

العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة (دراسة حالة في الأردن)

م.م. نوال حربي راضي

كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة القادسية

أ.د. مؤيد محمد علي الفضل

جامعة القادسية - كلية القانون

المستخلص

تستهدف الدراسة الحالية اختبار أثر أربعة آليات للحاكمة المؤسسية هي : نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة ورقابة كبار حملة الأسهم وأخيرا الفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير العام ، اختبار أثر هذه الآليات الأربعة على قيمة الشركة معبر عنها بمقياسين هما : معدل العائد على الإستثمار ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم . وقد جرت الدراسة على عينة مؤلفة من 116 شركة مسجلة في سوق عمان المالي وموزعة على ثلاثة قطاعات هي : صناعية ومصارف وتأمين وأخيرا شركات خدمات ، وقد أسفرت الدراسة عن النتائج الآتية :

- 1- وجود أثر لآليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة عند التعبير عنها بمعدل العائد على الإستثمار وإنعدام هذا الأثر عند التعبير عنها بنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية .
- 2- يعد مستوى النمو في حجم الإستثمارات محددا لتأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة .
- 3- تكون قدرة الشركات كبيرة الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة .
- 4- تكون الشركات عالية المديونية أكثر من الشركات منخفضة المديونية في مجال استخدام آليات الحاكمية المؤسسية .

المقدمة

تقوم نظرية الوكالة على العلاقة التي تنشأ بين طرفين هما : الموكل أو الأصيل من جهة ، والوكيل من جهة ثانية . وتتحدد هذه الوكالة وفق شروط عقد صريحة أو ضمنية ، يكلف بموجبها الموكل الوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه كما يفوضه باتخاذ القرارات نيابة عنه ، وعلى أساس هذا المفهوم تصف هذه النظرية الشركة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذوي المصالح المشتركة فيها ، والتي تركز على فرضيتين أساسيتين هما : [Wolk , et.al , 2001 :

دورية فصلية علمية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد

1. أن الموكل والوكيل شخص أو أشخاص يتميزون بالحصافة والوعي ، بمعنى أن كلا الطرفين يعرف مصلحته ، لذا يسعى إلى تعظيم منافعه المتوقعة ، وهذه المنافع المتوقعة هي التي ستحدد في النهاية تصرفاته وقراراته .

2. تأسيساً على ما تقدم سيسعى الوكيل إلى تعظيم منفعة حتى ولو كان ذلك على حساب مصلحة الموكل ، ومن هنا سينشأ نوع من تضارب المصالح مما يوجب توفر آليات تقلل من فرص حدوث التعارض إلى حدها الأدنى .

وفي إطار ذلك تبحث نظرية الوكالة في اقتصاديات وسلوكيات طرفان يوصفان من أهم الأطراف التعاقدية في الشركة وهما الإدارة وحملة الأسهم . أما دور الإدارة فيتمثل في أنها مفوضة من قبل حملة الأسهم لإدارة الموارد المتاحة للشركة والتفاوض نيابة عنهم مع كل الأطراف المهمة بالشركة ، وبالطريقة التي تحقق نواتج ايجابية تفوق كلفة الفرصة البديلة التي كان ممكن استثمار تلك الموارد فيها . ونظراً لتوقع حملة الأسهم إساءة الإدارة لاستخدام هذه الموارد ، فإن جزء من التوازن بين مصالح جميع الأطراف يتحقق بإبرام عقود مختلفة تتضمن شروط تمنع أو على الأقل تحد من التصرفات الانتهازية من جانب الإدارة والتي تعنى بمصالح حملة الأسهم . أما حملة الأسهم فيوصفهم الطرف الأكثر تحملاً لمخاطر القرارات غير الرشيدة للإدارة والتي ينعكس أثرها بشكل أو بآخر على معدل العائد على الاستثمار ، ومن ثم القيمة السوقية لأسهم الشركة ، فإن دورهم يتمثل في ملاحظة ومراقبة التزام الإدارة بالشروط التعاقدية معها وتقييم أداء الشركة الدوري للمحافظة على قيمة ممتلكاتهم من الأسهم . ولهذا الغرض يستخدمون العديد من الآليات لتحقيق أهداف تلك الرقابة ، وقد عرفت هذه الآليات بـ ((الحاكمية المؤسسية)) . [Shleifer and Vishny , 1997] .

وقد شهد الفكر المحاسبي والإداري ، على حد سواء ، جهوداً بحثية مكثفة لوصف طبيعة العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وأداء الشركة أحياناً ، وقيمة الشركة أحياناً أخرى . وقد أخذت هذه الجهود في دراسة تلك العلاقة مدخلين ، يعتمد المدخل الأول على فرضية أداء الشركة التي تقيد بأن الربحية العالية للشركة هي نتيجة حتمية للآليات الفاعلة المستخدمة في الرقابة على الأداء . أما المدخل الثاني فيدرس العلاقة من خلال الآثار المترتبة لدور آليات الحاكمية المؤسسية في رقابة أداء الشركة على الأسعار المستقبلية لأسهمها ، وجاءت نتائج هذين المدخلين في اتجاهين متعاكسين ، حيث يرى الاتجاه الأول إن قيمة الشركة تتأثر بمشاكل الوكالة وبالتالي هناك دور هام لآليات الحاكمية المؤسسية على أداء الشركة ومن ثم قيمتها السوقية ، ومن أوائل مؤيدي هذا الاتجاه [Jensen and Meckling , 1976] اللذان وجدوا إن المديرين في الشركات الأمريكية يميلون إلى الحد من مشاكل الوكالة من خلال امتلاك الإدارة جزء من رأس مال الشركة ، وإن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية لأسهم الشركة يؤدي إلى تحسين الأداء ، وإن انخفاضها يجعلهم أكثر تحفيزاً نحو زيادة عوائدهم الشخصية من مكافآت وغيرها . أما الاتجاه الثاني فيرى إن قيمة الشركة لا تتأثر بمشاكل الوكالة وبالتالي لا توجد علاقة بين قيمة الشركة وآليات الحاكمية المؤسسية ، ومن أوائل أنصار هذا المدخل [Demsetz and Lehn , 1985] .

والجدير بالذكر إن تلك الجهود لم تتباين في نتائجها فحسب ، وإنما في طريقة دراستها للعلاقة السببية بين آليات الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة . فعلى سبيل المثال انطلقت دراسة [Morch , 1988 et.al] من الآليات إلى القيمة ، بينما درس [Kole , 1996] العلاقة انطلاقاً من القيمة إلى الآليات ، في حين ذهب [Demsetz and Villalonga , 2001] إلى افتراض أن العلاقة تبادلية بين المتغيرين .

وبالرغم من الأهمية العلمية لنتائج تلك الجهود البحثية في إغناء أدبيات كل من الحاكمية المؤسسية ونظرية التمويل ، إلا أنها واجهت العديد من الانتقادات بفعل تجاهلها لبعض المتغيرات الوسيطة التي من الممكن أن يكون لها أثر هام في تغيير نوع العلاقة مثل المتغيرات الخاصة بالنمو في حجم استثمارات الشركة [Chen , et.al , 2006 ; Cho , 1998] . وفي ضوء هذا الانتقاد ، من جهة ، وفي ظل الندرة النسبية للدراسات الميدانية العربية لهذا الموضوع الحيوي والهام من نظرية الوكالة من جهة ثانية ، تأتي الدراسة الحالية التي تستهدف تقديم أدلة مستمدة من واقع تطبيق آليات الحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة الأردنية ، عن مدى تأثير هذه الآليات على قيمة الشركة .

أهمية الدراسة

تأتي أهمية الدراسة من النقاط الآتية :

1. يقول [Ledekarl , 2004] إذا كان على حملة الأسهم الخارجيين أن يكتشفوا ويفهموا ويراقبوا كل شيء يقوم به المديرين ، فسوف لن تكون هناك حاجة إلى أولئك المديرين ، لأن الأصل في نظرية الوكالة هو حالة الضرورة التي تتطلب تفويض المديرين سلطة اتخاذ القرارات ، كما إن الرقابة بحد ذاتها هي عملية مكلفة وهو ما يحد من مقدار استخدامها ، حيث لا يتم اللجوء إليها بشكل عام إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل تتطوي على نتائج سيئة ، وإن استخدامها ينبغي أن يكون وفق قاعدة الكلفة - المنفعة . وعليه فأن البحث في آليات الحاكمية المؤسسية الذي يدور حول تحديد الهيكلية المثلى لهذه الآليات والتي تعمل على تعظيم قيمة الشركة ، خاصة في ظل وجود تشكيلة متنوعة من تلك الآليات ذات العلاقات المتبادلة ، يعد من الأهمية بمكان لحملة الأسهم إلى جانب الجهات المسؤولة عن الاقتصاد في الأردن ، وذلك في مجال تقييم فاعلية الآليات المستخدمة من قبل الشركات . كما أن البحث في هذا الموضوع ممكن أن يساهم ولو بشكل غير مباشر في تقييم نظام حوافز المديرين في الشركات الأردنية ، حيث أن وجود نظام حوافز جيد قد يقود المديرين لاتخاذ إجراءات تعظم من ثروة حملة الأسهم ، إلا أن ذلك لا يعني بأي حال من الأحوال إن المديرين جميعهم جيدين على حد سواء ويحاولون الاستفادة من نظام الحوافز في تحقيق التوافق فيما بين مصلحتهم الذاتية ومصالح حملة الأسهم وبالشكل الذي يعظم من قيمة الشركة ، الأمر الذي يتطلب مراقبتهم من خلال آليات معينة لتحديد ثغرات هذا النظام وحمائته من السلوكيات غير المرغوب بها ، وخير مثال على هذا السلوك هو الحالات الواسعة لتهديد الدخل التي حدثت في الشركات الأردنية خلال السنوات 2001 - 2003 [الفصل ، 2006] .

2. لا شك إن اختلاف نتائج الدراسات السابقة فيما بين مؤيد ومعارض للعلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة ، سيجعل من هذه الدراسة مساهمة جديدة في مجال أدبيات الحاكمية المؤسسية ونظرية التمويل ، لا سيما أنها ستجرى على بيئة عربية تختلف عن البيئات الأجنبية التي أجريت فيها تلك الدراسات خاصة فيما يتعلق بسوق رأس المال ، حيث يوصف سوق عمان المالي بأنه من الأسواق الناشئة الضعيفة [Al - Shiab and Abu - Tapanjeh , 2005] .

3. بغض النظر عن النتائج التي ستسفر عنها هذه الدراسة في دعم أو دحض العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة ، فأنها تعد مساهمة جادة من قبل الباحثين في إثراء أدبيات هذا الموضوع الحيوي الذي لم يحظ بالاهتمام الكافي من قبل المعنيين في الفكر الإداري و المحاسبي في الوطن العربي . فعلى حد علم الباحثين تعد هذه الدراسة الأولى من نوعها ، على الأقل ، في الأردن رغم ما عرض من بحوث عن الحاكمية المؤسسية في المؤتمر العلمي المهني الخامس لجمعية مدقي الحسابات القانونيين الأردنيين المقام في عمان في أيلول عام 2003 الأمر الذي يمكن أن يعكس أهميتها .

الإطار الفكري للدراسة

أولاً :- المرتكزات الأساسية للحاكمة المؤسسية : المفهوم والأهمية والآليات

أ. مفهوم الحاكمية المؤسسية :-

بالرغم من أن الإضاءات الأولى لموضوع الحاكمية المؤسسية يمكن أن تكون جاءت من طروحات آدم سميث في كتابة ثروة الأمم ، والتي حذر فيها من المشاكل المحتملة للملكية الغائبة للشركات [Grant , 2003] ، والمطالبة الصريحة لعالمي الاقتصاد [Berle and Means] بضرورة فرض السيطرة والرقابة على الفجوة التي قد تحدث بين حملة الأسهم والمديرين من جراء ممارسات الأخير السلبية [Spanos , 2005] ، والإدراك المبكر لرواد نظرية الإدارة إلى إن مسؤولية إدارة الشركة يجب أن لا تقع على عاتق حملة الأسهم فقط ، وإنما على جميع الأطراف ذات المصالح معها من جهة ، والتنبيه عن حتمية حدوث الصراع بسبب تعارض المصالح من جهة ثانية [Jensen and Meckling , 1976] . بالرغم من ذلك إلا أن القلق المتزايد من جانب أصحاب المصالح في الشركة إزاء أسلوب ممارسة السلطة من قبل المديرين وفقدان الرؤية الإستراتيجية والنفوذ الواسع الذي يتميز به كبار المديرين والمبالغ الضخمة التي يحصلون عليها بصفة مكافآت ، وتقشي الفساد الإداري وتورط شركات المراجعة والتدقيق الكبيرة في قضايا مهنية بعيدة عن السلوك المهني الذي يجب الالتزام به مثل إدانة شركة Arthur Anderson في قضية شركة Colonail التي أعلنت إفلاسها عام 1990 [William , 2000] ، كان من أبرز العوامل الدافعة لظهور الحاكمية المؤسسية كمصطلح علمي واستخدامها كوسيلة للرقابة على تصرفات الإدارة إبان بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي ، إذ يتفق في هذا الخصوص كل من [أبو العطاء ، 2003] ، [Chong , 2004] على أن استخدام الحاكمية المؤسسية كمصطلح علمي

وممارسة مهنية كان مع بداية عقد التسعينيات وذلك نتيجة عدم كفاءة طاقم الإدارة وسوء استخدام السلطة الذي أطلق عليهم بـ ((فريق مهزلة الضوء الخافت)) . ناهيك عن القناعة التي تولدت من الدلالات الميدانية للحاكمية المؤسسية التي أوضحت تأثيراتها المجتمعية والمنظماتية ، ففي مجال التأثير المجتمعي بين [Hopkins] ((إن الإطار الشامل لمفهوم الحاكمية المؤسسية لا يكون مرتبطاً فقط بالنواحي القانونية والمالية للشركة وإنما أيضاً بالنواحي الاقتصادية والاجتماعية والسياسية وسلطة التحكم بوجه عام . ويمكن القول إنه إذا صلحت الشركة كنواة صلح الاقتصاد ككل ، وإذا فسدت فإن تأثيرها من الممكن أن يمتد ليضر عدد كبير من فئات الاقتصاد والمجتمع ، لذا من الضروري الاهتمام بأصحاب المصالح سواء من لهم صلة مباشرة أم غير مباشرة بالشركة)) [Hopkin , 2000] . أما في مجال التأثير للمنظماتية فقد عبر عنه [Hitt وزملاءه] بقولهم : ((أن الحاكمية المؤسسية أكثر من مجرد علاقة بين الشركة ومموليها ، فالمديرين التنفيذيين ومجلس إدارة الشركة يهتمون بالتأكد بقائمة طويلة من القضايا ، ولكن في الواقع أن البحث في السبب (لماذا ؟) على وجه الدقة هو الذي جعل للحاكمية ذلك الأثر العميق والواسع على معظم جوانب صياغة إستراتيجية المنظمة وتنفيذها . ويمكن الحصول على فهم أفضل للسبب (لماذا ؟) وللأسلوب (كيف ؟) عندما يتم فحص آليات الحاكمية الداخلية والخارجية)) [Hitt, et.al , 2003] .

وتعرف الحاكمية المؤسسية بأنها نظام يتم بواسطته توجيه ورقابة أداء المديرين في الشركة بالشكل الذي يحقق أهدافها ويحد من تضارب المصالح فيما بين حملة الأسهم والإدارة ، وعليه فهي تبحث في الآليات الكفيلة لضمان تحفيز الإدارة نحو الأداء المتميز والإنتاجية العالية من جهة ، والحيلولة دون الوقوع في المحذور الذي يؤدي إلى الإضرار في أداء الشركة ومن ثم في قيمتها السوقية وبالتالي في ثروة حملة الأسهم من جهة أخرى . كما تشير إلى البحث عن أفضل الممارسات لتحسين الإفصاح والشفافية وحماية حقوق صغار حملة الأسهم [دهمش وأبو رز ، 2003 ؛ عاطف ، 2003] .

وبناءً على ذلك المفهوم فإن عمل الحاكمية المؤسسية يستند الى ثلاثة ركائز أساسية تتمثل في السلوك الأخلاقي والرقابة والمسائلة وأخيراً إدارة المخاطر . ففيما يخص الركيزة الأولى فإن الحاكمية المؤسسية تعمل على ضمان الالتزام الأخلاقي للإدارة عن طريق الالتزام بالأخلاقيات الحميدة والقواعد والسلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح الأطراف المرتبطة بالشركة إلى جانب الشفافية في تقديم المعلومات . أما بخصوص الركيزة الثانية ، فإن الحاكمية المؤسسية تعمل على تفعيل أدوار أصحاب المصالح في نجاح الشركة وتحقيق أهدافها وذلك من خلال تفعيل رقابة هيئة سوق المال والأطراف الرقابية العامة الأخرى ، وكذلك رقابة المساهمون ومجلس الإدارة ولجنة المراجعة والمراجعون الداخليون والخارجيون ، إضافة إلى رقابة الأطراف الأخرى مثل الدائنون والمقرضون . وفيما يتعلق بركيزة إدارة المخاطر فإن للحاكمية المؤسسية دوراً بارزاً في وضع نظام لإدارة المخاطر والإفصاح وتوصيل المخاطر إلى مستخدمي المعلومات وأصحاب المصلحة [حماد ، 2005] .

ب. أهمية الحاكمية المؤسسية :-

يمكن بلورة أهمية الحاكمية المؤسسية ، بما يأتي :

1. تعد منظومة ايكولوجية تنتشر تأثيرها المتبادل على العديد من المجالات الاقتصادية والاجتماعية و السياسية والقانونية والإدارية . فمن الناحية الاقتصادية تعمل الحاكمية على تعظيم قيمة الشركة وتدعم تنافسيتها بالأسواق ، بما يمكنها من جذب مصادر تمويل محلية وعالمية للتوسع والنمو و يجعلها قادرة على خلق فرص عمل جديدة ، وتحقيق استقرار أسواق المال . أما من الناحية الاجتماعية والسياسية فتأتي من كون الشركات تؤثر وتتأثر بالحياة العامة ، إذ أن أدائها يمكن أن يؤثر في الوظائف والدخول ومستويات المعيشة . ومن ثم يجب أن تسأل الشركات عن التزامها في الإطار الأشمل لرفاهية المجتمع وتقدمه . ويبرز تأثير الحاكمية المؤسسية في هذا المجال ، من خلال معاونه الإدارة الحكومية في تحقيق طموحات المواطنين عن طريق الاستجابة لمتطلباتهم وحاجاتهم بشكل مناسب ، لا سيما في مجال تخفيف حدة الفقر وتعزيز حقوق الإنسان وإرساء قواعد العدل . أما الأنظمة القانونية فتعد صمام الأمان الرئيس الضامن لحاكمية جديدة للشركات من خلال توفير معايير الإفصاح والشفافية والنزاهة [أبو العطاء ، 2003 ; أبو كمال 2000] .

2. تمثل منظومة معايير وممارسات معاصرة لاستثمار الموارد المتاحة للمنظمات بكفاءة وفاعلية ، عاكسة بذلك حالة تقدم الإدارة وتطورها من إدارة تقليدية إلى إدارة تتجاوب مع متطلبات أصحاب المصالح وتستعمل الآليات المناسبة لتحقيق الأهداف المرجوة من المنظمة ومشاريعها بشفافية [عاطف ، 2003] . وقد عبر [Levitt] في كتابه [خذ من الشارع Take on the street] عن هذه الحالة بقوله : " لقد تحول شعار المستثمر من الهروب إلى الصمود " ، فبعد أن كان المستثمر يبيع أسهمه التي يمتلكها ويترك الشركة - هروب - أو كما يقال [With his feet to vote] ، عندما يرى أن إدارة الشركة غير كفوءة أو أنها تعمل على وفق آليات غير فاعلة وبعيدة عن الأخلاقيات ، ولكن تغيرت هذه النظرة في الوقت الحاضر بفضل الحاكمية وآلياتها ، إلى محاولة إصلاح إدارة الشركة - الصمود - لتحقيق نجاحها ، ومن ثم بقائها في عالم المنافسة [Levitt , 2002] .

3. تعمل كمتغير أساس من متغيرات الإدارة الاستراتيجية التي تؤثر في تحديد أغراض المنظمة وتوجهها الاستراتيجي ويصور الشكل رقم (1) هذه الأهمية من منظور [Johnson and Scholes , 1997] .



شكل (1) المؤثرات في الأغراض المنظمة

ويعضد [Hitt] وزملاءه الرأي السابق بقوله : " أن لحاكمية المنظمة ومناهجها أثراً كبيراً على أنماط الاستراتيجيات التي تصوغها وتنفذها [Hitt , Ireland and Hoskisson , 2003] .

ويؤيد [Witt and Meyer , 2002] تأثير الحاكمية على صياغة غرض المنظمة ، إذ أشار إلى أن الوظيفة الأولى للحاكمية هي التأثير في صياغة رسالة المنظمة وإعلان وإيصال المبادئ الأساسية التي ستقود نشاطاتها ، وإن تحديد غرض المنظمة ووضع الأسبقيات بين المطالبين بها يعد جزءاً من وظيفة الصياغة ، فمجلس الإدارة يمكنه تنفيذ هذه المهمة عبر المفاضلة بين الخيارات الاستراتيجية الأنسب . وعلى هذا الأساس عد [Morck and Steier , 2004] أن الحاكمية تعنى بتحديد الاتجاه والأداء الاستراتيجي للمنظمات عبر اتخاذ القرارات الاستراتيجية الناجحة ، لحماية موارد المنظمة واستثمارتها ، وضمن قدر مناسب من الرؤية والمرونة المطلوبتين للمديرين الذين يفترض أن تتوافر فيهم خصائص : الفهم و الذكاء و التفاهم ، لكي يكيفوا توجههم مع البيئة وتلبية احتياجاتها .

4. تؤثر في تطوير عمليات التدقيق والمراجعة المالية والاستراتيجية ، فمن خلال تنفيذ وظيفة الإشراف بشكل فعال ، بوجود التوجه الاستراتيجي القوي ، تتأكد فاعلية الرقابة والتدقيق الاستراتيجي والمالي عن طريق تقليل التناقض بين ما هو كائن وبين ما ينبغي أن يكون في مصالح الأطراف كافة [Julie , 2001 ; عاطف ، 2003] .

ج. آليات الحاكمية المؤسسية :-

تتفق الأدبيات على أن هناك مدخلين أساسيين لدراسة آليات الحاكمية المؤسسية هما :-

1. **المدخل الخارجي :-** ويركز هذا المدخل على تعظيم ثروة حملة الأسهم عن طريق المساهمة والإشراف على تحقيق أهداف الشركة من قبل المالكين والاهتمام بمصالحهم فقط .

2. **المدخل الداخلي :-** ويستند هذا المدخل على آليات الحاكمية المؤسسية وهياكلها ، ويعكس أنموذجاً لرقابة الشركة الذي يهتم بمصالح الأطراف المتعددة .

وفيما يخص علاقة الوكالة ، يعد المدخل الداخلي الأكثر مناسبة ، وذلك ليس بسبب تشجيع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في وثيقتها الموسومة ((مبادئ حاكمية الشركات)) على اتباع هذا المدخل [حماده ، 2005] فحسب وإنما لكونه يمنح اعتباراً قوياً لجميع الأطراف المستفيدة من أداء الشركة عند ممارسة آليات الحاكمية المؤسسية ، وفي هذا المجال ، تكشف أدبيات الحاكمية المؤسسية عن أربعة آليات يمكن استخدامها في رص منافع المديرين مع منافع حملة الأسهم وهي [Young , 2003]

1. الملكية الإدارية
2. حجم مجلس الإدارة وتركيبه
3. الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة
4. رقابة كبار حملة الأسهم .

وفيما يلي عرض لهذه الآليات :-

دورية فصلية علمية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد

1. الملكية الإدارية :- ويقصد بهذه الآلية امتلاك المديرين وأعضاء مجلس الإدارة لجزء من أسهم رأس مال الشركة . وقد عبرت دراسة [Jensen and Meckling , 1976] عن فاعلية هذه الآلية في الرقابة على تكاليف الوكالة والحد من سلوك الإدارة غير المرغوب فيه بنسبة تركيز الأسهم عند الإدارة ، حيث وجد هذان الباحثان أن انخفاض نسبة تركيز الأسهم في الإدارة إنما يعني زيادة اتجاهها نحو تحقيق منافعها على حساب مصالح حملة الأسهم ، وذلك من خلال استغلال نظام الحوافز والمكافآت أو العمل على تكوين شهرة إدارية عن طريق الاستفادة من مساحة الحرية المتاحة لها في الاختيار من بين السياسات المحاسبية والممارسات المهنية البديلة في إطار من الإفصاح الذكي عن الأداء الذي يضمن لها الاستقرار الوظيفي ويحقق لها المكاسب المباشرة وغير المباشرة . وفي ذات السياق يقول [Fama] أن الإدارة التي لا تمتلك جزء من رأس مال الشركة تعي تماماً لمنافعها وتضع استقرارها الوظيفي وشهرتها الإدارية في مقدمة أهدافها ، وتتنظر إلى أداء الشركة على أنه الوسيلة الفاعلة لدى حملة الأسهم لتقييم جهودها وتقرير مصيرها ، ولأجل ذلك الهدف ، قد تلجأ إلى ما يعرف بوسائل تهديد الدخل الذي قد يؤثر سلباً على قيمة الشركة [Fama , 1980] . كما ترى [Kelly] أن امتلاك الإدارة لجزء من رأس مال الشركة سيحفزها كثيراً نحو اختيار الأنشطة التي تعظم من ربحية الشركة وبالتالي فإن مصلحة الإدارة ، في هذه الحالة ، تتمثل في العائد الذي ستحصل عليه على شكل توزيعات أرباح وذلك لامتلاكها حصة من أسهم الشركة ، وكذلك على ما سترتب على تلك التوزيعات من ردود فعل ايجابية عند المتعاملين في سوق الأوراق المالية التي ستعكس بدورها على أسعار أسهم الشركة مما يتيح لحامليها تحقيق عوائد سوقية ربما تكون غير عادية [Kelly , 1983] .

وتشير نتائج الدراسات السابقة التي استهدفت اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة إلى عدم اتفاقها حول شكل دالة العلاقة ، فعلى سبيل المثال في أمريكا تتفق دراسة [Khanna Mahenthiran and Curci , 2005] التي أجريت على 15848 شركة خلال الفترة 1987 – 2002 ، وكذلك دراسة [Mc Connell , et.al , 2005] التي استهدفت فحص العلاقة بين قيمة الشركة والملكية الإدارية من خلال بيان أثر التغير في حقوق الملكية الإدارية على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركة ، وذلك باستخدام أسعار أسهم الشركة المشتراة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والمديرين خلال الفترة 1994 – 1995 لعينة يبلغ عددها 72 شركة ، تتفق هاتين الدراستين على أن شكل العلاقة يأخذ دالة غير خطية ، حيث تكون العلاقة بين قيمة الشركة والملكية الإدارية موجبة هامة حتى تصل إلى نقطة معينة يصبح بعدها أثر أي زيادة في الملكية الإدارية سلبي على قيمة الشركة . أما دراسة [Gompers , et.al , 2004] التي درست العلاقة على عينة تبلغ 168 شركة ، فقط وجدت أن العلاقة بين قيمة الشركة وحقوق المديرين في التدفقات النقدية تأخذ شكل مقعر بينما تأخذ العلاقة بين الشركة وحقوق المديرين بالنقض شكل محدب .

أما في بريطانيا فقد كشفت دراسة [Short and Keasey , 1999] التي أجريت على عينة مؤلفة من 225 شركة خلال الفترة 1988 – 1992 ، أن شكل العلاقة هو مكعب ،

وتكون موجبة عند نسبة ملكية أقل من 12 % أو أعلى من 40 % بينما تكون سالبة عندما تتراوح نسبة الملكية بين 12 - 40 % .

وفي اليابان بينت دراسة [Chen , et.al , 2006] التي بحثت في العلاقة بين قيمة الشركة والملكية الإدارية والاستثمارات من خلال عشرة فرضيات تم صياغتها في ضوء العلاقات المتبادلة بين كل من قيمة الشركة والملكية الإدارية وقيمة الشركة واستثماراتها ، والملكية الإدارية والاستثمارات إلى جانب الاهتمام بدراسة أثر انتماء الشركة إلى مجموعة Keiretsu ، وذلك على عينة بلغت 223 شركة ، بينت أن العلاقة تأخذ شكل U .

أما في ألمانيا فعلى الرغم مما ذكره [Al - Shiab and Abu - Tapanjeh , 2005] بأن الدراسات التي أجريت في كل من ألمانيا وأسبانيا لم تُظهر نتائجها وجود مثل تلك العلاقة وذلك بسبب اختلاف نظامها الوطني للحاكمية المؤسسية عن نظيره في كل من بريطانيا وأمريكا ، في ترتيب أسبقيات أهمية آليات الحاكمية المؤسسية ، ففي الوقت الذي ينظر فيه الأول إلى حاكمية حملة الأسهم بأنها الأهم من بين آليات رقابة الإدارة ، يعتبر الثاني حاكمية الملكية الإدارية هي الأكثر أهمية في هذا المجال ، ولكن بالرغم من ذلك فقد وجد [Kast] الذي أختبر العلاقة على الشركات الصغيرة في ألمانيا ، أن العلاقة بين قيمة الشركة ، والملكية الإدارية ، هي علاقة غير خطية ، حيث أظهرت النتائج إن قيمة الشركة ترتبط بعلاقة ايجابية مع المستوى المنخفض للملكية الإدارية وبالعلاقة سالبة مع المستوى العالي [Kast , 2004] والحال كذلك مع دراسة [Iturriaga and Sanz , 2001] التي سعت إلى اختبار العلاقة التبادلية بين قيمة الشركة والملكية الإدارية والاستثمارات ، وذلك على عينة حجمها 140 شركة أسبانية ، بهدف دعم أو دحض نتائج دراسة [Cho , 1998] .

أما دراسة [Lemmon and Lins , 2003] التي أجريت على عينة بلغ حجمها 800 شركة موزعة على ثمانية أقطار من شرق آسيا ، لم تجد أية علاقة بين قيمة الشركة والملكية الإدارية ، والحال كذلك مع دراسة [Simoneti and Gregoric , 2004] التي أجريت على عينة يبلغ حجمها 182 شركة في سلوفينيا للفترة 1995 - 1999 ، حيث لم تجد أية علاقة أو تأثير للملكية الإدارية على قيمة الشركة ، وإذا كان هناك ثمة تأثير، فينحصر فقط في الشركات التي تزيد نسبة ملكيتها الإدارية عن 10 % وفقط في الشركات غير المدرجة في سوق رأس المال .

أما في الوطن العربي ، فقد وجد الباحثان دراسة واحدة أجريت في الأردن من قبل [Al - Shaip and Abu - Tapanjeh , 2005] على عينة بلغ حجمها 50 شركة صناعية ، وقد كشفت نتائجها عن وجود علاقة موجبة هامة بين القيمة السوقية والملكية الإدارية التي تقل نسبتها عن 30 % وسالبة هامة غير خطية في الشركات التي تزيد نسبة ملكيتها عن 30 % . أما علاقة قيمة الشركة معبرا عنها بمعدل العائد على الاستثمار فقد أظهرت النتائج علاقة موجبة في بعض السنوات وسالبة للبعض الآخر ولكن في كلتا الحالتين هي غير هامة إحصائياً .

2. حجم مجلس الإدارة وتركيبته :- من حيث المبدأ يعد مجلس الإدارة أحد الآليات الحاكمة لأداء

المديرين في الشركات من وجهة نظر حملة الأسهم ، وذلك لانتخابه من قبلهم بشكل مباشر . ويتولى دورية فصلية علمية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد

مجلس الإدارة مهمة الرقابة على أداء المديرين للحد من سلوكهم غير المرغوب ، ووضع استراتيجيات الشركة التي تهدف إلى تعظيم الأرباح . ولكي يستطيع مجلس الإدارة أن يؤدي مهامه على الوجه الأكمل ، ترى أدبيات الحاكمية المؤسسية ضرورة توافر عنصران فيه: الأول يخص حجم المجلس والثاني يتعلق بدرجة استقلاليته عن فريق العمل [Raheja , 2000] .

أما العنصر الأول فقد وجدت الأدبيات أنه من الحكمة الاهتمام بعدد أعضاء مجلس الإدارة وجعله لا يتجاوز تسعة أفراد في أحسن الأحوال ، وذلك انطلاقاً من فكرة أن المجالس الكبيرة الحجم غالباً ما تتصف بصعوبة الاتصال وتدني سرعة أنجاز المهام وانخفاض فاعلية القرارات المتخذة من قبله . وقد أشار إلى ذلك [Jensen] بقوله عندما يكون مجلس الإدارة صغير سيعمل على تحسين الأداء بينما عندما يتجاوز عدد أعضاء المجلس 7 أو 8 أشخاص ستكون احتمالية عمله بكفاءة وفاعلية أقل [Jensen , 1993] ، وكذلك [Lipton and Lorsch] حينما دعى إلى أنشاء مجلس صغير لا يتجاوز حجمه عن 8 أو 9 أشخاص [Lipton and Lorsch , 1992] .

أما فيما يخص عنصر استقلالية مجلس الإدارة ، فيعتقد الباحثون إن وجود أعضاء من غير المديرين التنفيذيين ضمن عضوية مجلس الإدارة يعزز من فاعليته في الرقابة على المديرين ويحسن من قيمة الشركة ، والمنطق وراء ذلك هو أن الأعضاء الخارجيين غالباً ما يكونوا أكثر حرصاً من المديرين التنفيذيين على حقوق حملة الأسهم [Jackson and Jagtiani , 2000 , 111 Brewer] .

وتبين نتائج الدراسات السابقة فاعلية آلية مجلس الإدارة في تعظيم قيمة الشركة ، فعلى سبيل المثال أوضحت دراسة [Paul , 2002] التي استهدفت فحص العلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة ودرجة استقلاليته والإجراءات التصحيحية المتخذة من قبله لمعالجة أخطاء ولوج المديرين في صفقات فاشلة ، وذلك على عينة مؤلفة من 555 صفقة فاشلة أجريت خلال الفترة 1982 - 1996 في الولايات المتحدة الأمريكية ، أوضحت إن مجلس الإدارة الكبير هو الأكثر احتمالاً في الاستمرار بتنفيذ الصفقات والمشاريع الفاشلة . وأن استقلالية المجلس ترتبط بعلاقة سالبة مع الاحتمال القوي لانجاز تلك الصفقات والمشاريع ، وبالعلاقة موجبة مع احتمال اتخاذ الإجراءات التصحيحية المتمثلة في تخفيض الموجودات وتسريح العاملين وخفض التكاليف واستبدال المدير العام . وهذا يعني إن تركيبة مجلس الإدارة وحجمه لا يرتبط مع الاحتمال القوي للأداء الضعيف لشركة فحسب وإنما يرتبط مع الاحتمال القوي لاتخاذ إجراءات تصحيحية بشأن النهوض بالأداء ، وأن تعظيم قيمة الشركة تكون مع الاحتمال القوي لصغر حجم المجلس وزيادة نطاق استقلاليته لأن وجود مثل هذا المجلس في الشركة تكون احتمالية الاستمرار في أنجاز الصفقات الفاشلة أقل .

كما بينت دراسة [Lasfer , 2002] التي فحصت دور مجلس الإدارة في الرقابة على تكاليف الوكالة باستخدام عينتين من الشركات غير المالية البريطانية ، تبلغ الأولى 627 شركة تغطي فترة 1990 - 1991 أي قبل الإدراج ضمن هيئة Cadbury . أما الثانية فتبلغ 1171 شركة وتغطي الفترة 1996 - 1997 أي بعد الإدراج ضمن هيئة Cadbury ، بينت أن الالتزام بعناصر

قوة مجلس الإدارة وتوافرها لا يعني بالضرورة أن يكون ذلك المجلس فاعلاً في خفض تكاليف الوكالة وخلق قيمة للشركة . إذ وجد الباحث في هذه الدراسة أن العلاقة بين مجلس الإدارة وقيمة الشركة في العينة الأولى هي علاقة ضعيفة في جميع الشركات عالية النمو والمنخفضة النمو . أما في العينة الثانية التي اعتمدت توصية هيئة Cadbury بخصوص صغر حجم مجلس الإدارة وعدد الأعضاء الخارجيين ضمن عضوية المجلس ، فقد أظهرت النتائج العلاقة موجبة في الشركات منخفضة النمو وسالبة في الشركات عالية النمو . وبذلك فإن هذه الدراسة جاءت مدعمة لنتائج دراسة [Adms and Mehran , 2002] .

أما دراسة [Ghosh , 2003] التي سعت إلى اختبار العلاقة بين مجلس الإدارة وأداء الشركة على عينة يبلغ حجمها 462 شركة هندية للفترة 1997 - 2002 وذلك لغرض معرفة نقطتين الأولى أثر حجم مجلس الإدارة وعدد الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة على أداء الشركة ، والثانية معرفة أثر اختلاف تركيبة مجلس الإدارة على أداء الشركة ، فقد جاءت نتائجها مؤكدة العلاقة غير الخطية في كلتا النقطتين .

وفي دراسة قام بها [Bonn] على الشركات الأسترالية لبحث أثر الحاكمية المؤسسية على أداء الشركة ، وجد هناك علاقة إيجابية هامة إحصائياً بين أداء الشركة وكل من نسبة الأعضاء الداخليين في مجلس الإدارة في حين لم تظهر النتائج أي تأثير لحجم المجلس [Bonn , 2004] .

3. الفصل بين دور الرئيس التنفيذي الأعلى (المدير العام) ورئيس مجلس الإدارة :-

ينظر المساهمون الفاعلون وكذلك المعنيين بالحاكمة المؤسسية إلى عملية الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة ، على أنها وسيلة فاعلة لخفض تكاليف الوكالة وتحسين الأداء ، وذلك لخضوع أداء المديرين لرقابة رئيس مجلس الإدارة وأعضاءه ، مما يدفع بالمديرين إلى تحسين أدائهم والارتقاء به إلى أهداف حملة الأسهم وذلك لضمان بقائهم واستمرارهم في الوظيفة والحصول على المكافآت المتفق عليها ، وهو على عكس حال دمج الدورين ، إذ أن دمج دور المدير العام بدور رئيس مجلس الإدارة سيجعل الشركة تحت إدارة شخص واحد ، وسيسمح هذا الوضع لذلك الشخص السيطرة على المعلومات المتاحة عن أنشطة الشركة ويقدمها إلى أعضاء المجلس بالطريقة التي يراها مناسبة ومتفقة مع أهدافه ، مما يضعف دور المجلس وفاعليته في رقابة المديرين [Raheja , 2000] . ولقد أشار Pi and Timme إلى أهمية الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام عندما كشفت دراستهما التي أجريت على عينة من الشركة المصرفية الأمريكية خلال الفترة 1987 - 1990 ، أثر ذلك الفصل على أداء الشركة حينما وجدت أن الشركات التي تفصل بين الدورين تكون فيها كلفة الوكالة أقل ما يمكن ومعدل العائد على الاستثمار في أعلى ما يمكن [Pi and Timme , 1993] ، أما Jensen فقد بين أن الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام سيقوي من رقابة مجلس الإدارة على سلوك المديرين التنفيذيين ويحد من مشاكل الوكالة ، وأن دمج الدورين بدور واحد سيضعف من قوة المجلس في رقابة الإدارة ويعزز من فرضية تقوية المديرين التنفيذيين [Jensen , 1993] .

4. رقابة كبار حملة الأسهم أو كما يصطلح عليه رقابة المساهمون الفاعلون :-

يعد الوجود العالي لكبار حملة الأسهم ضمن مجلس الإدارة وسيلة أخرى للتخفيف من آثار الفصل بين حملة الأسهم والرقابة على أداء الشركة ، وذلك لأن صغار المساهمين يمتلكون حوافز أقل لمراقبة الإدارة بفعل محدودية منافعهم من هذه الرقابة مقارنة بكبار المساهمين اللذين ينتفعون بشكل أكبر منها ، غير أن المأخذ على هذه الآلية هو أن كبار المساهمين قد يستخدمون سطوتهم للحصول من الإدارة على منافع خاصة بهم دون المساهمين الآخرين ، وفيما عدا ذلك فأن أفضل الإسهامات التي تتحقق للشركة تأتي عن طريق أولئك المساهمون الذين في الغالب يمتلكون مهارات متخصصة تستفيد منها إدارة الشركة [Belkhir , 2006] .

منهجية الدراسة

مشكلة الدراسة :

من خلال الدراسة التحليلية لأدب الحاكمية المؤسسية وفيما يخص تأثيرها على قيمة الشركة ، يتضح صحة فرضية اعتبار أن آليات الحاكمية المؤسسية قضية هامة في تعظيم ثروة حملة الأسهم ورص منافعهم مع منافع المديرين للحد من مشاكل الوكالة ، خاصة في الدول التي وصلت إلى درجة عالية من التقدم والتطور المهني والأكاديمي في إدارة الأعمال ، إلا أن ذلك الأدب تجاهل عنصراً مهماً لتفسير قيمة الشركة في ضوء مفهوم الحاكمية المؤسسية في المنطقة العربية التي لا تزال فيها إدارة الأعمال في دور التكوين والنمو ، والذي يتمثل في جانبين أساسيين أولهما : اتجاهات ثقافة المديرين السلبية نحو علاقة الوكالة بسبب ما يعرف بالانتهازية الإدارية . أما الجانب الثاني فيتعلق بالعوامل البيئية التي تميز فكر وسلوك المستثمرين في هذه الدول عند اتخاذهم قراراتهم الاستثمارية ، وبالتالي فإنه ليس بالضرورة الحتمية أن يصح تفسير هذه الفرضية على هذه المجتمعات ، وعليه فأن تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة ليس بالضرورة أن يكون ذاته الموجود في الدول المتقدمة ، لذا رأى الباحثان أن يمحورا مشكلة دراستهما في الأسئلة الآتية :-

1. هل لآليات الحاكمية المؤسسية أثراً هاماً على قيمة الشركة ؟ وهل أن مستوى الأثر يختلف باختلاف مقياس قيمة الشركة ؟

2. هل يختلف تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة تبعاً لاختلاف :-

أ. مستوى نمو استثماراتها ب. حجم الشركة ج. مستوى نسبة مديونيتها

3. هل لنوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة دوراً في تحديد أثر آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة ؟ وهل أن ذلك الاختلاف يتأثر بنوع مقياس قيمة الشركة ؟ .

فرضيات الدراسة :-

في ضوء أسئلة مشكلة الدراسة ، صاغ الباحثان الفرضيات الأساسية الآتية :-

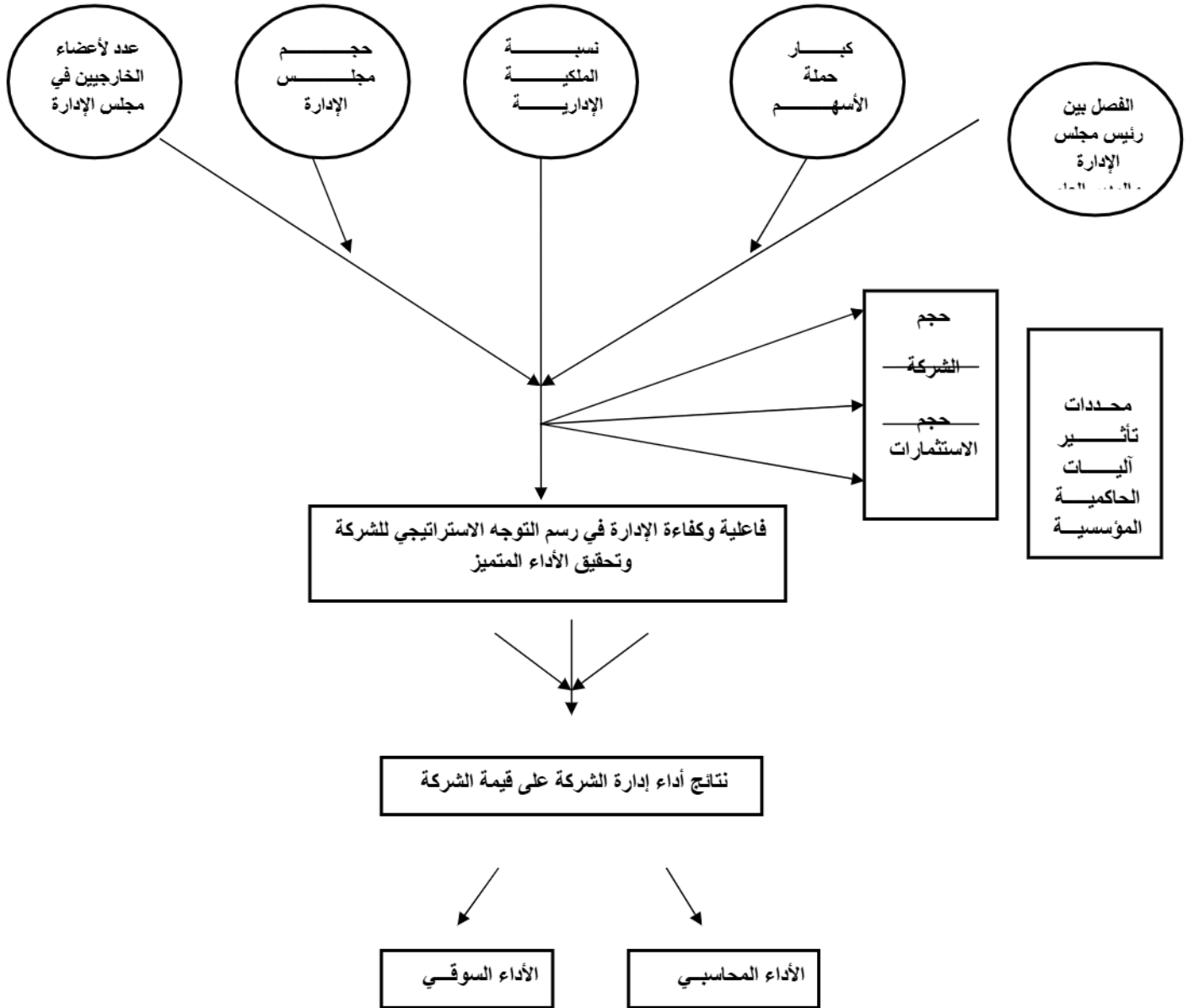
- H₁ :-** لا يوجد أثر هام لآليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة أياً كان مقياسها .
- H₂ :-** لا يختلف أثر آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة أياً كان مقياسها تبعاً لاختلاف :-
- H₂₁ -** مستوى نمو استثمارات الشركة **H₂₂ -** حجم الشركة **H₂₃ -** نسبة مديونية الشركة
- H₃ :-** لا يوجد لنوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة دوراً هاماً في تقرير أثر آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة أياً كان مقياسها .

أنموذج الدراسة :-

يرتكز أنموذج قيمة الشركة على افتراض أساس وضعه الباحثان يفيد أن قيمة الشركة هي دالة لأداء آليات الحاكمية المؤسسية في مجال مجلس الإدارة من حيث حجمه وتركيبته والفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة ونسبة الملكية الإدارية وأخيراً دور كبار حملة الأسهم في رقابة أداء إدارة الشركة ، وأن فاعلية أداء هذه الآليات يتحدد بكل من حجم الشركة وحجم الاستثمارات (الإنفاق الرأسمالي) ونسبة المديونية ، وذلك على النحو المبين في الشكل رقم (2) .

الشكل رقم (2)

أنموذج دراسة آليات الحاكمية المؤسسية



ولقد أعتمد الباحثان في بناء هذا الأنموذج على الفكرة التي قدمتها دراسة كل من [Belkhir , 2006] و [Chen , et.al , 2006] ودراسة [Sanda , et.al , 2005] .

عينة الدراسة :-

تتكون عينة الدراسة من 116 شركة سحبت بشكل عشوائي من مجتمع مكون من 192 شركة مساهمة عامة مسجلة في سوق عمان المالي خلال سنة 2003 وقد وزعت هذه العينة على ثلاثة قطاعات هي : صناعية وبنسبة 54.3 % وخدمات بنسبة 25 % وأخيراً قطاع التأمين وبنسبة 20.7 % من العينة وأن أساس اختيار عدد الشركات من كل قطاع كان أولاً : بناء على حجم تباين متوسط معدل العائد على الاستثمار لشركات القطاع لعام 2003 عما هو عليه في 2001 و 2002 ، الذي أما يعكس عدم اهتمام إدارة الشركة في تعظيم ثروة حملة الأسهم حيث يتضح من الجدول (1) انخفاض متواصل وملحوظ في معدل العائد على الاستثمار في شركات هذا القطاع حيث بلغ معدل انخفاضه في عام 2003 عما هو عليه في عام 2001 حوالي 35.62 % ، مما يعني هناك مشكلة في أداء إدارة شركات هذا القطاع وربما يعكس ضعف كفاءة أداء آليات الحاكمية المؤسسية في شركات هذا القطاع أيضاً ، بينما يظهر الجدول المذكور نمواً ملفتاً للانتباه في معدل العائد على الاستثمار في شركات قطاع الخدمات واستقراره النسبي في شركات قطاع التأمين . أما الأساس الثاني فمستند على ما متوفر عن الشركة من معلومات كافية لاختبار فرضيات الدراسة وتحقيق أهدافها .

جدول رقم (1)

عينة الدراسة

متوسط معدل العائد على الاستثمار					العينة		حجم القطاع في السوق	القطاع
سنة 2003		سنة 2002		سنة 2001	%	العدد		
% التغير	المعدل	% التغير	المعدل	المعدل				
35.62 -	2.823	- 31.31	3.012	4.385	54.3	63	87	صناعة
68.66	8.472	23.11	6.184	5.023	25	29	79	خدمات
5.4	5.253	1.16	5.042	4.984	20.7	24	26	تأمين

متغيرات الدراسة وطريقة قياسها :-

في ضوء فرضيات السابقة ، حدد الباحثان متغيرات الدراسة وعلى النحو الآتي :-

1. قيمة الشركة Tobins Q :- استخدمت الدراسات مقياسين للتعبير عن قيمة الشركة وهما : معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية .

ويبرر أنصار استخدام المقياس المحاسبي للأداء للتعبير عن قيمة الشركة بكونه يعكس مدى كفاءة استخدام الإدارة للموارد المتاحة لها في تعظيم ثروة حملة الأسهم ، وأن ربحية الشركة هي نتاج

الرقابة الفاعلة لحملة الأسهم على أداء إدارة الشركة وقراراتهم بشأن تصحيح مسار العمليات كلما دعت الحاجة إلى ذلك ، فضلاً عن كونه يعكس قدرة الإدارة على خلق التدفقات اللازمة لضمان بقاء الشركة واستمرارها في سوق المنافسة [Joh , 2003] . ولكن في المقابل لا يرى البعض في ذلك المقياس الكفاءة في التعبير عن قيمة الشركة لتأثره بسلوك إدارة الشركة خاصة في مجال المفاضلة فيما بين البدائل والطرق المحاسبية التي تؤثر على رقم صافي الدخل سلباً أو إيجاباً وفق مقتضيات الحال [Han , 2004] ، لذا فهم يفضلون عدم استخدامه في التعبير عن قيمة الشركة واستبداله بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية ، وذلك لاعتقادهم بفاعلية هذا المقياس على الحد من الآثار الجانبية للعوامل البيئية الداخلية أو الخارجية التي تؤثر في كل من القيمة السوقية للسهم وقيمته الدفترية . ولقد استخدمت دراسة [Chen , Guoand Mande , 2006] وكذلك دراسة [Belkhir , 2006] ، هذا المقياس في فحص العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة .

وفي الوقت الذي ينقسم الباحثين في تفضيل أحد المقياسين على الآخر يلاحظ أن [Bolbol وزملاءه] وكذلك [Al – Shiab and Abu – Tapanjeh] قد فضلوا استخدام كلا المقياسين للتعبير عن قيمة الشركة ، وذلك رغبة منهم في معرفة أثر اختلاف نوع المقياس على طبيعة العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة . ونظراً لكون استخدام المقياسين للتعبير عن قيمة الشركة ، هو المنهج الأقرب إلى واقع الحال ، بفعل كونهما من الناحية النظرية على الأقل ، يعكسان فاعلية آليات الحاكمية المؤسسية في تحديد قيمة الشركة ، فإن الباحثين سيعبران عن قيمة الشركة في دراستهما الحالية بكل من معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية . ناهيك عن كون استخدام هذا الأسلوب سيتيح فرصة لمقارنة أهمية آليات الحاكمية المؤسسية على أداء الشركة محاسبياً بنظريتها في السوق من خلال مؤشر نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية .

2. آليات الحاكمية المؤسسية :- وتشمل كل من :-

أ. **نسبة الملكية الإدارية :-** قاس الباحثان نسبة الملكية الإدارية بنسبة مجموع عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في الشركة إلى مجموع الأسهم المصدرة من قبل الشركة . ويوضح الجدول رقم (2) أن متوسط نسبة الملكية الإدارية في عينة الدراسة تبلغ حوالي 33.73 % وهي أعلى من متوسط نسبة الملكية الإدارية في كل من بريطانيا وأمريكا والهند وباكستان . ولا شك أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية ربما يعود إلى ظاهرة الشركات العائلية التي تسود النشاط الاقتصادي الأردني .

جدول رقم (2)

متوسط نسبة الملكية الإدارية ونسبة ملكية كبار المساهمين

في الشركات عينة الدراسة

القطاع	متوسط % الملكية الإدارية	متوسط % ملكية كبار المساهمين
صناعة	37.85	51.18
تأمين	38.87	54.25
خدمات	24.48	55.27
المتوسط العام	33.73	53.57

ب. حجم مجلس الإدارة :- يتمثل حجم مجلس الإدارة بعدد أعضائه الداخليين والخارجيين . ويبين المسح الميداني لعدد أعضاء مجلس الإدارة في شركات القطاع الصناعي بين 3 - 13 عضو . ويبلغ عدد الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعة أعضاء (17) شركة . بينما يبلغ عدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها تسعة أشخاص فأقل (46) شركة . أما في قطاع التأمين فقد تراوح عدد أعضاء مجلس الإدارة في شركاته بين 2 - 13 عضو ، وإن الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعة أعضاء يبلغ (8) شركات ، في حين كان عدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها (9) أعضاء فأقل (16) شركة . وفي قطاع الخدمات يتراوح حجم مجلس الإدارة بين 5 - 13 عضو وإن عدد الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعة أعضاء يبلغ (8) شركات ، وعدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها (9) أعضاء فأقل يبلغ (21) شركة .

أما متوسط عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة في القطاعات الثلاث فقد كان (8) أفراد ، وهذا يعني إن حجم مجلس إدارة الشركة في الأردن هو مماثل لما عليه في الشركات الأمريكية والبريطانية ويتسق مع ما ذهب إلى الأدبيات التي ترى ضرورة أن لا يزيد حجم مجلس الإدارة عن (9) أشخاص .

ج. عدد الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة :- يبين المسح الميداني للشركات عينة الدراسة إن 38.37 % من شركات العينة لا يضم مجلس إدارتها على أعضاء خارجيين . وإن النسبة الباقية والبالغة 61.21 % لا يزيد عدد الأعضاء الخارجيين فيها عن (2) وكما هو مبين في الجدول رقم (3) الذي يعرض نسبة عدد الشركات التي تضم في مجلس إدارتها أعضاء خارجيين إلى عدد شركات في كل قطاع والتوزيع التكراري للشركات وفق الأعضاء الخارجيين فيها ، والذي يشير بشكل واضح إلى عدم اكتراث الشركات الأردنية بأهمية وضرورة وجود الأعضاء الخارجيين ضمن عضوية

مجالس إدارتها بدلالة نسبة الشركات التي يوجد فيها عضو واحد فقط أو لا يوجد والبالغة 69.8 % من حجم العينة .

جدول رقم (3)

وصف العينة وفق آلية عدد الأعضاء الخارجيين

القطاع	% عدد الشركات التي يوجد ضمن مجلس إدارتها أعضاء خارجيين	التوزيع التكراري للشركات وفق عدد الأعضاء الخارجيين			
		عضو 1	عضو 2	عضو 3	عضو 4
صناعي	60.3	1	4	13	20
تأمين	62.5	-	3	6	6
خدمات	62.1	-	1	7	10
المجموع	61.63	1	8	26	36

د. نسبة ملكية كبار المساهمين :- لأغراض حساب هذا المتغير ، وصف الباحثان كبار المساهمين كل من يملك 5 % من رأس مال الشركة أو أكثر وذلك اتساقاً مع الأدبيات . ويظهر المسح الميداني للشركات عينة الدراسة والموضح في الجدول رقم (2) إن متوسط نسبة ملكية كبار المساهمين للعينة ككل يبلغ 53.57 % ، وأن النسبة الأكبر تكون في قطاع الخدمات حيث تبلغ 55.27 % ثم نسبة قطاع التأمين وأخيراً قطاع الصناعة .

هـ. الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة :- لقد ميز الباحثان بين الشركات التي تفصل بين الدورين بالرقم (1) ، في حين وصفا الشركات التي تدمج كل من وظيفة المدير العام ووظيفة رئيس مجلس الإدارة بشخص واحد بالرقم (صفر) . وعلى هذا الأساس بلغ عدد الشركات من النوع الأول 92 شركة بنسبة 79.3 % وهي نسبة جيدة جداً إلى حد ما وتشير إلى وعي وإدراك كبيرين بضرورة هذا الفصل في أداء الشركة . ويتوزع ذلك العدد على القطاعات يتبين أن قطاع التأمين هو الأفضل في هذا المجال ، حيث بلغت نسبة الشركات التي تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة 83.3 % ، في حين تبلغ النسبة في قطاع الخدمات 82.8 % وفي قطاع الصناعة 76.2 % .

جدول رقم (4)

وصف العينة وفق آلية الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة

القطاعات	صناعة		تأمين		خدمات		العينة ككل	
	عدد	%	عدد	%	عدد	%	عدد	%
تفصل	48	76.2	20	83.3	24	82.8	92	79.3
لا تفصل	15	23.8	4	16.7	5	17.2	24	20.7

3. المتغيرات الوسيطة :- وتتمثل هذه المتغيرات بـ :-

أ. نسبة النمو في استثمارات الشركة ب. حجم الشركة ج. نسبة المديونية

وفيما يلي عرض لطريقة قياس كل منها :-

أ. نسبة النمو في استثمارات الشركة :- يعزى المسوغ العلمي لاختيار الباحثين نسبة النمو في استثمارات الشركة لبيان مدى تأثيرها على نوع العلاقة بين آليات الحاكمة المؤسسية وقيمة الشركة إلى أهمية الإنفاق الرأسمالي في تحديد سلوك أسعار الأسهم في السوق المالي ، حيث تكشف العديد من الدراسات التي أجريت في الكثير من البلدان ومنها الأردن عن وجود أثر للإنفاق الاستثماري على سعر السهم ومن ثم العوائد السوقية حول تاريخ الإعلان عن الإنفاق الاستثماري [الخلايلة وغدير ، 1997] .

وقاس الباحثان نسبة النمو في استثمارات الشركة في القطاع الصناعي على أساس التغيير الحاصل في صافي مجموع الموجودات الثابتة لسنة 2003 عما هو عليه في سنة 2002 مقسوم على صافي مجموع الموجودات الثابتة لسنة 2002 . ويبلغ عدد الشركات التي حدث فيها النمو 22 شركة من أصل 63 وإن متوسط حجم هذا النمو بلغ 24.36 % . أما في قطاع التأمين فقد قاس الباحثان نسبة النمو في استثمارات الشركة عن طريق قسمة الفرق بين مجموع استثمارات الشركة طويلة وقصيرة الأجل لسنة 2003 وسنة 2002 على مجموع استثمارات الشركة طويلة وقصيرة الأجل لسنة 2002 . ويظهر المسح الميداني لشركات هذا القطاع بأن جميع الشركات المختارة للدراسة كانت قد شهدت نمواً خلال سنة 2003 بلغ كمتوسط حوالي 28.86 % . وفي قطاع الخدمات فقد تم قياس نسبة النمو لكل شركة وفق طبيعة نشاطها فمثلاً "شركة الفنادق والسياحة الأردنية" قيس نسبة النمو في استثماراتها في منشآتها السياحية ، في حين قيس لشركة الثقة للنقل الدولي بناء على حجم استثماراتها في وسائل النقل وهكذا ، وقد بلغ عدد الشركات التي حدث فيها نمو (16) شركة وأن متوسط معدل

النمو يبلغ 21.78 % . وبذلك يكون عدد الشركات التي حدث فيها نمواً على مستوى العينة ككل 62 شركة بنسبة 53.45 % .

ولغرض اختبار أهمية متغير النمو في حجم الاستثمارات على تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة ، فقد قسم الباحثان الشركات عينة الدراسة على أساس متوسط نسبة النمو في القطاعات الثلاث والبالغة 25 % ، حيث وصفا الشركات التي كان فيها معدل النمو أكثر من 25 % على أنها شركات عالية النمو ، وقد بلغ عددها 24 شركة . أما الشركات التي كان فيها معدل النمو أقل من المتوسط فوصفت على أنها شركات منخفضة النمو وكان عددها 38 شركة . أما الشركات الباقية وعددها 54 شركة فهي شركات عديمة النمو .

ب. متغير حجم الشركة :-

ينسب الباحثان اعتبار متغير حجم الشركة بوصفه محدد للعلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة ، إلى تأثيره على كل من معدل العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم ، إذ بفعل هذا التأثير من المتوقع أن يكون لمتغير الحجم دوراً في تحديد طبيعة العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة [Chen , et.al , 2006] .

يمكن تقدير حجم الشركة بعدة طرق منها على سبيل المثال مجموع موجودات الشركة ، وحجم مبيعات الشركة ، وعدد المساهمين ، ... الخ من الطرق ، وفي الحقيقة لا يوجد تبرير علمي يمكن أن يميز طريقة على أخرى ولكن اعتادت الدراسات السابقة على استخدام القيمة الدفترية لمجموع الموجودات ذلك لكونه الأقل تأثيراً بالعوامل البيئية الخارجية [Joh , 2003] . ولفحص أهمية محدد حجم الشركة ، قسم الباحثان الشركات عينة الدراسة إلى مجموعتين بناء على متوسط القيمة الدفترية للموجودات ، حيث تم وصف الشركات التي يزيد مجموع موجوداتها عن المتوسط بأنها شركات كبيرة الحجم وقد بلغ عددها 50 شركة ، في حين بلغ عدد الشركات التي يقل مجموع موجوداتها عن المتوسط 66 شركة ووصفت على أنها شركات صغيرة الحجم .

ج. نسبة المديونية :- تعبر نسبة المديونية التي تقاس بقسمة مجموع المطلوبات على مجموع الموجودات ، عن قدرة الإدارة في انتقاء مصادر تمويل الشركة بالشكل الذي يحقق لها أعلى عوائد ، مستفيدة من الوفر الضريبي الذي ينعكس أثره ايجابياً على معدل العائد على حق الملكية مما يساعد على تعظيم ثروة المالكين ، بالإضافة إلى أنها تعد مؤشراً ايجابياً للمتعاملين في السوق لكونها تعكس كفاءة إدارة الشركة وقدرتها في خلق التدفقات النقدية اللازمة للوفاء بالدين وعبئه . ولكنها أيضاً تمثل مستوى المخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة . ولقد أثبتت العديد من الدراسات العلاقة الإيجابية بين نسبة المديونية وكل من معدل العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم ، الأمر الذي يقود إلى الاعتقاد بدورها الفعال في التأثير على طبيعة العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة خاصة وأن دراسات نظرية الوكالة تفيد بأن العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية ، هي علاقة ايجابية قوية [Chou , et.al , 2005 ; Xie , et.al , 2003] .

ويظهر المسح الميداني للشركات عينة الدراسة إن متوسط نسبة المديونية في قطاع التأمين تبلغ 57.88 % بينما في القطاع الصناعي 32.34 % وفي قطاع الخدمات 28.93 % .

ولفحص أهمية هذا المحدد في تقرير تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة ، فقد بوب الباحثان الشركات عينة الدراسة إلى شركات عالية المديونية وأخرى منخفضة المديونية وذلك بالاعتماد على المتوسط الحسابي لنسب المديونية للعينة ، وقد أفرز هذا التوبيب 57 شركة عالية المديونية و 59 شركة منخفضة المديونية .

أنموذج الاختبار :-

يلاحظ المتتبع للدراسات السابقة التي أجريت في الموضوع ، الاستخدام الواسع لأنموذج الانحدار المتعدد ، وذلك بوصفه الأنموذج الأفضل في بيان مدى تأثير آليات الحاكمية المؤسسية في قيمة الشركة . ولرغبة الباحثين في الاستمرار باستخدام ذات النهج ، فأنهما سيقومان بتطبيقه في اختبار فرضيات دراستهما ، ولأجل ذلك قام الباحثان بأختبار علاقات الارتباط الذاتية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في آليات الحاكمية المؤسسية في كل القطاعات الاقتصادية الثلاثة باستخدام معامل ارتباط بيرسون . وقد اظهرت نتائج الاختبار المدرجة في الجدول رقم (٥) تدني قيمة معامل الارتباط بين المتغيرات باستثناء العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وعدد الاعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة ، حيث بلغت قوة العلاقة بين تكلم المتغيرين ٠,٦٢٢ ، بمستوى معنوية ١٠ % وعلى اساس هذه النتيجة استبعد الباحثان آلية عدد الاعضاء الخارجيين من المتغيرات المستقلة على اعتبار أن الدور الرقابي لهذه الآلية يمكن ان تصب في بودقة مجلس الإدارة ، الذي في الأغلب الأعم يتكون من أعضاء داخليين وآخرون خارجيون سواء من الذين لهم علاقة تعاقدية مع الشركة ولكنهم لا يشتركون في نشاطاتها اليومية ، أو من الذين ينتخبون بصفة مستشارين للمجلس ، الى جانب فقدان أهمية هذه الآلية في الشركات المساهمة العامة الاردنية كما أكد المسح الميداني الموضح في الجدول رقم (٤) .

جدول رقم (٥)

علاقات الارتباط الذاتية بين آليات الحاكمية المؤسسية

	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅
Pearson Correlation X ₁	1.000	-.176	-.222*	.120	147.-
Sig. (2 - tailed)		-.059	0.16	200.	116.
N	116	116	116	115	116
Pearson Correlation X ₂	-.176	1.000	.622**	-.242**	.147
Sig. (2 - tailed)	.059		.000	.009	.115

N	116	116	116	115	116
X ₃ Pearson Correlation	-.222 *	.622**	1.000	-.037	.087
Sig. (2 - tailed)	-.016	.000		.696	.355
N	116	116	116	115	116
X ₄ Pearson Correlation	.120	-.242**	-.037	1.000	.140
Sig. (2 - tailed)	.200	.009	.696		.136
N	115	115	115	115	115
X ₅ Pearson Correlation	-.147	.147	.087	.140	1.000
Sig. (2 - tailed)	.116	.115	.355	.136	
N	116	116	116	115	116

*** مستوى المعنوية ٥ %**
**** مستوى المعنوية ١٠ %**
 % تأسيساً على ما تقدم سيأخذان انموذج الاختبار الصيغة الآتية :-

$$Y_i = a_{ij} + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3 + b_4 x_4$$

حيث ان :-

Y_i = تارة يمثل معدل العائد على الاستثمار ، وتارة أخرى يمثل نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية .

x_{ij} = الحد الثابت للمعادلة .

x_1 = نسبة الملكية الإدارية .

x_2 = حجم مجلس الإدارة .

x_3 = نسبة ملكية كبار المساهمون .

x_4 = الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام .

نتائج الدراسة

بسبب اعتماد الباحثين مقياسين للتعبير عن قيمة الشركة ، فأنتهما سيقومان بعرض نتائج اختبار كل فرضية على ذلك الأساس ، إذ سيبدأن بعرض نتائج اختبار تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على معدل العائد على الاستثمار ثم على نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية وعلى النحو الآتي :-

أولاً :- نتائج اختبار H1

أ- تشير نتائج تحليل التباين والمدرجة في الجدول رقم (٦) ، الى قبول انموذج الاختبار عند مستوى معنوية ٩٦,٢ % ، وإن آليات الحاكمية المؤسسية تفسر ١٨,٧ % من معدل العائد على الاستثمار .

أما نتائج اختبار تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على معدل العائد على الاستثمار ، فقد بينت قبول الفرضية فقط فيما يخص آلية نسبة ملكية كبار المساهمين ، مما يعني عدم تأثير هذه الآلية على معدل العائد على الاستثمار . ويعزو الباحثان سبب ذلك الى سيطرة معظم كبار المساهمين على مجلس الادارة او انخراطهم ضمن عضويته . والنظرة المتفحصه لبيانات التقارير الماليه للشركات عينة الدراسة تدعم ذلك السبب ، حيث وجد الباحثان ان نسبة ٧٢,٨ % من الشركات يترأس مجلس ادارتها احد كبار حملة الأسهم .

جدول رقم (٦)

نتائج اختبار الفرضية الاولى

المتغيرات المستقلة	قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية				
	الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار	الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار
X ₁	٠,٣٧٢	- ٠,٣٤٧	١,٥٢٣	٩٣,١	ترفض H1	٠,٣٨٥	١,٠٢٣	١,٥١٥	٩٢,٧	ترفض H1
X ₂	٠,٣٢٢	- ٠,٤٥٢	١,٥٩١	٩٣,٤	ترفض H1	٠,٣٨٧	٠,٤٤٢	١,٠٥٥	٨٢,٣	تقبل H1
X ₃	٠,٥٦١	١,٠٢٥	١,١٠٣	٨٦,٧	تقبل H1	٠,٣٥٩	٠,٥٧٣	١,٠٥٥	٨٧,٢	تقبل H1
X ₄	٠,٤٢٥	٠,٢١٣	١,٣٠٢	٩١,٣	ترفض H1	٠,٤٦٦	١,١٠٣	١,٠٦٢	٨٤,٣	تقبل H1
الانحراف المعياري للنموذج						الانحراف المعياري للنموذج				
٠,١٣٢٥						٠,١٤١٩				
قيمة معامل التحديد R ²						قيمة معامل التحديد R ²				
١٨,٧ %						٧,٤٣ %				
قيمة الحد الثابت						قيمة الحد الثابت				
٦,٢٢٥						٤,٨٧٥				
الوسط الحسابي $\bar{Y}_1$						الوسط الحسابي $\bar{Y}_2$				
٢,٨٢٣						١,٤٧٤٦				
قيمة F المحسوبة ٣,٧٥١ بمستوى معنوية ٩٦,٢ %						قيمة F المحسوبة ٢,٠٨٥ بمستوى معنوية ٨٨,٧٣ %				

أما رفض الفرضية فيما يتعلق بآلية نسبة الملكية الإدارية ، فهو تأكيد مستمد من واقع التطبيق على أهمية دور هذه الآلية في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة ، حيث إن ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في الإدارة سيؤثر على رسم التوجه الاستراتيجي لإدارة الشركة لسنة ٢٠٠٣ وقراراتها المرتبطة به ، ومن ثم الأداء . والقراءة المتمعنة في التقارير المالية للشركات موضع الدراسة تعزز هذا الرأي ، إذ يلاحظ المنتبغ للايضاحات المرفقة بتلك التقارير المالية ان حوالي ٨٠,١٧ % من الشركات عينة الدراسة ، قد غيرت من سياساتها المحاسبية ، خاصة باتجاه السياسات المؤدية الى زيادة الدخل ، حيث بلغت نسبة الشركات التي لجأت الى استخدام وسائل التمهيد الإيجابي لسنة ٢٠٠٣ حوالي ٥٩,٤٨ % من مجموع الشركات المختارة للدراسة .

ورفض الفرضية فيما يخص آلية الفصل بين دور رئيس مجلس الادارة والمدير العام ، انما يعني أيضاً ، أهمية دور هذه الآلية في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة . إذ أن فصل دور رئيس مجلس الادارة عن دور المدير العام ، يقوي من دور الأول في الرقابة على تصرفات الثاني للتحقق من سلامتها وفعاليتها في تعظيم منافع حملة الأسهم ، وفي الوقت نفسه ، تحفز الثاني على بذل المزيد من الجهود لتحسين أدائه والإرتقاء به من خلال اختياره للأنشطة التي تصيف قيمة للشركة ، وذلك بهدف المحافظة على منصبه وحوافزه على أقل تقدير ، ومما يدعم هذا التفسير نتائج المسح الميداني للشركات عينة الدراسة والذي يظهر ان حوالي ٧٨,٤٥ % من المديرين العاملين في الشركات هم من غير حملة الأسهم أو إنهم من صغار حملة الأسهم ، مما يعني ذلك ان بقاء أولئك المديرين في مناصبهم مرتبطة بأدائهم المتميز وليس بقوة ملكيتهم لأسهم الشركة ، خاصة في ظل سطوة كبار حملة الأسهم على مجالس ادارات الشركات عينة الدراسة .

أما بشأن آلية حجم مجلس الإدارة فرفض الفرضية لهذه الآلية دليل على أهميتها في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة ، ففي ظل ارتفاع نسبة الملكية الإدارية وغياب المشاركة الفاعلة من قبل الأعضاء الخارجيين ضمن عضوية مجلس الإدارة ، من المتوقع أن يكون لحجم مجلس الإدارة دور في التأثير على قيمة الشركة ، خاصة إذا كان عدد أعضاء المجلس يتراوح بين ٦ إلى ٧ أفراد ، وذلك لسهولة الإتصال والإتفاق فيما بينهم .

ب - يبدو إن اختلاف مقياس قيمة الشركة له اثر في العلاقة بين قيمة الشركة وآليات الحاكمية المؤسسية ، إذ يظهر تحليل التباين لهذه العلاقة عندما يعبر عن قيمة الشركة بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية ، والمدرجة نتائجه في الجدول رقم (٦) رفض أنموذج الاختبار ، حيث بلغت قيمة F المحسوبة ٢,٠٨٥ بمستوى معنوية ٨٨,٧٣ % ، الى جانب تدني قيمة معامل التحديد R^2 التي تفسر قدرة آليات الحاكمية المؤسسية في التأثير على قيمة الشركة ، وقبول الفرضية لجميع آليات الحاكمية باستثناء آلية نسبة الملكية الإدارية ، حيث أظهرت النتائج تأثير هذه الآلية على قيمة الشركة عند مستوى معنوية ٩٢,٧ % . وهذا يعني أهمية هذه الآلية حصراً في فرض التحكم المؤسسي على القيمة السوقية للسهم ، وذلك لاعتماد المستثمرين في سوق عمان المالي بأهمية تركيز نسبة ملكية الأسهم في مجلس الإدارة في توجيه قراراته نحو تعظيم دالة منفعتهم ، إذ ان الوجود العالي لحملة الأسهم في عضوية مجلس الإدارة يمكن أن يجعل الإدارة في وضع أفضل لتبني على الأقل

سياسات محاسبية مناسبة تصب في تعظيم عوائدهم ، فعلى سبيل المثال في مجال التمويل يمكن أن تتبنى الإدارة نظرية الالتقاط ، وذلك لأن هذه النظرية تسعى الى تعظيم ثروة حملة الأسهم عن طريق تعظيم قيمة الشركة من خلال التأكيد على ضرورة اللجوء (بعد استنفاد الأرباح المحجوزة) الى مصادر التمويل الخارجية لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لنشاطاتها ، لما لهذا المصدر من أثر إيجابي في نصيب السهم من الأرباح بفعل ما يحققه من وفورات ضريبية ناتجة من اعتبار فوائد التمويل جزءاً من كلفة النشاط واجب الخصم من الأرباح الخاضعة للضريبة ، ومن ثم على قيمة الشركة في السوق المالي .

ثانياً :- نتائج اختبار H_2 :-

أ- نتائج اختبار تأثير محدد معدل النمو في حجم الاستثمارات :-

١- تؤكد نتائج التحليل الاحصائي والمدرجة في الجدول رقم (٧) التأثير الواضح لمعدل النمو في حجم الاستثمارات على كل من القدرة التفسيرية لأنموذج الاختبار وعلاقة آليات الحاكمية المؤسسية بمعدل العائد على الاستثمار . ففيما يتعلق بالقدرة التفسيرية لأنموذج الاختبار ، تشير قيمة معامل التحديد R^2 الى تفوق القدرة التفسيرية للشركات منخفضة أو عديمة النمو على الشركات عالية النمو بمقدار ٥ % .

أما فيما يخص تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة ، فقد بينت نتائج اختبار t في الشركات عالية النمو ، قبول الفرضية فيما يرتبط بآلية حجم مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين ، في مقابل رفض الفرضية فيما يتعلق بآلية نسبة الملكية الإدارية والفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام . أما في الشركات منخفضة أو عديمة النمو فقد أوضحت نتائج اختبار t رفض الفرضية لجميع آليات الحاكمية المؤسسية ، مما يعني ذلك اختلاف أهمية آليات الحاكمية المؤسسية في التحكم بقيمة الشركة تبعاً لإختلاف معدل النمو في حجم استثمارات الشركة .

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل أثر معدل النمو في الاستثمارات

النمو	مستوى	المتغير أثر المستقلة	قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية				
			الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار	الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار
شركات عالية النمو		X ₁	- ٠,١٨٥٤	-	١,٧٩٨	٩٦,٤	ترفض H ₂₁	٠,٢١٨١	٠,٣٢١١	٠,٥٤٢	٧٤,٢	ثقل H ₂₁
		X ₂	٠,٢١٥٦	٠,٠١٧٢	٠,٥٦٨	٧٥,٨	ثقل H ₂₁	٠,٢٣١٧	٠,٤٥٦١	٠,٥٦٣	٧٤,٨	ثقل H ₂₁
		X ₃	٠,١٨١٧	٠,٠٢١٧	٠,٥٣٨	٧٣,٢	ثقل H ₂₁	٠,١٠١٧	٠,٢٧٨١	٠,٦٩٢	٧٥,٢	ثقل H ₂₁
		X ₄	- ٠,١١٣٤	٠,١٨١١	١,٣٤٨	٩١,٧	ثقل H ₂₁	٠,١١٧٩	٠,٣٧٥١	٠,٧٢٤	٧٨,١	ثقل H ₂₁
شركات عالية النمو		الانحراف	٠,٣٤٢٥	المعياري			للائموزج	الانحراف	المعياري			للائموزج
		قيمة	١٥,٦ %	معامل	التحديد	R ²		قيمة	معامل	التحديد	R ²	
		قيمة	١,٣٤٢٥	الحد	الثابت			قيمة	الحد	الثابت		
		الوسط	٢,٠١٥ %	الحسابي	$\bar{Y}_1$			الوسط	الحسابي	$\bar{Y}_2$		
		قيمة	٩١,٢ %	F	المحسوبة	٢,٤٨٦	بمستوى	قيمة	F	المحسوبة	١,٨٣٣	بمستوى
شركات منخفضة النمو		X ₁	٠,١٣٤١	٠,٠١٢٢	٢,٣٠٣	٩٠,١		٠,٢٧٣١	٠,٢٠٢١	١,٥٢١	٩٣,٤	ترفض H ₂₁
		X ₂	٠,٣٢١١	٠,٣٤٥١	١,٣٤٢	٩١,٤	ترفض H ₂₁	٠,٢٦٨٢	٠,٢٤١٣	١,٦٦٢	٩٣,٩	ترفض H ₂₁
		X ₃	٠,٢١٢٢	١,٠٢٢٣	١,٦٣٢	٩٤,٦		٠,٢٤٧٢	٠,٢٨٣٤	٠,٧٨٥	٧٩,١	ثقل H ₂₁
		X ₄	٠,٢٣٣١	٠,٢٥٦١	١,٥٠٢	٩٣,٥		٠,٢٣٤٥	٠,٢٥٨٦	٠,٢٤٣	٥٨,٣	ثقل H ₂₁

الانحراف المعياري للأنموذج					الانحراف المعياري للأنموذج				
٠,٢٢٧٦					٠,٢٤١٢				
R ²	معامل	التحديد	قيمة	٦,٧٢ %	R ²	معامل	التحديد	قيمة	٢٠,٥٢ %
الثابت	الحد		قيمة	١,٩٥١١	الثابت	الحد		قيمة	٢,٤٨٣١
$\bar{Y}_2$	الحسابي		الوسط	١,٨٩٥١	$\bar{Y}_1$	الحسابي		الوسط	٣,٢٠٨ %
معنوية	بمستوى	١,٨٩٧	المحسوبة	F	معنوية	بمستوى	٢,٩٠١	المحسوبة	F
٨٤,٧ %					٩٦,٢ %				
H ₂₁ ترفض	٩٦,٢	١,٦٩٨	٠,٥٤٢١	٠,٣٢١٨	X ₁	٩٠,٢	٢,٢٠١	٠,١٢١٣	٠,١٨١٢
H ₂₁ ترفض	٩٣,٧	١,٨٧٥	١,٠٢٨١	٠,١٢٧٢	X ₂	٩٠,٣	٢,٢٠١	٠,١٨١٩	٠,١٥٦١
H ₂₁ تقبل	٧٤,٧	٠,٦٧١	٠,٤٣٨١	٠,٢٥٣١	X ₃	٩٦,٤	٢,٨٥١	٠,٢٠١٣	٠,١٢٢٨
H ₂₁ تقبل	٧٠,٣	٠,٥٣١	٠,١٢٤٢	٠,٢٥٤٤	X ₄	٩١,٢	٢,٢٨٢	٠,٠١٢٥	٠,١٢٣٧
الانحراف المعياري للأنموذج					الانحراف المعياري للأنموذج				
٠,٣١٠٣					٠,٢١٧٣				
R ²	معامل	التحديد	قيمة	٧,٨٣ %	R ²	معامل	التحديد	قيمة	٢٠,٧٨ %
الثابت	الحد		قيمة	١,٢٤٠١	الثابت	الحد		قيمة	١,٢٧٥١
$\bar{Y}_2$	الحسابي		الوسط	١,٥٢٣٤	$\bar{Y}_1$	الحسابي		الوسط	٣,٢٤٦ %
معنوية	بمستوى	٢,٠٠٨	المحسوبة	F	معنوية	بمستوى	٢,٣١١	المحسوبة	F
٨٦,٦ %					٩١,٤ %				

شركات عينية النمو

كما لاحظ الباحثان إن في اختلاف الشركات في نوع تأثير آلية نسبة الملكية الإدارية تأكيداً إضافياً لأهمية هذه الآلية في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة ، حتى في ظل تبويب الشركات بحسب معدل النمو في حجم استثماراتها بدلالة دورها الفاعل في مجال قيادة مجلس الإدارة في الشركات عينة الدراسة باتجاه الاستخدام الواسع لمساحة الحرية المتاحة لها للأختيار من بين السياسات والطرق المحاسبية بهدف تمهيد الدخل لتحقيق بعض البواعث الاقتصادية مثل تحفيز المديرين وتخفيض التكاليف السياسية أو تلبية لشروط عقود المديونية . وكما هو واضح من الجدول رقم (٨) الذي يبين قوة العلاقة بين نسبة تركيز الأسهم وظاهرة تمهيد الدخل التي يمكن اعتبارها أحد أهم استخدامات آلية

نسبة الملكية الإدارية في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة ، فالارتفاع الكبير في نسبة الملكية الإدارية في الشركات عالية النمو مقارنة بنسبتها في الشركات منخفضة أو عديمة النمو عزز من فرضية تقوية الإدارة في مثل هذه الشركات ودفعها بقوة نحو استخدام وسائل التمهيد السلبي ، والعكس صحيح في الشركات منخفضة أو عديمة النمو ، حيث انخفاض نسبة الملكية الإدارية في مجلس الإدارة أعطى قوة للمديرين وتوجهاتهم بتعظيم منافعهم الشخصية وفي مقدمتها زيادة شهرتهم الإدارية وعوائدهم النقدية من خلال زيادة استخدامهم لوسائل التمهيد الإيجابي لتحسين صورة أداء الشركة عند حملة الأسهم .

جدول رقم (٨)

العلاقة بين نسبة تركيز الأسهم وظاهرة تمهيد الدخل

مستوى النمو في حجم الاستثمارات	نسبة تركيز الأسهم في الإدارة	عدد حالات التمهيد السلبي للدخل	عدد حالات التمهيد الإيجابي للدخل	عدد حالات التي لا تمهد للدخل	معامل الارتباط بيرسون % بين تركيز الأسهم وتمهيد الدخل
عالي النمو	٤٩,٣١ %	١٧	٢	٥	٠,٥٧٤ - **
منخفض النمو	٢٧,٢٦	٢	٢٩	٦	٠,٦٨٢ - *
عديم النمو	٢٤,٦٣	٤	٣٨	١٢	٠,٥٥٩ - **

* عند مستوى معنوية ٥ %

** عند مستوى معنوية ١٠ %

والجدير بالذكر ان المعاينة الدقيقة لنتائج الاختبار t تكشف ان الاختلاف لم يقتصر على نوع تأثير آلية نسبة الملكية الإدارية فحسب ، وإنما امتد ليشمل آلية الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة وهو ما يعد تأكيداً اضافياً لأهمية هذه الآلية في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة في ظل تبويب الشركات بحسب معدل النمو في حجم استثماراتها ، حيث وجد الباحثان إن الشركات عالية النمو تكون مiale نحو دمج الدورين بشخص واحد وذلك على عكس الشركات منخفضة النمو أو عديمة النمو التي تميل الى الفصل بين الدورين . وكما هو مبين في الجدول رقم (٩) الذي يظهر ان أكبر عدد من الشركات التي لا تفصل بين الدورين يتركز في الشركات عالية النمو ، حيث بلغ ١٥ شركة من اصل ٢٤ شركة .

جدول رقم (٩)

تحليل توزيع الشركات على أساس آلية الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة

مستوى النمو في الاستثمارات	عالية النمو	منخفضة النمو	عديمة النمو
عدد الشركات التي لا تفصل بين الدورين	١٥	٥	٤

٢- عند استبدال مقياس معدل العائد على الاستثمار بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية للتعبير عن قيمة الشركة أظهرت نتائج تحليل التباين المبين في الجدول رقم (٧) ان محدد حجم النمو في الاستثمارات لم يكن مؤثراً في انموذج اختبار تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة ، حيث تظهر قيمة F المحسوبة لكل مستوى من مستويات معدل النمو ، رفض انموذج الاختبار عند مستويات تتراوح بين ٨٢,٣ % و ٨٦,٦ % . ناهيك عن تدني القدرة التفسيرية للانموذج التي بلغت في أحسن أحوالها ٧,٨٣ % وذلك في الشركات عديمة النمو .

أما فيما يخص تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة في ظل هذا المحدد ، فقد وجد الباحثان بأنه لا تأثير لهذه الآليات على قيمة الشركة في حالة الشركات عالية النمو مما يعني ان فرض التحكم المؤسسي من عدمه في هذا النوع من الشركات لا يؤثر على القيمة السوقية لأسهمها ، وذلك بسبب الصفة العائلية الغالبة على معظم هذه الشركات والتي وجدها الباحثان تشكل ما نسبته ٨٠ % من الشركات عالية النمو ، إذ يعتقد Anderson and David ان بفعل هذه الصفة تستطيع إدارة الشركة التأثير على تقييم السوق لأسهمها من خلال العرض والطلب على الأسهم في السوق المالي [Anderson and David , 2003] . أما في الشركات منخفضة النمو أو عديمة النمو ، فكما يظهر من الجدول رقم (٧) رفض الفرضية فيما يخص آلية نسبة الملكية الادارية وآلية عدد أعضاء مجلس الإدارة فقط ، مما يشير إلى أهميتها في فرض التحكم المؤسسي على القيمة السوقية لأسهم هذا النوع من الشركات . فمن وجهة نظر السوق ، وفي ظل انخفاض نسبة الملكية الادارية ، يصور Zhou أداء الشركة بمثابة المرآة التي تعكس كفاءة وفاعلية مجلس الإدارة في استخدام الموارد المتاحة لها في تعظيم قيمة الشركة ومن ثم ثروة حملة الأسهم ، وإن وجود المديرين اللذين يمتلكون نسبة من أسهم الشركة ضمن عضوية هذا المجلس يعد بمثابة الرقيب على تصرفات الإدارة ، بوصفهم أحد الأطراف المهمة المتضررة من السلوك غير الرشيد للإدارة [Zhou , 2001] .

ب- نتائج اختبار تأثير محدد حجم الشركة :-

١- تشير نتائج التحليل الإحصائي المدرجة في الجدول رقم (١٠) ان في الشركات كبيرة الحجم يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لمحدد حجم الشركة على تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة المعبر عنها بمعدل العائد على الاستثمار مما يعني ان لهذه الآليات دور في فرض السيطرة على قيمة الشركة . أما في الشركات صغيرة الحجم فقد أظهرت النتائج فقط أهمية آليات نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة .

كما ان النظرة المتفحصية للنتائج تكشف ان أثر محدد حجم الشركة لم يقتصر على اختلاف تأثير عدد الآليات وإنما يمتد ليشمل نوع ذلك التأثير . ففي الشركات كبيرة الحجم ، تظهر النتائج ان تأثير نسبة الملكية الإدارية كان عكسياً على قيمة الشركة ، بينما في الشركات صغيرة الحجم كان التأثير إيجابياً . والعكس بالعكس فيما يخص آلية حجم مجلس الإدارة ، مما يقدم ذلك دليلاً إضافياً على أهمية هاتين الآليتين في التحكم بمعدل العائد على الاستثمار ، كما ان التحليل المتعمق لبيانات الشركات كبيرة الحجم والصغيرة الحجم المدرجة في الجدول رقم (١١) ، يتضح ان ٢١ شركة من الشركات التي لا تفصل بين دور رئيس مجلس الادارة ودور المدير العام كانت تنتمي الى الشركات صغيرة الحجم ، مما يعني ضعف الدور الرقابي لرئيس مجلس الادارة وتقوية المديرين ، وهذا ما قد يفسر قبول الفرضية لآلية الفصل بين الدورين في الشركات صغيرة الحجم ورفضها في الشركات كبيرة الحجم .

جدول رقم (١٠)

نتائج تحليل اثر محدد حجم الشركة

النتائج	البيانات	قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية				
		الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار	الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار
شركات كبيرة الحجم	X ₁	- ٠,٢٣٣١	٠,٣٤٥٢	١,٨٢٧	٩٥,٥		٠,١١٨٧	١,٣٥٢١	٠,٧٠٥	٨٠,٢	تقبل H ₂₂
	X ₂	٠,٣٤٢٢	١,١٣٢٤	١,٣١٥	٩١,٣	ترفض H ₂₂	٠,١٢٥٢	٠,٣٢٥١	٠,٩٥٢	٨٢,٥	تقبل H ₂₂
	X ₃	٠,٢١٢٥	٠,١٨٩٢	١,٣١٤	٩١,٢		٠,١٦٢١	٠,٢٤٦٢	١,٤٩٣	٩٣,٦	ترفض H ₂₂
	X ₄	٠,١١٢١	٠,١٧٨٥	١,٥٦٨	٩٤,٦		٠,١٢٨٢	٠,٠٧٥٢	٠,٩٨٩	٨٥,١	تقبل H ₂₂
شركات كبيرة الحجم		الانحراف المعياري للأنموذج					الانحراف المعياري				
		٠,٣٤٢٢					٠,٢٥٣٤				
		قيمة معامل التحديد R ²					قيمة معامل التحديد R ²				
		٢٢,٨ %					٧,٨ %				
		قيمة الحد الثابت					قيمة الحد الثابت				
		١,١٠١٢					١,٣٥٧٩				
شركات كبيرة الحجم		الوسط الحسابي $\bar{Y}_1$					الوسط الحسابي $\bar{Y}_2$				
		٢,٠٤٨					١,٥٢٦				
		قيمة F المحسوبة ٢,٣١٥ بمستوى معنوية ٩٣,٢ %					قيمة F المحسوبة ٠,٩٢٨ بمستوى معنوية ٧٧,١ %				

تُرفض H ₂₁	٩٠,٤	١,٣٨٢	٠,٤٤٦٥	٠,٣٤٩٨	تُرفض H ₂₂	٩١,٧	١,٣٠٢	٠,٣٤٧١	٠,١٢٣١	X ₁
تُرفض H ₂₁	٩٦,٨	١,٧١٢	٠,٤٦٢٣	٠,٢٤٦٤	تُرفض H ₂₂	٩٢,٤	١,٤٦٢	- ٠,٠١٨	- ٠,١٣١٣	X ₂
تُقبل H ₂₁	٧٣,٢	٠,٥٤٣	٠,٣٤٩٢	٠,١٠٨٢	تُقبل H ₂₂	٧٠,١	٠,٥١٢	٠,١٢١٥	٠,١٢٧٣	X ₃
تُقبل H ₂₁	٨٠,٢	٠,٧٩٢	٠,٢٢٨١	٠,٢٣٢٧	تُقبل H ₂₂	٦٥,٢	٠,٤٢٣	٠,١١٣٧	٠,١٢٥٥	X ₄
الانحراف المعياري ٠,١٨١٩					الانحراف المعياري للنموذج ٠,٢٤٢٣					
قيمة معامل التحديد R ² ٧,٢ %					قيمة معامل التحديد R ² ١٤,٧ %					
الحد قيمة ١,٠٨٨٧					الحد قيمة ٠,٤٧٥٦					
الوسيط الحسابي $\overline{Y_2}$ ١,٤٢٣٢					الوسيط الحسابي $\overline{Y_1}$ ٣,٤٦٨					
قيمة F المحسوبة ١,٦٢٥ بمستوى معنوية ٨٤,٢ %					قيمة F المحسوبة ٢,٢٠٢ بمستوى معنوية ٩٠,٣ %					

في الواقع إن هذه النتائج جاءت متوافقة تماماً مع دراسة [Villalonga and Amit , 2004] التي أجريت على ٥٠٠ شركة أمريكية خلال الفترة ١٩٩٤ - ٢٠٠٠ والتي كشفت كيف يؤثر هيكل الملكية العائلية والادارة والرقابة على قيمة الشركة ، مما يعني ذلك ان آليات الحاكمة المؤسسية قد تتفق في تأثيرها على قيمة الشركة حتى عندما يختلف مجال التطبيق .

جدول رقم (١١)

تحليل مقارنة بين معطيات الشركات كبيرة الحجم والصغيرة الحجم

متوسط حجم مجلس الإدارة	عدد الشركات التي لا تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة	عدد الشركات الممهدة سلبياً للدخل	عدد الشركات الممهدة إيجابياً للدخل	عدد الشركات العائلية	% الملكية الإدارية	حجم الشركة
٨	٣	٢٦	٥	٣٧	٤٦,٨٢	شركات كبيرة الحجم
٥	٢١	٢	٤٣	١١	٢٠,٦٥	شركات صغيرة الحجم

٢- عند التعبير عن قيمة الشركة بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية ، لم تظهر نتائج التحليل الإحصائي رفض الفرضية لأنموذج الاختبار ، إذ لم تبلغ قيمة F المحسوبة مستوى المعنوية المقبولة إحصائياً في كلا المجموعتين (مجموعة الشركات الكبيرة ومجموعة الشركات الصغيرة) وكما مبين في الجدول رقم (١٠) ، مما يعني ذلك عدم وجود أثر لمحدد الحجم ، وبالتالي لا يوجد اختلاف بين المجموعتين . أما فيما يتعلق بالآليات الحاكمة المؤسسية على قيمة الشركة المحسوبة بذلك المقياس ، فقد تباينت النتائج بين المجموعتين ، فقد أوضحت نتائج اختبار t في الشركات كبيرة الحجم قبول الفرضية لجميع آليات الحاكمة المؤسسية باستثناء آلية نسبة ملكية كبار المساهمين ، ويعود السبب في ذلك ، في رأي الباحثين ، الى كبر كمية الأسهم التي يمتلكونها أولئك المساهمين والتي تسمح لهم في التأثير على حركة تداول أسهم شركاتهم في السوق وبالتالي على أسعارهم مستغلين في ذلك كبر حجم شركاتهم الذي قد يكون أحد بواعث الاستثمار عند المتعاملين في السوق ، ومما يعزز هذا الرأي هو ارتفاع متوسط نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية في هذه المجموعة مقارنة بمتوسطها في مجموعة الشركات صغيرة الحجم .

أما في الشركات صغيرة الحجم ، فتشير نتائج اختبار t الى أهمية كل من آلية نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة فقط في فرض السيطرة على القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات ، ويتفق الباحثان مع Bolbol , Fatheldin and Omran في تفسيرهم الى هذه النتيجة والذي يفيد ان المتعاملين في أسهم الشركات صغيرة الحجم ينظرون الى تصرفات المديرين اللذين يمتلكون نسبة من أسهم الشركة وقرارات مجلس الادارة ، بعين الاعتبار في سلوكهم عند اتخاذ قرار الاستثمار .

ج- نتائج اختبار تأثير محدد نسبة المديونية :-

١- على خلاف محدد نسبة النمو في الاستثمارات وحجم الشركة ، جاءت نتائج اختبار تأثير محدد نسبة المديونية ، حيث تبين قيمة F المحسوبة لأنموذج الاختبار لكل من الشركات عالية المديونية ومنخفضة المديونية ، والمدرجة في الجدول رقم (١٢) ، قبول الانموذج للمجموعة الأولى عند مستوى معنوية ٩٢,١ % ورفضه للمجموعة الثانية عند مستوى معنوية ٨٦,٤ % ، كما فاقت القدرة التفسيرية R^2 لأنموذج المجموعة الأولى على مثلتها للمجموعة الثانية بمقدار ١٥,٥ % . أما على مستوى تأثير آليات الحاكمة المؤسسية على قيمة الشركة المقاسة بمعدل العائد على الاستثمار ، فقد أوضحت نتائج اختبار محدد نسبة المديونية في الشركات منخفضة المديونية ، عدم وجود أي تأثير لآليات الحاكمة المؤسسية على قيمة الشركة باستثناء آلية نسبة الملكية الإدارية .

جدول رقم (١٢)

نتائج تحليل اثر محدد نسبة المديونية

المديونية	نسبة	التغير في النسبة	قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار							قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية				
			الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار	الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار	الانحراف المعياري	معامل الانحدار
مركبات عالية المديونية	X ₁	- ٠,٣١٥٦	٠,٧٣٢٨	١,٣٠٨	٩٠,٣	٠,٣٢٤٥	١,٠٠٢١	١,٣٠٨	٩٠,١	٠,٣٢٤٥	١,٠٠٢١	١,٣٠٨	٩٠,١	٠,٣٢٤٥
	X ₂	٠,١١٠٢	٠,١١٦٧	١,٠٩٥	٨٨,٤	٠,١٨٩٢	٠,٣٠٤١	١,٠٩٥	٨٨,٥	٠,١٨٩٢	٠,٣٠٤١	١,٠٩٥	٨٨,٥	٠,١٨٩٢
	X ₃	٠,٣٢١١	٠,٥٢٦٣	١,٤٩٨	٩٣,٤	٠,٣١٨٢	٠,٣١٥٣	١,٤٩٨	٩٣,٢	٠,٣١٨٢	٠,٣١٥٣	١,٤٩٨	٩٣,٢	٠,٣١٨٢
	X ₄	- ٠,٢٢٥١	٠,٤٥٦١	١,٣٠٩	٩٠,٥	٠,٣١٧٨	٠,١٢٨١	١,٣٠٩	٩٠,٥	٠,٣١٧٨	٠,١٢٨١	١,٣٠٩	٩٠,٥	٠,٣١٧٨
الانحراف المعياري للأنموذج			٠,٣٤٢٥			الانحراف المعياري للأنموذج			٠,٣٠٢٣			الانحراف المعياري للأنموذج		
قيمة معامل التحديد R ²			٢٢,٣			قيمة معامل التحديد R ²			٧,٩			قيمة معامل التحديد R ²		
قيمة الحد			١,٣٧٥٦			قيمة الحد			١,٠٢٨١			قيمة الحد		
الوسط الحسابي $\bar{Y}_1$			٢,٧٠٥			الوسط الحسابي $\bar{Y}_2$			١,٤٩٦٢			الوسط الحسابي $\bar{Y}_2$		
قيمة F المحسوبة ٢,٢٧٥ بمستوى معنوية ٩٢,١ %			٩٢,١ %			قيمة F المحسوبة ١,٦٢٥ بمستوى معنوية ٧٧,٣ %			٧٧,٣ %			قيمة F المحسوبة ١,٦٢٥ بمستوى معنوية ٧٧,٣ %		
مركبات منخفضة المديونية	X ₁	٠,٣١٠٢	٠,٣٧٥٨	١,٢٩٨	٩٠,١	٠,٣٢١٣	٠,٥١٢٣	١,٢٩٨	٩٠,١	٠,٣٢١٣	٠,٥١٢٣	١,٢٩٨	٩٠,١	٠,٣٢١٣
	X ₂	٠,٢٦٥٣	٠,٤٢٩٧	٠,٨٩٢	٨٣,٢	٠,٢٤٣٧	٠,٢٧٨١	٠,٨٩٢	٨٣,٢	٠,٢٤٣٧	٠,٢٧٨١	٠,٨٩٢	٨٣,٢	٠,٢٤٣٧
	X ₃	٠,١٨٤٢	٠,٢٦٥٨	٠,٥٢٩	٧٠,٥	٠,٢٥٦٤	٠,٢٦٩٢	٠,٥٢٩	٧٠,٣	٠,٢٥٦٤	٠,٢٦٩٢	٠,٥٢٩	٧٠,٣	٠,٢٥٦٤
	X ₄	٠,٣٢٠٢	٠,٤٥٩٢	١,٠٥١	٨٦,١	٠,٢٢٤٨	٠,١٨٤٤	١,٠٥١	٨٦,٢	٠,٢٢٤٨	٠,١٨٤٤	١,٠٥١	٨٦,٢	٠,٢٢٤٨

الانحراف المعياري للأنموذج	٠,٣٠٢٥	الانحراف المعياري	٠,٤٢٨٧	للأنموذج
قيمة معامل التحديد R^2	٦,٧ %	قيمة معامل التحديد R^2		٨,٢
قيمة الحد	١,٠٢٨١	قيمة الحد	٠,٩٧٨٢	الثابت
الوسط الحسابي $\bar{Y}_1$	٢,٨١١	الوسط الحسابي		$\bar{Y}_2$
قيمة F المحسوبة ١,٨٢٥ بمستوى معنوية	٨٦,٤ %	قيمة F المحسوبة ٠,٨٨٧٥ بمستوى معنوية		٥٤,٢ %

أما في الشركات عالية المديونية ، فالأمر مختلف حيث يوجد تأثير واضح لجميع آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة باستثناء آلية حجم مجلس الإدارة ، مما يعني ذلك اختلاف أثر نسبة المديونية على مستوى تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة بين المجموعتين أيضاً . ويرجع الباحثان سبب ذلك التباين في تأثير آليات الحاكمية المؤسسية بين الشركات عالية المديونية ومنخفضة المديونية الى اختلاف نسبة تركيز الأسهم وتركيب مجلس الإدارة ، كما هو الحال في الشركات عالية النمو في حجم الاستثمارات ، إذ يلاحظ القارئ للمعلومات المتوفرة في التقارير المالية للشركات عينة الدراسة لسنة ٢٠٠٣ ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في إدارات الشركات عالية المديونية وترأس أحد كبار المساهمين معظم مجالس إدارات هذه المجموعة . ولاشك إن هاتين الخاصيتين غاية في الأهمية عند اتخاذ قرارات المفاضلة بين طرق التمويل ، فحسب رأي Deutsch ، يؤدي ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في الإدارة وسيطرة كبار حملة الأسهم على شؤون الشركة ، الى اتجاه الشركة نحو اختيار طريقة التمويل بالاقتراض أكثر من أي طريقة أخرى ، وذلك ليس بسبب آثارها الإيجابية على معدل العائد على حق الملكية فحسب وإنما لدورها في المحافظة على هيكل الملكية وعدم السماح بدخول مساهمين جدد من شأنهم التأثير على مراكز القوة في الشركة [Deutsch , 2005] ، كما يرى الباحثان إن الولوج في عقود مديونية عالية يتطلب إلزام إدارة الشركة بشروط المقرضين والتي في مقدمتها تحسين الأداء او احداث نمو ملحوظ في استثمارات الشركة بالشكل الذي يساعد على زيادة إيراداتها ومن ثم ارباحها . وبطبيعة الحال ان تحقيق تلك الشروط ينبغي أن يصاحبها رقابة صارمة من المديرين وكبار حملة الأسهم ، وهذا ما يفسر وجود أثر لآليات الحاكمية المؤسسية في الشركات عالية المديونية من عدمه في الشركات منخفضة المديونية . ويبين الجدول رقم (١٣) مدى تطابق متطلبات الحصول على عقود المديونية مع معطيات الشركات عالية النمو ، حيث يتضح من خلاله إن ٣٨ شركة من أصل ٥٧ شركة عالية المديونية قد حققت نمواً في حجم استثماراتها خلال عام ٢٠٠٣ ، أما الجزء المتبقي والبالغ ١٩ شركة فقد حقق نمواً في معدل العائد على الاستثمار سواء عن طريق تحسين الأداء أو عن طريق اتباع سياسات محاسبية معينة .

جدول رقم (١٣)

تحليل مقارن بين معطيات الشركات عالية المديونية والشركات منخفضة المديونية

مستوى مديونية الشركة	نسبة تركيز الملكية	عدد الشركات التي يترأس مجلس إدارتها أحد كبار المساهمين	عدد الشركات التي حققت حالة من النمو في الاستثمارات من ٢٠٠١ لسنة ٢٠٠٣	عدد الشركات التي تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة	متوسط نسبة كبار حملة الأسهم
عالية المديونية	٣٩,٦ %	٣٤	١٥	٧	٦٥,٨ %
منخفضة المديونية	٢٧,٨٦ %	١٨	١٠	١٧	٤١,٣٤ %

٢ - بالرغم مما تبعثه نسبة المديونية العالية للشركة من إشارة موجبة للمتعاملين في السوق المالي على اعتبار أن إدارة الشركة قادرة على خلق تدفقات نقدية كافية لتغطية الالتزام بالدين وأعباءه [Penman , et.al , 2005] من جهة ، وإن هذه الإدارة قادرة على فرض سيطرتها على الشؤون المالية والتشغيلية للشركة بالشكل الذي يعكس فاعلية آليات الحاكمية المؤسسية وأثارها الإيجابية على قيمة الشركة السوقية [Laporta , et.al , 2000 ; 2002] ، من جهة ثانية . إلا أنه يبدو هذه الثوابت لا تصح في سوق عمان المالي ويعتقد الباحثان أن السبب وراء هذه النتيجة تعود إلى عدم اهتمام المستثمر الأردني بمثل هذه المؤشرات عند اتخاذ قرار استثماره بأسهم الشركة ، بقدر اهتمامه بمعدلات ربحية الشركة وتوزيعات أرباحها ومما يعزز هذا الاعتقاد علاقة الارتباط الطردية التي وجدها الباحثان بين كل من معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية والتي بلغت بمقياس بيرسون ٠,٦٤٣ في الشركات عالية المديونية و ٠,٦٧٢ في الشركات منخفضة المديونية .

ثالثاً :- نتائج اختبار H₃ :-

أ - تشير نتائج تحليل التباين المدرجة في الجدول رقم (١٤) بأن تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة المقاسة بمعدل العائد على الاستثمار لا يختلف تبعاً لاختلاف نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة ، وبالتالي لا تأثير لنوع القطاع على طبيعة العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية ومعدل العائد على الاستثمار .

ومما يجدر الإشارة إليه في هذا الخصوص ، هو اتفاق القطاعات الثلاث على أهمية دور آلية نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة في التأثير على قيمة الشركة ، في مقابل عدم أهمية دور آلية نسبة ملكية كبار المساهمين ، الأمر الذي يؤكد ما ذهب إليه الباحثان في تفسيراتهما السابقة لأهمية نسبة الملكية الإدارية وتركيب مجلس الإدارة وحجمه ، إذ أن ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في مجلس

الإدارة وتغليب الصفة العائلية للشركات عينة الدراسة ، كان له الأثر الهام في استراتيجية عمل مجلس الإدارة وتوجيهها بما يخدم مصالح الأغلبية فيه ، خاصة في ظل انعدام تأثير الأعضاء الخارجيين بفعل محدودية وجودهم ، وهذا ما أشارت إليه دراسة [Deutsch , 2005] الموسومة أثر تركيبة مجلس الإدارة على قرارات الشركة الحاسمة والخطيرة وكذلك دراسة [Klein , et.al , ٢٦٣] التي أجريت على شركة كندية والتي أظهرت تأثير الملكية العائلية على آليات الحاكمية المؤسسية [Klein , et.al , 2005] .

ب- عند استخدام مقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية للتعبير عن قيمة الشركة ، تظهر الأخيرة تبايناً واضحاً في تأثيرها بآليات الحاكمية المؤسسية تبعاً لاختلاف نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة ، فكما هو واضح من الجدول رقم (١٤) ان قطاع التأمين ، هو أكثر القطاعات الثلاث وضوحاً في تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة ، وان اقل هذه القطاعات هو قطاع الصناعة ، ويعتقد الباحثان ان سبب ذلك التباين يعود الى الطبيعة المالية لنشاط التأمين ، التي تتطلب رقابة ومتابعة مستمرة من قبل حملة الأسهم وذلك لتجنب التبعات الخطرة لقرارات الإدارة على ربحية الشركة ومركزها المالي ، لذلك يلاحظ في معظم الأسواق المالية وخاصة الناشئة منها ، ان المستثمرين في مثل هذه القطاعات ينظرون الى سلوك المديرين ممن يمتلكون نسبة من أسهم الشركة ودور كبار المساهمين في رقابة وتقييم قرارات مجلس الإدارة ينظرون لذلك بعين الاعتبار ، لا بل يصفونها بأنها أحد أهم مرتكزاتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في هذا النشاط [Bellchir , 2006 ; Lins , 2003] .

جدول رقم (١٤)

نتائج اختبار الفرضية الثالثة

القطاع	المتغيرات المستقلة	قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية				
		الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار	الانحراف المعياري	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى المعنوية	قاعدة القرار
الصناعة	X ₁	- ٠,٢٢٤	- ٠,٥٢٣	١,٧٥٢	٩٦,٧	ترفض H ₂	٠,٥١٧٢	١,٠٢٨	١,٣٠٢	٩٠,٧	ترفض H ₂
	X ₂	- ٠,١٠٨	- ٠,٤٤٢	١,٧٠١	٩٥,٧	ترفض H ₂	٠,٤٦٢١	٠,٨٧٥	١,١٤٩	٨٦,٧	تقبل H ₂
	X ₃	٠,١٢١	٠,٤٧٣	١,٠٤٩	٨٥,٥	تقبل H ₂	٠,٦٢٢٥	٠,٧٩٨١	٠,٧٠٧	٧٨,١	تقبل H ₂
	X ₄	٠,١٤٣	٠,٤١١	١,٣٢٤	٩١,٢	ترفض H ₂	٠,٥٣٤٥	٠,٤٨٩	٠,٦٨٩	٧٥,٣	تقبل H ₂

الانحراف المعياري للأنموذج	الانحراف					المعيارى					للأنموذج								
	٠,٣٤٢٥					قيمة معامل التحديد R ²					٦,٢٢								
	١٥,٦					قيمة					٢,٣٤٥								
	الثابت					الحد					الثابت								
	٢,٠١٥					الوسط الحسابى					١,٤٣٢٠								
٢,٨٢٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				
٩٢,٣					٢,٢٣٥					٢,١٧٨					٨٧,٣				

للأنموذج	المعياري	الانحراف	٠,٤٨٩٥	الانحراف المعياري للأنموذج
٧,١٥		قيمة معامل التحديد R^2	١٧,٨	قيمة معامل التحديد R^2
		%		%
الثابت	الحد	قيمة	الثابت	الحد
		٠,٢٨٧٦		٠,١٨٩٨
$\overline{Y}_2$	الحسابي	الوسط	$\overline{Y}_1$	الوسط
		١,٧٠٢٧		٥,٢٥٣ %
٨٨,٦ %	قيمة F المحسوبة ٢,٢٨٧ بمستوى معنوية	٩١,٤ %	قيمة F المحسوبة ٢,٣٢٢ بمستوى معنوية	

الاستنتاجات والتوصيات

في ضوء نتائج اختبار فرضيات الدراسة ، توصل الباحثان الى الاستنتاجات والتوصيات الآتية :-

أولاً :- الاستنتاجات :-

١ - وجود أثر لآليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة عند التعبير عنها بمقياس معدل العائد على الاستثمار ، وانعدام ذلك الأثر عند التعبير عن قيمة الشركة بمقياس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية إنما يعني عدم اكتراث المستثمر الاردني بأهمية وجود هذه الآليات من عدمه في حماية مصالحه من جهة ، وتحفيز مجالس إدارات الشركات والمديرين فيها الى استخدام تلك الآليات بالشكل الذي يعظم منافعهم من جهة ثانية .

٢ - يعد مستوى النمو في حجم الاستثمارات محدداً لتأثير آليات الحاكمية المؤسسية على معدل العائد على الاستثمار ، وتزداد أهمية هذا المتغير في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة كلما انخفضت نسبة النمو في حجم الاستثمارات ، مما يعني ذلك تأكيد لدور الإدارة في تحديد طريقة ممارسة آليات الحاكمية المؤسسية .

٣ - تكون قدرة الشركات كبيرة الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة .

٤ - تكون الشركات عالية المديونية أكثر من الشركات منخفضة المديونية في مجال استخدام آليات الحاكمية المؤسسية .

٥ - إن قطاع التأمين أكثر القطاعات الاقتصادية إهتماماً بتطبيق آليات الحاكمية المؤسسية وان قطاع الصناعة الأقل في هذا المجال .

٦- تحتل آلية نسبة الملكية الإدارية في جميع الأحوال ، مرتبة الصدارة في فرض التحكم المؤسسي في الشركات المساهمة العامة الاردنية وانعدام آلية الأعضاء الخارجيين من عضوية مجلس الإدارة .

ثانياً :- التوصيات :-

١- زيادة نطاق مشاركة أعضاء من خارج الشركة ضمن عضوية مجلس إدارة الشركة ومنحهم حق التصويت والنقض ، ومحاسبة الشركات التي يقل عدد الأعضاء الخارجيين في عضوية مجلس إدارتها عن عضوين ، وذلك من خلال تشريع تصدره هيئة سوق عمان المالي .

٢- تشجيع الشركات على ضرورة الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة .

٣- الحد من ظاهرة الملكية الإدارية وتعليق دور الملكية العائلية في التأثير على قرارات مجلس الإدارة وذلك بإصدار تشريعات تمنع من قيام الشركات العائلية وتحد من مشاركة حملة الأسهم في إدارة شؤون الشركة .

٤- توعية المتعاملين في سوق عمان المالي بأهمية التزام الشركات بتوفير آليات لغرض التحكم المؤسسي وذلك عن طريق عقد الندوات وإقامة المؤتمرات .

ثبت المراجع

أولاً- المراجع العربية

- ١- أبو العطاء ، نرمين ، (٢٠٠٣) " حوكمة الشركات سبيل التقدم : مع لقاء الضوء على التجربة المصرية " ، مجلة الإصلاح الإقتصادي ، العدد الثامن ، القاهرة .
- ٢- أبو كمال ، سعيد ، (٢٠٠٠) ، ماذا ولماذا حاكمية الشركات ، الهيئة العامة لسوق المال سلطنة عمان ، مسقط .
- ٣- الخلايلة ، محمود عبد الرحيم وغدير استنبولي ، (١٩٩٧) ، " أثر التغيرات في النفقات الرأسمالية على أسعار وحركة الأسهم : دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية " ، مجلة دراسات ، العدد الأول .
- ٤- الفضل ، مؤيد محمد علي ، (٢٠٠٦) ، " محددات السلوك الإداري في اختيار السياسات المحاسبية في ضوء النظرية الإيجابية : دراسة اختبارية في الشركات المساهمة في الأردن ، مجلة الإدارة العامة ، الرياض ، فبراير ، العدد الأول ، المجلد ٤٦ .
- ٥- حمادة ، طارق عبد العال ، (٢٠٠٥) ، حوكمة الشركات : المفاهيم - والمبادئ - تجارب ، الدار الجامعية - ، القاهرة ، ج.م.ع.
- ٦- دهمش ، نعيم وعفاف أسحق أبو الرز ، (٢٠٠٣) ، " الحاكمية المؤسسية وعلاقتها بالتدقيق ومهمة المحاسبة والتدقيق " ، وقائع المؤتمر العلمي المهني الخامس لجمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين للفترة ٢٤-٢٥ أيلول ٢٠٠٣ .
- ٧- عاطف ، أحمد ، (٢٠٠٣) ، " دراسة اختبارية لآثار آليات حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية وفعالية عملية تدقيق الحسابات في الأردن ، " مجلة الدراسات المالية والتجارية " ، جامعة القاهرة ، العدد (١) .

ثانياً - المراجع الأجنبية

- 1- Adams . R . and H . Mehran , (2002) , " Board Structure and Banking Firm Performance " , Working paper , Federal Reserve Bank of New York .
- 2- Al- Sahib , Muhammad and Abdussalam Abu-Tapanjeh , (2005) , " Ownership Structure and firm Performance : The case of Jordan " Jordan Journal of Business Administration , 1,2, pp .
- 3- Anderson , Ronald C. and David M. Reeb , (2003) Founding . Family ownership and Firm Performance : Evidence from the S and P 500 " , Journal of Finance , Vol. 58, pp.1351 , 1328 .
- 4- Bekhir , Mohamed , (2002) , " Board Structure , Ownership Structure , and Firm Performance : Evidence from Banking " , Working paper , [http://www. Univ-orleans. fr/DEG/LEO](http://www.Univ-orleans.fr/DEG/LEO). E-mail:leo @uni-orleans .fr.
- 5- Bolbol , Ali A. , Ayten Fatheldin , and Mohammed M. Omran , (2004) , " Ownership Structure , Firm Performance and Corporate Governance : Evidence from Selected Arab Countries " , working paper . E-mail : aabolbol@hotmail.com
- 6- Bonn , Ingrid , (2004) , " Board Structure and Firm Performance " Evidence from Australia " , Journal of Management and Organization , 10 , 1 , pp. 14-24 .
- 7- Brewer 111 , E., W. Jackson 111 , and J. Jagtiani , (2000) , " impact of independent Directors and the Regulatory Environment of Bank Merger Prices : Evidence from Takeover Activity in the 1990 s " , Working Paper 2000-31, Federal Reserve Bank of Chicago .
- 8- Chen , Carl R. , Weiyu Guo and Vivek Mande , (2006) , " Corporate Value , Managerial Stokholdings and investments of Japanese Firms " , Journal of international Financial Management and Accounting , 17 , pp. 29-51 .
- 9- Cho , M. , (1998) , " Ownership Structure , investment and the Corporate Value : An Empirical Analysis " , Journal of Financial Economics , 47 , pp. 103-121 .

- 10- Chong , Y. , (2004) , " Corporate Governance : Risk Starts at the Top Balance Sheet Magazine , Vol. 12 , No. 5 , pp. 42-44 .
- 11- Deutsche , yuval , (2005) , " The Impact of Board Composition of Firms Critical Decisions : A Meta-Analytic Review " , Journal of Management , Vol. 31 , No. 3 , pp. 424-444 .
- 12- Fama , Eugene F. , (1980) , " Agency Problems and the Theory of the Firm " , Journal of Political Economy , 88 , pp. 288-307 .
- 13- Ghosh , Arijit , (2003) , " Board Structure , Executive Compensation and Performance in Emerging Economies : Evidence India " , Working Paper , Indira Gandhi Institute of Development Research E-mail: arijit @ igidr . Ac. In .
- 14- Gompers , Panel , Joy Ishii and Andrew Metrick , (2004) , " incentives vs. Control : An Analysis of U.S. dual Class Companies " , NBER Working Paper 10240 .
- 15- Grant , G. , (2003) , " The Evaluation of Corporate Governance and its Impact on Modern Corporate , Journal of Management Decision , Vol. 41 , No. 9 , pp. 922-930 .
- 16- Han , Bing , (2004) , " Inside Owner Ship and Firm Value : : Evidence from Real Estate Investment " , Working Paper , E-mail : han. 184@OSU. Edu .
- 17- Hitt, Michael A. , R. Duane Ireland and Robert E. Hockessin , (2004) , Strategic Management : Competitiveness and Globalization , e s th ed . , South – Western , United States. , pp. 410-411 .
- 18- Hopkins , M. , (2000) , " Corporate Social Responsibility : The Big Picture " , Journal of Political Economy , Vol. 88 , No. 28, pp. 180-182 .
- 19- Iturriaga , Felix J. Lo'pes and Juan Antonio Rodriguez Sanz , (2001) , " Ownership Structure , Corporate Value and Firm investment : a Spanish Firm Simultaneous Wquations Analysis " , <http://web Odu. Edu./Bpa/efma/itumaga I>.

- 20- Jensen , M.C. and W.H.Mackling , (1972) , " Theory of the firm : Managerial Behavior , Agency Cost and Ownership Structure " , Journal of Financial Economics , 3 , pp. 305-360.
- 21- Jensen , M.G. , (1993) , " The Modern industrial Revolution , Exit , and the Failure of internal Control Systems " , The , Journal of Financial , 48 , pp. 831-880 .
- 22- Jon , S. W. , (2003) , " Corporate Governance and Firm Profitability : Evidence From Korean Befor the Economic Crisis " , Journal of Financial Economics , 68 , pp. 287-32 .
- 23- Kats , Manuel , (2004) , " Managerial Ownership and Firm Value- Evidence From Value-Evidence From Small Firms Listed in Germany " , NCCR Finrisk , Working Paper No. 190. [http// ssrn Com / abstract = 676061](http://ssrn.com/abstract=676061) .
- 24- Kell, Lauren , (1984) . " Positive Theory Research" , Journal of Accounting , Spring .
- 25- Khanate , Arum , Sakthi Mahenthiran and Roberto Curci , (2005) , Managerial Ownership and Firm Value : Agency Problems of Empire Building and Overvalued Equity " , WWW. Fma.Org /SLC. E-mail , athanna @ butler. Edu.
- 26- Lasfer , M. Ameziane , (2002) " Board Structure and Agency Costs " , Working Paper , JEL Classification : G30 : G32E-mail m. A. lasfer @city.Ac. UK.
- 27- Lau , James , Philip Sanatoria and Sue Wright , (2006) , " Corporate Governance and CEO Dismissal in Australia " , Working Paper , E-mail : Psinnad @efs. Mq. Edu. Au .
- 28- Lemmon , Michael L. and Karl V. Lins , (2003) , " Ownership Structure , Corporate Governance , and Firm Value : Evidence From the East Asian Finantial Crisi " , The , Journal of Finance , 58 , pp. 1445-1468 .
- 29- Levit , M. , (2002) , Take on the Street , 2th Ed. Pearson Eduation International , Prentice Hall , New York .

- 30- Lipton , M. and J. Lorsch , (1992) , " A Modest Proposal For improved Corporate Governance " , Business Lawyer , 48 , pp. 59-77 .
- 31- Mc Connell , John J. , Henri Servaes and Karl V. Lins , (2005) , " Changes in Equity Ownership and Chanages in the Market value of the Firm " , Working Paper , , E-mail hservaes @London. Edu.
- 32- Marck , R. and L. Steier , (2004) , The Global History of Corporate Governance : An Introduction , Free press, New York , p. 19 .
- 33- Paul Donna , (2002) , " Board Composition and Corrective Action : Evidence From Corporate Responses to Bad Acquisition Bids " , Working Paper , JEL Classification G 54 , E-mail dpaul @ babson. Edu .
- 34- Pi , L. and S. Timme , (1993) , " Corporate Control and Bank Efficiency " , Journal of Banking and Finance , 17 , pp. 515-530 .
- 35- Sanda , Ahmadu , Amius S. Michael and Tukur Garba , (2005) , " Corporate Governance Mechanisms and Firm Financial Performace in Nigeria " , AERC Research Paper 149 , African Economic Research Consortium , Nairobi .
- 36- Shleifer , Andrei and Robert W. Vishny , (1997) , " A Survey of Corporate Governance " , Journal of Finance , vol. 52, No. 2 , pp. 737-783 .
- 37- Short , H. and K. Keasy , (1999) , " Managerial Ownership and Performance of Firms Evidence from the UK. " , Journal of Corporate Finance , 5 , pp. 79-101 .
- 38- Simoneti , Morko and Aleksandara Gregoic , (2004) , " Managerial Ownership and Corporate Performance in Slovenian Post – Privatization period " , The European Journal of Comparative Economics , Vol. 10 , No. 2. , pp. 217-241 .
- 39- Spanos , L. , (2005) , " Corporate Governance In Greece Developments and Policy Implications International of Business in Society , Vol. 5 , No. 1 , p. 16 .
- 40- William , K. , (2000) , " Rebar Herz Named FASB Chairman " , Finance Magazine , Juen.

- 41- Witt , B. and R. Meyer , (2002) , Strategy : Process Content , Context , An International Thomson Publishing Business Press , London , p. 873 .
- 42- Work , H.T. , M. G. Tearney and L. J. Dodd , (2001) , " accounting Theory a Caseptual and institutional Approach, south-Weston Publishing Co. , pp. 100-101.
- 43- Young , Beth , (2003) , " Corporate Governance and Firm Perform : Is there a Relationship ? " , Ivey Management Services , The University of Western Ontario , London . E-mail Cases @ ively . Uwo. ca .
- 44- Zhou , xianming , (2001) , " Understanding the Determination of Managerial Ownership and its Relationship to Firm Performance : Comment " , Journal of Financial Economics , Vol. 62, pp. 559-571 .