤٧,٩٥	٪٤٧,٩٥	استثمار	شركة المستثمر الدولي
عامة	٪١٢,٠٢	٪١٢,٠٢	استثمار	شركة بيت الأوراق المالية
عائلة	٪١,٩٩	٪٢١,٧٠	استثمار	شركة الاستثمارات الصناعية
عائلة	٪٢٣,٤٩	٪٢٣,٤٩	استثمار	مجموعة الأوراق المالية
حكومة	٪١,٦٨	٪٢٠,٨٨	استثمار	المركز المالي الكويتي
خارجي	٪٢٣,٢٢	٪٤٨,٦٨	استثمار	شركة الكويت و الشرق الأوسط للاستثمار
خارجي	٪٢٣,٦٩	٪٢٣,٦٩	استثمار	المجموعة الدولية للاستثمار
حكومة	٪٤٢,٩٤	٪٧٢,٥٠	استثمار	مجموعة عارف الاستثمارية
عامة	٪١٥,٦٧	٪١٥,٦٧	استثمار	شركة دار الاستثمار
عائلة	٪١٠,٨٢	٪٩٠,٠٠	استثمار	شركة الشال للاستشارات و الاستثمار
عامة	٪٢,٢٨	٪١١,٧٤	استثمار	الشركة الأولى للاستثمار
عائلة	٪٢٠,١٢	٪٢٠,١٢	استثمار	شركة المال للاستثمار
حكومة	٪١١,٦١	٪٢٦,٥٧	استثمار	بيت الاستثمار الخليجي
حكومة	٪١٢,٧٧	٪٢٩,٢٣	استثمار	شركة أعيان للإجارة والاستثمار
عامة	٪١٦,٥٣	٪١٦,٥٣	استثمار	شركة بيان للاستثمار
عامة	٪١٤,٧٥	٪١٦,٢١	استثمار	بيت الاستثمار العالمي
عامة	٪١٠,٩٦	٪١٨,٧٠	استثمار	شركة أصول للإجارة والتمويل

تابع: ملحق (أ)

اسم الشركة	القطاع	حقوق أكبر المساهمين		تصنيف
		سيطرة	تدفقات نقدية	
الشركة الخليجية الدولية للاستثمار	استثمار	٪٣٦,٨٤	٪٤,٩٦	عائلة
الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار	استثمار	٪٢٠,٥٠	٪٢٠,٥٠	عائلة
مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول	استثمار	٪٧٣,١٣	٪٩,٥٥	عائلة
الشركة الدولية للإجارة و الاستثمار	استثمار	٪٣٧,٧١	٪٢٠,٠٠	حكومة
شركة كويت إنفست	استثمار	٪٢١,٤٦	٪٢١,٤٦	عائلة
شركة الكويت للتأمين	تأمين	٪١٢,٦٠	٪١٢,٦٠	عامة
شركة الخليج للتأمين	تأمين	٪٤٧,٩٤	٪١٦,٦٩	عائلة
الشركة الأهلية للتأمين	تأمين	٪١٢,٣٣	٪٠,١٠	عامة
شركة وربة للتأمين	تأمين	٪٣٢,٧٥	٪٣٢,٧٥	عائلة
شركة إعادة التأمين الكويتية	تأمين	٪٤٠,٠٠	٪٤٠,٠٠	خارجي
الشركة الأولى للتأمين التكافلي	تأمين	٪٢٧,٥٠	٪١٢,٠٢	حكومة
شركة وثاق للتأمين التكافلي	تأمين	٪٢٧,٤٣	٪٤,٣٠	عائلة
شركة عقارات الكويت	عقار	٪١٦,٦٧	٪١٦,٦٧	عامة
شركة العقارات المتحدة	عقار	٪٣٦,٥٢	٪١٣,٠٦	عائلة
الشركة الوطنية العقارية	عقار	٪٢٥,٢٦	٪١١,١٥	عائلة
شركة الصالحية العقارية	عقار	٪١٥,٩٥	٪١٥,٩٥	عامة
شركة لؤلؤة الكويت العقارية	عقار	٪١٩,٨٣	٪١٩,٨٣	عامة
شركة التمدين العقارية	عقار	٪٣٣,١٦	٪٣٣,١٦	عائلة
شركة أجيال العقارية الترفيهية	عقار	٪٢٣,٠٩	٪٢٣,٠٩	عائلة
شركة المصالح العقارية	عقار	٪٤٢,١٩	٪٤٢,١٩	عائلة
الشركة العربية العقارية	عقار	٪١٣,٤٧	٪١٣,٤٧	عامة
شركة الاتحاد العقارية	عقار	٪١٢,٧٩	٪١٢,٧٩	عامة
شركة الإنماء العقارية	عقار	٪٥٥,٢١	٪١٤,٩١	حكومة
شركة المباني	عقار	٪٥٢,٩٣	٪٤,٢٧	حكومة
شركة المال العقارية	عقار	٪٢٩,٥٩	٪١٥,٦٦	عائلة
شركة جيزان العقارية	عقار	٪٢٠,٤٢	٪٢٠,٤٢	عائلة
الشركة الكويتية اللبنانية للإنماء العقاري	عقار	٪٥,٩٨	٪٥,٩٨	عامة
الشركة الدولية للمنتجات	عقار	٪٢٣,٢٣	٪٢٣,٢٣	عائلة
الشركة التجارية العقارية	عقار	٪٩,١٨	٪٩,١٨	عامة
شركة سنالم العقارية	عقار	٪٢٠,٥٠	٪٢٠,٥٠	عائلة
مجموعة الصناعات الوطنية القابضة	صناعة	٪١٣,٧٤	٪٨,٦٣	عامة
الشركة الكويتية لصناعات الأنابيب - نفطية	صناعة	٪١٣,٥٣	٪١٣,٥٣	عامة
شركة أسمنت الكويت	صناعة	٪٥٥,٤٥	٪٣٠,٢١	حكومة

تابع: ملحق (أ)

تصنيف	حقوق أكبر المساهمين		القطاع	اسم الشركة
	تدفقات نقدية	سيطرة		
عائلة	٪٨,٦٥	٪٢٥,٨٣	صناعة	شركة صناعات التبريد والتخزين
عامة	٪١٠,٨٢	٪١٤,٤١	صناعة	شركة الخليج للكابلات و الصناعات الكهربائية
عائلة	٪٢٠,٠٠	٪٢٠,٠٠	صناعة	شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن
حكومة	٪٢١,٣٨	٪٤٦,١٥	صناعة	شركة المقاولات و الخدمات البحرية
عامة	٪١٦,٧٦	٪١٦,٧٦	صناعة	شركة أسمنت بورتلاند كويت
عائلة	٪٧,٤٨	٪٤٥,٩٩	صناعة	شركة الشعبية للصناعات الورقية
عائلة	٪٣,١١	٪٤٨,٤٠	صناعة	شركة المعادن والصناعات التحويلية
عائلة	٪٢٧,٢٤	٪٢٧,٢٤	صناعة	شركة السكب الكويتية
عائلة	٪٢٧,٦٣	٪٢٧,٦٣	صناعة	شركة صناعات الخرسانة الخلوية
عائلة	٪٤٥,٠٥	٪٤٥,٠٥	صناعة	شركة الصناعات المتحدة
عامة	٪٥,٤٩	٪٥,٤٩	صناعة	شركة بوبيان للبتركيماويات
عائلة	٪٢٣,٥٥	٪٥٨,٢٢	صناعة	شركة الخليج لصناعة الزجاج
عائلة	٪٤٧,٥٠	٪٤٧,٥٠	صناعة	شركة إسمنت الهلال
عائلة	٪٦,٧٥	٪٤٩,٢٨	صناعة	الشركة الأهلية للمشاريع الصناعية
عائلة	٪٢٤,٧٧	٪٢٤,٧٧	صناعة	الشركة الكويتية لصناعة مواد التغليف
حكومة	٪٢,٨٨	٪٣٥,٦٦	صناعة	الشركة الكويتية لصناعة مواد البناء
حكومة	٪٦,٠١	٪٧٤,٤٥	صناعة	شركة الصناعات الوطنية لمواد البناء
عائلة	٪٤٥,٨١	٪٤٥,٨١	صناعة	الشركة الخليجية للصخور
عامة	٪١١,٢٥	٪١١,٢٥	صناعة	شركة المعدات القابضة
عائلة	٪٩,٩٧	٪٣٠,٠٧	خدمات	شركة السينما الكويتية الوطنية
عائلة	٪٨,٩١	٪٢٦,٨١	خدمات	شركة الفنادق الكويتية
عائلة	٪٢,٨٤	٪٢٥,٤٨	خدمات	شركة المخازن العمومية
عائلة	٪٢٥,٢٣	٪٢٥,٢٣	خدمات	شركة مجمعات الأسواق التجارية الكويتية
حكومة	٪٢٤,٦٠	٪٢٤,٦٠	خدمات	شركة الاتصالات المتنقلة
عائلة	٪٢٣,١٦	٪٥٢,٥٠	خدمات	شركة الحاسبات القابضة
حكومة	٪١٩,٩٠	٪٦٠,٦٨	خدمات	المجموعة التعليمية القابضة
عامة	٪٧,٨٨	٪٧,٨٨	خدمات	شركة المجموعة البترولية المستقلة
عائلة	٪٢١,٦٠	٪٢١,٦٠	خدمات	الشركة الوطنية للتنظيف
عائلة	٪٤٤,١٤	٪٤٤,١٤	خدمات	شركة مركز سلطان للمواد الغذائية
عائلة	٪٤٤,١٢	٪٤٤,١٢	خدمات	شركة مجموعة عربي القابضة
عائلة	٪٣٥,٨٩	٪٣٥,٨٩	خدمات	شركة مجموعة النقل والتخزين
عائلة	٪٩,٦٨	٪٢٢,٨٠	خدمات	الشركة الوطنية للاتصالات المتنقلة
عامة	٪٩,٤٠	٪٩,٤٠	خدمات	شركة رابطة الكويت والخليج للنقل

تابع: ملحق (أ)

تصنيف	حقوق أكبر المساهمين		القطاع	اسم الشركة
	سيطرة	تدفقات نقدية		
عامة	٪١٠,٠٠	٪١٠,٠٠	خدمات	الشركة الكويتية للكيبل التلفزيوني
حكومة	٪٦٨,٥٠	٪٦٨,٥٠	خدمات	شركة الأنظمة الآلية
عائلة	٪٠,٥٠	٪٢٥,٣٠	خدمات	الشركة الوطنية للخدمات البترولية
عائلة	٪٢٨,٤٧	٪٢٨,٤٧	خدمات	الشركة الكويتية لبناء المعامل والمقاولات
عائلة	٪٦٣,٠٠	٪٣١,٨٠	خدمات	الشركة الكويتية للمسالخ
حكومة	٪٣٠,٠٩	٪٧٠,٠٥	خدمات	شركة إياس للتعليم الأكاديمي والتقني
حكومة	٪٦,٥٣	٪٤٠,٣١	خدمات	شركة النبراس القابضة
عائلة	٪٣٦,٦٠	٪٣٦,٦٠	خدمات	شركة محلات رعد
حكومة	٪٥٧,٢٠	٪٥٧,٢٠	أغذية	شركة نقل و تجارة المواشي
عائلة	٪٢٤,١١	٪٥٣,٥١	أغذية	شركة الأسماك الكويتية المتحدة
عائلة	٪١٣,٨١	٪٣٠,٧٧	أغذية	الشركة الكويتية المتحدة للدواجن
عائلة	٪٥٤,٥٩	٪٥٤,٥٩	أغذية	الشركة الكويتية للأغذية
عائلة	٪٣٢,١٤	٪٣٢,١٤	أغذية	شركة المجموعة المتحدة للصناعات الغذائية

ABSTRACT

**OWNERSHIP STRUCTURE AND ITS
RELATIONSHIP WITH CAPITAL STRUCTURE:
AN EMPIRICAL STUDY ON THE COMPANIES LISTED IN
THE KUWAIT STOCK EXCHANGE**

**TALLA M. AL-DEEHANI
KHALED M. AL-SAAD**

Kuwait University

This paper investigates the relationship between the ownership structure and the capital structure of the companies listed in the Kuwait Stock Exchange. It provides evidence for a positive relationship between the amount of debt and the amount of control rights relative to the amount of cash flow rights. A positive relationship between the amount of debt and the existence of a manager from a controlling family has also been found. Other positive relationships between the amount of debt and the amount of controlling rights, and cash flow rights and a family-concentrated ownership were also found. The study warns of the possible damage that non-controlling investors with smaller ownership may get in the case of a financial crisis such as the one witnessed by the Asian markets in 1997.

طلاع محمد الديحاني، (دكتوراه في التمويل، جامعة باث، المملكة المتحدة، ١٩٩٠)، أستاذ مشارك بقسم التمويل والمنشآت المالية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت. له اهتمامات بحثية في مجالات التمويل الإسلامي، وارتباطات أسواق الأسهم، والهياكل المالية وسياسات توزيع الأرباح إضافة إلى جوانب أخرى.

خالد محمد السعد، (دكتوراه في التمويل، جامعة كليرمونت، الولايات المتحدة الأمريكية، ١٩٨٦)، مدرس بقسم التمويل والمنشآت المالية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت. له اهتمامات بحثية في التمويل السلوكي، والهيكل المالي، وسياسات توزيع الأرباح.

