



البنوك العاملة في الأردن والقطاع الخاص

طبيعة العلاقة وأهميتها

أيلول ٢٠١٨



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM



منتدى الاستراتيجيات الأردني JORDAN STRATEGY FORUM

جاء تأسيس منتدى الاستراتيجيات الأردني ترسيخاً لإرادة حقيقية من القطاع الخاص بالمشاركة في حوار بناء حول الأمور الاقتصادية والاجتماعية التي يُعنى بها المواطن الأردني، ويجمع المنتدى مؤسسات وشركات رائدة وفاعلة من القطاع الخاص الأردني، إضافة إلى أصحاب الرأي والمُعنيين بالشأن الاقتصادي؛ بهدف بناء تحالف يدفع نحو استراتيجيات مستدامة للتنمية، ورفع مستوى الوعي في الشؤون الاقتصادية والتنمية، وتعظيم مساهمة القطاع الخاص في التنمية الشاملة.

وقد تمّ تسجيل المنتدى بتاريخ 2012/8/30 بوصفه جمعيةً غير ربحية تحمل الرقم الوطني 2012031100026، وتقع ضمن اختصاص وزارة الثقافة.

عمان، الأردن

ت: +962 6 566 6476

ف: +962 6 566 6376



جدول المحتويات

| | |
|----|------------------------------------|
| 4 | الملخص التنفيذي |
| 6 | المقدمة |
| 8 | البيانات، منهجية الدراسة، والنتائج |
| 10 | الملخص والتوصيات |
| 12 | المراجع |
| 13 | ملحق أ |

الملخص التنفيذي

على التمويل لا تؤثر فقط على تكلفة رأس المال لهذه الشركات، ولكنها تؤثر أيضاً على سلوكها الاستثماري. بالإضافة لذلك، فإنه وعلى الصعيد الاقتصادي؛ يؤدي استثمار الشركات في الأصول الثابتة لخلق المزيد من فرص العمل وتحفيز النمو الاقتصادي الحقيقي.

يقوم منتدى الاستراتيجيات الأردني من خلال ورقة السياسات هذه بالإجابة على الأسئلة الثلاثة التالية:

أولاً، ما هو هيكل رأس مال الشركات الأردنية المساهمة العامة والمدرجة في بورصة عمان (الشركات غير المالية - خدمية وصناعية)؟ وما الذي يفسر تركيب هيكل رأس مال لهذه الشركات؟!

ثانياً، ما هو السلوك الاستثماري للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وتحديداً الشركات غير المالية (خدمية وصناعية)؟

ثالثاً، ما هو أثر الاقتراض من البنوك على الأنماط الاستثمارية للشركات في الأردن؟

وبناءً على التحليل الذي قام به المنتدى سيتم سرد بعض النتائج والتوصيات التي تم التوصل إليها:

يجب ألا يتم التقليل من الأهمية الاقتصادية للأنظمة المالية، وذلك لأن " البنوك والأسواق المالية القوية والمتينة تُساهم في زيادة تدفق الأموال بكفاءة إلى استثماراتها المثلى والمنتجة، كما تعمل الأنظمة المالية الكفؤة والقوية على مساعدة الحكومات في زيادة استثماراتها المالية، والمحافظة على مخصصات الأمان المالي، وتسريع نقل الأموال بأمان عبر الحدود وبين البلدان" (البنك الدولي). ونظراً لفوائدها، تم تأسيس الأسواق المالية حول العالم وفي أكثر من 165 دولة.

في الأردن تم تأسيس سوق عمان المالي في العام 1978، وكما هو في كافة أسواق العالم؛ فإن أحد أهداف بورصة عمان هو تشجيع الشركات المدرجة على جمع أموال إضافية من خلال إصداراتها للأوراق المالية، ومن ثم استثمار هذه الأموال في أصول حقيقية ومنتجة. وهذه المسألة تعتبر ذات أهمية بالغة من أجل خلق المزيد من فرص العمل في الاقتصاد وتحفيز النمو الاقتصادي الحقيقي.

وفي سياق الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية، هناك مسألتين رئيسيتين ما تزالان تجذبان اهتمام ذوي الشأن في الأسواق المالية: الأولى، هيكل رأس مال الشركات المدرجة (درجة الاعتماد على الديون المصرفية في تمويل أصولها). وثانياً، السلوك الاستثماري لهذه الشركات في الأصول الثابتة. ويعزى الاهتمام في دراسة هاتين المسألتين نظراً للحقيقة القائلة بأن؛ طريقة الشركات في الحصول

النتائج

(إيطاليا، اسبانيا، اليونان، البرتغال، سلوفينيا) تعادل هذه النسبة نحو 67.4% (البنك المركزي الأوروبي 2017).

ثالثاً، المتوسط الكلي لنسبة الديون طويلة الاجل إلى إجمالي الأصول في الأردن تعادل 4.9%، وهذه النسبة أيضاً هي منخفضة وذلك مقارنة بما نسبته 12.8% في مجموعة مكونة من ثماني دول أوروبية (منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية 2017). وفي خمسة دول أوروبية أخرى (إيطاليا، اسبانيا، اليونان، البرتغال، سلوفينيا) والتي تعادل فيها هذه النسبة 22.8% (البنك المركزي الأوروبي 2017). كذلك، فإنه مع انخفاض نسبة الديون طويلة

أولاً، المتوسط الكلي لنسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول تعادل 34.5%. ويعتبر هذا المعدل في الأردن منخفضاً إذا ما تمت مقارنته مع دول مثل؛ الصين (56%)، تركيا (58%)، المملكة المتحدة (53%)، قبرص (49%)، النمسا (61%)، وألمانيا (61%)، ونحو 58% في 24 اقتصاد ناشئ ومختلف (صندوق النقد الدولي، 2016).

ثانياً، المتوسط الكلي لنسبة ديون الشركات للبنوك إلى إجمالي أصولها في الأردن يعادل 16.6%، وهذه النسبة هي أقل من ثماني دول أوروبية تعادل هذه النسبة بها 61.7% (منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية 2017). في خمسة دول أوروبية أخرى

الأخيرة، ففي العام 2015 كان هذا المعدل يعادل (-0.1%)، وفي عام 2016 كان (-1.1%)، وفي عام 2017 كان (-2.7%).

خامساً، يؤثر هيكل رأس مال الشركات من حيث (قروض البنوك إلى إجمالي الأصول) على استثمار الشركات، فعند زيادة نسبة ديون البنوك إلى إجمالي الأصول؛ فإن استثمارات الشركات تزداد. مرونة هذه العلاقة تعادل (0.64)، وهذا يشير إلى أن زيادة بنسبة 10% في ديون الشركات للبنوك تؤدي لزيادة بنسبة 6.4% في استثمار الشركات المدرجة في الأصول الثابتة.

الأجل إلى إجمالي الأصول في الشركات الأردنية، فإن الكثير منها ليس لديها أي ديون طويلة الأجل!

رابعاً، خلال الفترة 2007-2017 كان وسيط التغيير السنوي في صافي الأصول الثابتة يعادل -2.2%. بعبارة أخرى، فهذا يدل على أن معظم الشركات لم تقوم بأي استثمارات في أصولها الثابتة خلال العقد الأخير. كذلك فإن الوسط الحسابي للتغيير السنوي في صافي الأصول الثابتة كان سالباً خلال السنوات

مضامين السياسات

رابعاً، من المؤسف أن نلاحظ أن الشركات ذات الأسهم الأعلى سعراً (بالنسبة لقيمتها الاسمية) لا تقوم بالاستثمار أكثر من غيرها، وهذا يشير إلى أن هذه الشركات إما أنها لا تبحث عن المزيد من الفرص الاستثمارية، أو أنها لا تدرك مدى أهمية ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها. بالمحصلة، فإن أي شركة تتسم بسعر سهم أعلى من غيرها تحتاج لإصدار أسهم أقل عددا لتمويل مشاريع استثماراتها الرأسمالية. وهذه المسألة بحاجة لمزيد من الدراسة والاستقصاء من خلال القيام باستطلاعات واستبيانات على المدراء الماليين لمعرفة آرائهم وتوجهاتهم نحو هذه القضية.

خامساً، غياب وجود سوق ثانوي (وأولي) لسندات الشركات المساهمة العامة هي مسألة يجب دراستها، ويجب اتخاذ الخطوات اللازمة لإنشاء هذا السوق؛ فوجوده سيؤدي لتنوع مصادر التمويل للشركات، على الأقل لتلك الشركات التي تحتاج للتمويل، وبالتالي سيقفل تكلفة رأس المال الكلية لهذه الشركات.

أولاً، يجب أن تبقى مسألة هيكل رأس المال لشركات القطاع الخاص الأردني ممثلةً بالشركات المدرجة في بورصة عمان وأثرها على الاستثمار على سلم أولويات أصحاب العلاقة في الأردن.

ثانياً، يجب إجراء وتنفيذ استطلاعات واستبيانات لدراسة البنوك الأردنية وكذلك الشركات المدرجة، والهدف من هذا هو استقصاء ومعرفة سبب الانخفاض النسبي في المديونية في هذه الشركات؛ وهل سبب هذا هو أن الشركات المدرجة لا تقوم بالاستثمار بشكل كافٍ يجعلها بحاجة لتمويل هذه الاستثمارات من خلال الاستدانة من البنوك (جانب الطلب)؟؟ أم أن إدارات البنوك تتبع سياسات إقراض متحفظة (جانب العرض)؟؟

ثالثاً، بحسب تحليل المنتدى، من المشجع أن نقول بأن الشركات التي تقترض بشكل أكبر من البنوك تقوم بالاستثمار أكثر من غيرها. وهذه علاقة مفيدة للطرفين سواءً أكانت للشركات المدرجة المقترضة من البنوك أم للبنوك المقرضة حد ذاتها، ويجب العمل على تحسين هذه العلاقة لتحقيق المنفعة لكافة الأطراف.

1. المقدمة

ج. ستمكن الشركات المدرجة في الأسواق المالية من الحصول على رافعة مالية إضافية (تمويل) عندما تكون بحاجة لقروض من المؤسسات المالية.

"السبب الرئيسي لاتخاذ الشركات قرار ادراج نفسها في السوق المالي هو الحصول على المزيد من التمويل، وتوزيع مخاطر هذا التمويل على مجموعة أكبر من حاملي الأسهم"

وفي سياق الحديث عن الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية، هنالك مسألتين مرتبطتين بهذا الموضوع ما زالت تجذب اهتمام مراكز الفكر والأكاديميين والباحثين الاقتصاديين والمؤسسات المالية بشتى أنواعها، وهاتين المسألتين هما؛ أولاً، هيكل رأس المال للشركات المدرجة في الأسواق المالية. ثانياً، سلوكها الاستثماري في الأصول الثابتة.

ما هو تعريف هيكل رأس المال؟

يعود تعريف هيكل رأس المال إلى حجم توظيف الشركات وكيفية استخدامها لأدوات التمويل (رأس المال أو الدين) لتمويل نشاطها وتمويل أصولها. يتم قياس هيكل رأس المال في هذه الشركات من خلال احتساب نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي أصولها أو احتساب إجمالي ديونها إلى إجمالي أصولها.

ما هي أهمية هيكل رأس المال؟

1. تقليل تكلفة رأس المال:

ان هيكل رأس مال سليم وقوي يقلل من تكلفة رأس المال على أي مؤسسة تجارية. وفي المتوسط، فإن تكلفة التمويل من خلال الدين أقل من تكلفة التمويل من خلال الملكية وذلك لأن الفوائد على الدين تُخفّض من الضريبة.

2. تحفيز استثمار الشركات:

ان تقليل تكلفة رأس المال تحفز النشاطات التجارية المختلفة على الاستثمار وتوسيع نطاق أعمالها.

3. زيادة قيمة الشركات السوقية:

ان هيكل رأس مال قوي وسليم لشركة ما يساهم في زيادة القيمة السوقية لسهم هذه الشركة.

لظالما جذبت الأسواق المالية والبنوك اهتمام الباحثين الأكاديميين ومراكز الفكر وكذلك المنظمات الدولية، وكان السبب الكامن خلف ذلك هو الأهمية الاقتصادية لوجود سوق مالي متطور وكفؤ يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي والتنمية.

" الأنظمة المصرفية والأسواق المالية القوية والمتينة تُساهم في زيادة تدفق الأموال بكفاءة إلى استثماراتها المثلى والمنتجة، كما تعمل الأنظمة المالية الكفؤة والقوية على مساعدة الحكومات في زيادة استثماراتها المالية، والمحافظة على مخصصات الأمان المالي، وتسريع نقل الأموال بأمان عبر الحدود وبين البلدان" (البنك الدولي)

"إن الأسواق المالية أصبحت تلعب دوراً محورياً في تمويل البنية التحتية مثل؛ الطرق ومحطات توليد الطاقة والمدارس والمستشفيات والمنازل وكذلك تساعد في إدارة المخاطر غير المتوقعة" (البنك الدولي)

"ان الأنظمة المالية والأسواق المالية المرنة والتي تتسم بالشفافية وسلاسة الأداء تساهم في تعزيز الاستقرار المالي للدولة وخلق الوظائف ومكافحة الفقر" (البنك الدولي)

مع معرفة الآثار الاقتصادية والاجتماعية للأنظمة المالية بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص، يمكن معرفة سبب زيادة الأسواق المالية في العالم، حيث انه ومنذ العام 1975 وحتى العام 2016 ارتفع عدد الاقتصادات حول العالم التي لديها على الأقل سوق مالي واحد من 53 إلى 165. وهذه الزيادة في عدد الأسواق المالية حول العالم قد تُعزى للعديد من الأسباب. والأهم، يجب ألا نغفل الإيجابيات التي يمكن أن تحققها هذه الشركات عند ادراجها في الأسواق المالية.

أ. يؤدي ادراج الشركة في السوق المالي إلى انفتاحها على آفاق جديدة وهذا يساعدها على تحسين تسويق بضائعها وخدماتها. كما يساعد على زيادة مصداقية الشركة والذي سيساهم في زيادة الزبائن والإيرادات.

ب. يساعد ادراج الشركات في الأسواق المالية على زيادة قدرتها في تحصيل تمويل لمشاريعها من خلال إصدارات الأسهم.

4. تعظيم العوائد:

ويقوم منتدى الاستراتيجيات الأردني من خلال ورقة السياسات هذه بدراسة هيكل رأس المال والسلوك الاستثماري للشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2007-2017، وذلك من خلال الإجابة على الأسئلة الثلاثة التالية:

1. ما هو تركيب هيكل رأس المال للشركات الخدمية والصناعية المدرجة في بورصة عمان؟ وما الذي يفسر تركيب هيكل رأس مال هذه الشركات؟
2. ما هو السلوك الاستثماري للشركات غير المالية المدرجة في بورصة عمان؟
3. ما هو أثر الاقتراض على السلوك الاستثماري للشركات؟

ان هيكل رأس مال قوي وسليم يحفز إدارات الشركات للعمل على رفع أرباح الشركات فيما يتعلق بالعائد على حقوق ملكية حاملي الأسهم.

وبناءً على ما ذكر أعلاه، يجب ألا تقلل من قيمة بورصة عمان في هذا المجال، تأسس هذا السوق في العام 1978، ويضم هذا السوق الشركات والمؤسسات الرئيسية والمحورية للاقتصاد الأردني، وتتضمن؛ 15 بنكاً و20 شركة تأمين و29 شركة خدمات مالية و23 شركة عقارية، و48 شركة خدمية و50 شركة صناعية، وتتضمن هذه الشركات أكبر الشركات الأردنية من حيث حجم الأصول والمبيعات والتشغيل.

2. البيانات، منهجية الدراسة، والنتائج

للإجابة على الأسئلة المذكورة أعلاه في الورقة، قام المنتدى بتحليل إحصائي لبيانات 76 شركة صناعية وخدمية مدرجة في بورصة عمان، وقام باستخدام بيانات هذه الشركات للفترة 2007-2017.



مقارنة هذا المعدل بما هو عليه في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية فسندج بأنه يعادل 61.7% في هذه الدول. كمل يصل هذا المعدل إلى 67.4% في دول مثل إيطاليا وإسبانيا والبرتغال واليونان وسلوفينيا.

3. ان المتوسط الكلي لمعدل إجمالي الديون طويلة الأجل للبنوك إلى إجمالي الأصول في الأردن للشركات الأردنية ضمن العينة يعادل 4.9%، وهذا المعدل أيضاً أقل مما هو عليه في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وبالإضافة إلى ذلك، تعتبر معدلات الديون طويلة الأمد على الشركات الأردنية للبنوك منخفضة؛ وهذا يعطي انطباعاً بأن هذه الشركات ليس عليها أي ديون من هذا النوع للبنوك!!!

4. خلال الفترة 2007-2017 كان وسيط التغير السنوي في صافي الأصول الثابتة يعادل -2.2%. بعبارة أخرى، فهذا يدل على أن معظم الشركات لم تقوم بأي استثمارات في أصولها الثابتة خلال العقد الأخير. كذلك فإن الوسط الحسابي للتغير السنوي في صافي الأصول الثابتة كان سالباً خلال السنوات الأخيرة، ففي العام 2015 كان هذا المعدل يعادل (-0.1%)، وفي عام 2016 كان (-1.1%)، وفي عام 2017 كان (-2.7%).

5. خلال الفترة 2007-2017، ارتفع معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في الشركات الأردنية من 30% إلى 40%، كما ارتفع معدل إجمالي القروض للبنوك إلى إجمالي الأصول من 14% إلى 18% (الشكل 2).

وتعتبر العينة التي استخدمها المنتدى لتحقيق أهداف الدراسة عينة ممثلة بشكل ممتاز حيث أن العدد الكلي لهذه الشركات هو 98 شركة.

ولتحليل وقياس هيكل رأس المال للشركات المشمولة في الدراسة، اعتمد المنتدى على مقياسين (متغيرين)، وهم:

1. معدل إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول.

2. معدل الاقتراض من البنوك إلى إجمالي الأصول.

ولتحليل العوامل المؤثرة في تركيب هيكل رأس المال والسلوك الاستثماري للشركات المشمولة في الدراسة، فإن المنهجية المتبعة مبنية في ملحق الدراسة.

وبناءً على ما ذكر أعلاه، نقوم بسرد النتائج التي توصل لها منتدى الاستراتيجيات الأردني بعد تحليل العينة وباستخدام المنهجية المذكورة:

1. ان المتوسط الكلي لمعدل إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول يعادل 34.5% للشركات ضمن العينة، وهذا المعدل منخفض نسبياً، وهو أقل من العديد من الدول الأخرى، مثل: الصين (56%) وتركيا (58%) والمملكة المتحدة (53%) وقبرص (49%) والنمسا (61%) وألمانيا (61%).

2. ان المتوسط الكلي لمعدل إجمالي الديون للبنوك إلى إجمالي الأصول يعادل 16.6% للشركات ضمن العينة، وإذا ما تمت



6. ان المتوسط الكلي لمعدل التغير السنوي في صافي الأصول الثابتة يعادل 4.44%، وكان متوسط التغير السنوي في هذا المعدل سالباً خلال الفترة 2014-2017 .
7. ان العامل الأكثر تأثيراً في هيكل رأس المال للشركات ضمن عينة المنتدى هو العائد على الأصول، فعندما تزداد الربحية، ينخفض معدل اجمالي المطلوبات إلى اجمالي الأصول ومعدل قروض البنوك إلى اجمالي الأصول.
8. يؤثر حجم الشركة ايجابياً على هيكل رأس المال فيها، حيث أن الشركات ذات الحجم الأكبر تظهر معدلات أعلى من المطلوبات إلى اجمالي أصولها، وأيضاً معدلات أعلى من قروض البنوك إلى اجمالي أصولها.
9. لا يؤثر هيكل الأصول للشركات على مستويات دينها، حيث أنه عند زيادة معدل الأصول الثابتة إلى اجمالي الأصول في هذه الشركات فإن هذا لا يغير في مستوى دين الشركات، وهذا يشير إلى أن هذه الشركات لا تستخدم أصولها للحصول على المزيد من الديون.
10. لا يؤثر عمر الشركة على معدلي اجمالي المطلوبات إلى اجمالي الأصول واجمالي قروض البنوك إلى اجمالي الأصول، وهذا يعني أنه مع زيادة عمر الشركة لا تتغير مستويات الدين فيها.
11. لا يؤثر حجم الشركات على حجم ديونها نسبةً إلى الأصول فيها، بمعنى أنه مع زيادة حجم الشركة لا يزيد مستوى دينها.
12. لا يؤثر مستوى الالتزامات إلى الأصول في الشركات ضمن العينة على مستوى استثماراتها.
13. يؤثر مستوى الديون للبنوك إلى اجمالي الأصول في الشركات ضمن العينة على حجم استثمار هذه الشركات، فكلما ارتفع هذا المعدل ارتفع حجم استثمار الشركات. وهذا يعني أن الشركات ضمن العينة تستفيد من الأموال والتسهيلات التي تحصل عليها من البنوك لتوسيع نطاق استثماراتها.
14. ان القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات نسبة إلى قيمتها الدفترية لا يؤثر على السلوك الاستثماري للشركات ضمن العينة. وهذا يعني أنه لا فرق في السلوك الاستثماري بين الشركات ذات الأسهم مرتفعة السعر أو القيمة أو تلك التي تظهر انخفاضاً في أسعار أو قيم أسهمها.

3. الملخص والتوصيات

لهذه الشركات لتوسيع استثماراتها. وفي هذا السياق من المهم طرح السؤال التالي: هل يوجد لدى الشركات الأردنية فرص استثمارية ذات ربحية وهي لا تبحث عن مصادر لتمويل هذه الفرص؟ أم أن هذه الشركات ليس لديها فرص استثمارية كافية وذات ربحية ولذلك هي لا تبحث عن مصادر لتمويل هذه الفرص؟ أم أن البنوك تتبع سياسة ائتمانية محافظة (ذات مستوى مخاطرة منخفض) تجاه الشركات الأردنية؟

وبناءً على ما سبق فإن التوصيات كما يأتي:

أولاً، ان مسألة هيكل رأس المال للقطاع الخاص الأردني، ممثلة في الشركات المدرجة، والآثار المترتبة عليها فيما يتعلق بالاستثمار يجب أن تبقى أولوية لجميع أصحاب العلاقة.

ثانياً، يجب أن يتم اجراء استطلاعات واستبيانات دورية للبنوك وشركات القطاع الخاص، وذلك لتكوين فهم حول هيكل رأس المال للشركات وأسباب انخفاض نسبة الاعتماد على القروض البنكية فيها. وهل تعود هذه إلى السلوك الاستثماري والاقتراضي للشركات (انخفاض الطلب على الاقتراض)؟ أم ان السياسة الائتمانية المتبعة لدى البنوك هي المانع لاقتراض الشركات بهدف تمويل استثماراتها؟

"تم تقييم دور الائتمان المصرفي في تقييد استثمار الشركات ومخزونها ورأس المال العامل فيها ومدى نموها وتوسعها من خلال النظر إلى بيانات مجموعة واسعة من الشركات الصغيرة والمتوسطة في 12 دولة أوروبية خلال الفترة 2014-2016. وأظهرت النتائج بأن مقيدات الائتمان تؤثر سلباً على استثمار الشركات في الأصول الثابتة" (البنك المركزي الأوروبي، 2018)

"تمت دراسة الرابط بين تمويل الشركات والقرارات الاستثمارية للشركات الأوروبية من خلال اجراء استطلاع على مستوى الشركات التي تتعامل مع البنك الاستثماري الأوروبي (EIBIS) ويقوم هذا الاستطلاع بتزويد بيانات غنية وكثيفة حول المصادر التمويلية لهذه الشركات وكيفية استثمارها في الأصول الملموسة وغير الملموسة" (البنك المركزي الأوروبي 2018).

ثالثاً، من المهم الإشارة إلى أن الشركات ذات القروض الأكثر للبنوك تكون أنشط استثمارياً من غيرها، ولذلك يجب تعزيز هذه

يهدف منتدى الاستراتيجيات الأردني من خلال ورقة السياسات هذه إلى دراسة السلوك الاستثماري للشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2007-2017.

وبناءً على التحليل الذي قام به منتدى الاستراتيجيات الأردني، يمكن تلخيص النتائج كما يأتي:

أ. تعتمد الشركات الأردنية على مستويات أقل من المطلوبات أو الديون البنكية نسبةً إلى إجمالي أصولها.

ب. لا يوجد لدى الشركات الأردنية ديون طويلة الأجل للبنوك.

ج. يؤثر الأداء المحاسبي للشركات الأردنية سلبياً على مستويات دينها، حيث أن الشركات الأردنية تفضل أن تمويل أنشطتها من خلال الأرباح التي تحققها بدلاً من الاعتماد على التمويل المصرفي في تمويل هذه الأنشطة.

د. لا يؤثر هيكل الأصول للشركات على مستويات دينها، حيث أنه عند زيادة معدل الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول في هذه الشركات فإن هذا لا يغير في مستوى دين الشركات، وهذا يشير إلى أن هذه الشركات لا تستخدم أصولها للحصول على المزيد من الديون.

هـ. تظهر بيانات الشركات ضمن العينة بأن أداء هذه الشركات كان ضعيفاً خلال السنوات ما بين (2007-2017)، حيث كان وسيط التغير السنوي في الأصول الثابتة لهذه الشركات سالباً.

و. من المهم الإشارة إلى أن نتائج تحليل المنتدى تفضي إلى أن اقتراض الشركات من البنوك يؤثر إيجابياً على استثمارها، حيث أن مرونة العلاقة على المدى الطويل بين هذا النوع من الاقتراض والاستثمار تعادل (0.64)، وهذا يعني أن زيادة حجم قروض الشركات إلى إجمالي أصولها بنسبة 10% يؤدي إلى زيادة استثماراتها بنسبة 6.4%.

بايجاز، ان الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في

بورصة عمان تحافظ على مستويات منخفضة من الدين، وعلى الرغم من ذلك فإن الأدلة تشير إلى أن تمويل استثمارات هذه الشركات من خلال الاقتراض هو أمر له أثر إيجابي على أدائها واستثمارها في الأصول الثابتة. ولذلك، يجب على ذوي الشأن والعلاقة في هذا المجال أن يبحثوا عن المزيد من التمويل المصرفي

"تظهر تجربة العديد من البلدان في جميع أنحاء العالم بوضوح أنه عند تنمية القطاع المالي فإن ذلك يساهم في تحفيز النمو الاقتصادي، كذلك فإن الهشاشة المالية وعدم الاستقرار يمكن أن تضرب بالنمو بشكل حرج. وفي أعقاب الأزمات المالية في أواخر التسعينات، تزايد الاهتمام بالتقييم المنهجي لنقاط القوة والضعف في الأنظمة المالية، وذلك لتحقيق الهدف الأهم والمتمثل في صياغة سياسات ملائمة لتعزيز الاستقرار المالي، وتحفيز تنمية القطاع المالي" (البنك الدولي).

العلاقة المفيدة المتبادلة بين الشركات المدرجة (المقترضين) والبنوك (المقرضين).

رابعاً، من المؤسف أن الشركات ذات الأسهم التي لها أسعار سوقية أعلى من قيمتها الدفترية لا تستثمر أكثر من غيرها!! وهذا قد يشير إلى أن هذه الشركات إما أنها لا تبحث عن فرص استثمارية بشكل جدي، أو أنها لا تقدر أهمية القيمة السوقية لأسهمها. وبالمحصلة، ان أي شركة ذات أسعار أسهم أعلى بكثير من غيرها ستحتاج إلى إصدار أسهم أقل لتمويل أي مشروع استثمار رأسمالي. وفي هذا السياق، يؤكد المنتدى على أهمية اجراء استبيان يدرس الأسباب التي تدفع المدراء الماليين لهذه الشركات لهذا السلوك الإداري.

خامساً، يجب أن يتم دراسة أسباب غياب سوق أولي وثانوي لسندات الشركات والآثار المترتبة على عدم وجود مثل هذا السوق. وإن أمكن؛ اتخاذ الخطوات الضرورية لإنشاء هذا السوق. حيث أن وجوده يساعد في تنوع مصادر تمويل الشركات، وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال على الشركات التي تبحث عن تمويل.





المراجع

European Central Bank (2017), “Corporate Debt and Investment: A Firm-Level Analysis for Stressed Euro Countries”, Prepared by S. Gebauer, R. Setzer, and A. Westphal.

IMF (2016), “Emerging Market Corporate Leverage and Global Financial Conditions”, Prepared by A. Alter and S. Elekdag.

OECD (2017), “Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis”, Prepared by S. Kalemli-Ozcan, L. Laeven and D. Moreno.

European Central Bank (2018), “Credit Constraints, Firm Investment and Growth: Evidence from Survey Data”, Prepared by M. Gómez.

European Investment Bank (2018), “What Finance for What Investment? Survey-Based Evidence for European Companies”, Prepared by A. Ferrando and C. Preuss.

ملحق أ

To analyze the capital structure of our sample of companies, the JSF relies on two measures:

1. Total Liabilities to Total Assets Ratio (LIABILITIES)
2. Bank Debt to Total Assets Ratio (DEBT)

To analyze the factors that affect the capital structure of our sample of companies, the JSF estimates the following models:

$$LIABILITIES_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 AGE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$DEBT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 AGE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

where age is the natural logarithm of the company's age, ROA is net income to total assets, SIZE is the natural logarithm of total assets, and TANG is the ratio of fixed assets to total assets. Finally, i and t stand for companies i (1-76) and time period (2007-2017), and ϵ is the error term.

To analyze the behavior of our sample of companies' investment, the JSF relies on one measure:

Net Fixed Investment= I/FA where I is the change in net fixed assets in a given year to total fixed assets at the beginning of the year.

To analyze the factors that affect the behavior of our sample of companies' investment, the JSF estimates the following models:

$$INVESTMENT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LIABILITIES_{i,t} + \beta_2 AGE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 TOBIN_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$INVESTMENT_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 DEBT_{i,t} + \beta_2 AGE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 TOBIN_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

where INVESTMENT is the annual change in net fixed assets divided by the beginning-of-year fixed assets, LIABILITIES is total liabilities to total assets, DEBT is total bank debt to total assets, Age is the natural logarithm of the company's age, ROA is net income to total assets, SIZE is the natural logarithm of total assets, TOBIN is the market value of subscribed shares to the book value, and ϵ is the error term. Finally, i and t stand for companies i (1-76) and time period (2007-2017).

Table 1: Descriptive Statistics (Capital Structure Analysis)

| Variable | Mean | Standard Deviation |
|---|--------|--------------------|
| Total Liabilities to Total Assets | 0.345 | 0.212 |
| Total Debt to Total Assets | 0.165 | 0.154 |
| Long-Term Debt to Total Assets | 0.049 | 0.0853 |
| Company Age (Natural Logarithm) | 3.061 | 0.640 |
| Return on Assets | 0.015 | 0.120 |
| Market Capitalization to Book Value (Tobin's Q) | 1.371 | 0.706 |
| Company Size (Natural Logarithm of Assets) | 16.850 | 1.446 |
| Fixed Assets to Total Assets | 0.395 | 0.232 |

Table 2A: Determinants of Capital Structure (Total Liabilities)
Seemingly-Unrelated Regression

| Variable | Coefficient | t-Statistics |
|------------------------------|-------------|--------------|
| Company Age | 0.020 | 1.317 |
| Return on Assets | -0.322 | -5.989* |
| Company Size | 0.017 | 5.670* |
| Fixed Assets to Total Assets | -0.012 | -0.345 |
| Adjusted R ² | 0.189 | |
| F-Statistic | 65.554* | |
| Durbin-Watson Statistic | 1.849 | |

* Implies significance at the 99% confidence level.

Table 2B: Determinants of Capital Structure (Total Banks Loans)
Seemingly-Unrelated Regression

| Variable | Coefficient | t-Statistics |
|------------------------------|-------------|--------------|
| Company Age | -0.031 | -1.759 |
| Return on Assets | -0.222 | -6.866* |
| Company Size | 0.015 | 7.156* |
| Fixed Assets to Total Assets | -0.002 | -0.076 |
| Adjusted R ² | 0.183 | |
| F-Statistic | 63.219* | |
| Durbin-Watson Statistic | 1.889 | |

* Implies significance at the 99% confidence level.

Table 3: Descriptive Statistics (Corporate Investment Analysis)

| Variable | Mean | Standard Deviation |
|---|--------|--------------------|
| Corporate Investment | 0.040 | 0.717 |
| Total Liabilities to Total Assets | 0.349 | 0.211 |
| Total Debt to Total Assets | 0.168 | 0.157 |
| Company Age (Natural Logarithm) | 3.092 | 0.605 |
| Return on Assets | 0.010 | 0.121 |
| Market Capitalization to Book Value (Tobin's Q) | 1.347 | 0.693 |
| Company Size (Natural Logarithm of Assets) | 16.868 | 1.462 |
| Fixed Assets to Total Assets | | |

Table 4A: Determinants of Corporate Investment
Seemingly-Unrelated Regression

| Variable | Coefficient | t-Statistics |
|-----------------------------------|-------------|--------------|
| Company Age | -0.016 | -0.996 |
| Return on Assets | 0.449 | 5.991* |
| Company Size | 0.002 | 0.600 |
| Total Liabilities to Total Assets | 0.067 | 1.354 |
| Adjusted R ² | 39.199 | |
| F-Statistic | 17.700* | |
| Durbin-Watson Statistic | 2.021 | |

* Implies significance at the 99% confidence level.

**Table 4B: Determinants of Corporate Investment
Seemingly-Unrelated Regression**

| Variable | Coefficient | t-Statistics |
|---|-------------|--------------|
| Company Age | -0.011 | -0.695 |
| Return on Assets | 0.496 | 6.619* |
| Company Size | -0.001 | -0.094 |
| Total Bank Loans to Total Assets | 0.228 | 3.162* |
| Adjusted R ² | 47.252 | |
| F-Statistic | 10.406* | |
| Durbin-Watson Statistic | 2.019 | |
| * Implies significance at the 99% confidence level. | | |



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM

هاتف: +٩٦٢ ٦٥١١ ٦٤٧٦ فاكس: +٩٦٢ ٦٥١١ ٦٣٧٦
www.jsf.org info@jsf.org

 /JordanStrategyForumJSF  @JSFJordan