

أثر هيكل الملكية والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة

هنادي بطاينة¹، سوزان رسمي عبد²، ميشيل سويدان³

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر هيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية الأردنية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2014)، وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال : حجم مجلس الإدارة، وملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهام في الشركة، واستقلالية مجلس الإدارة، والمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة، والجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، والملكية المؤسسية. أما بالنسبة للأداء المالي فقد تم قياسه باستخدام مؤشر توين، وكما تم استخدام أربعة متغيرات ضابطة وهي (حجم الشركة، وعمر الشركة، ونسبة المديونية، ونوع القطاع). تكونت عينة الدراسة من (92) شركة صناعية وخدمية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2014)، ومن ثم تم تقسيمها إلى (58) شركة ذات ملكية عائلية و(34) شركة ذات ملكية غير عائلية، وقد بلغ مجموع المشاهدات الكلية (460) مشاهدة. وقد تم استخدام أسلوب الأندثار المشترك (Pooled data) regression لتحقق أهداف الدراسة. أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي لجميع الشركات عينة الدراسة مقاساً بمؤشر توين، وكما توصلت الدراسة إلى أن تأثير الحاكمية المؤسسية على الأداء يختلف بالاعتماد على وجود الملكية العائلية. في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها فقد أوصت الدراسة بضرورة التزام الشركات المساهمة بشكل عام والشركات العائلية بشكل خاص بتعليمات الحاكمية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية وبضرورة قيام الشركات العائلية بوضع خطة رسمية لانتقال المناصب الإدارية العليا، حيث يضمن ذلك استمرار نشاطها وبالتالي زيادة فرص بقائها. وأن تستهدف هذه الخطة ضمان توفر المهارات والقيادة اللازمة التي تحل محل أي قيادة تخرج من الشركة.

الكلمات الدالة: هيكل الملكية، الحاكمية المؤسسية، الأداء المالي، الشركات الأردنية.

المقدمة

القوائم المالية والتي يحتاج إليها العديد من مستخدمي القوائم المالية وخاصة المستثمرين، مما أظهر بوضوح أهمية إرساء ممارسات حاكمية مؤسسية رشيدة حيث يمكن أن تلعب دوراً فاعلاً في مجال الإصلاح المالي والإداري، وزيادة ثقة المستثمرين في القوائم المالية، وتنشيط الاستثمار الوطني واستقطاب الاستثمارات الأجنبية.

إن إرساء ممارسات حاكمية مؤسسية رشيدة تمكن الشركة من صياغة استراتيجيات وسياسات تمكنها من الازدهار، كما تسمح لها بجذب المزيد من الاستثمارات وتقلل من تكلفتها، ويرسي مبدأ المساواة، ويرفع سبل حماية المساهمين، ويساعد على جذب الموظفين الأكفاء والاحتفاظ بهم (Armstrong, 2011). كما أكد مركز المشروعات الدولية الخاصة (Sullivan & 2005) أنه وفيما يتعلق بسيطرة المساهمين، تُرتب الحاكمية المؤسسية الأدوار بشكل واضح، وتُحسن من المساواة، وتعزز

يشهد الاقتصاد العالمي اليوم إدراكاً متزايداً لأهمية الحاكمية المؤسسية باعتبارها عاملاً رئيسياً في نجاح الشركات في الأسواق، حيث أدت المشاكل المالية التي تعرضت لها العديد من كبرى الشركات في العالم إلى المطالبة بضرورة وجود مجموعة من الضوابط والقوانين والمبادئ الأخلاقية والمهنية؛ لتحقيق الثقة والمصداقية في المعلومات الواردة في

1 أستاذ مساعد في المحاسبة، جامعة البلقاء التطبيقية.
hanadibataineh2005@yahoo.com

2 كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية.
s_abed@asu.edu.jo

3 أستاذ في المحاسبة، جامعة عمان الأهلية.
msuwaidan@amman.edu.jo

تاريخ استلام البحث 2017/10/23 وتاريخ قبوله 2018/3/6.

عن رغبة المؤسسين في بقاء الشركة للأجيال القادمة، كذلك فإن الشركة العائلية تمتلك قدرة على تقليص تكاليف الوكالة (Agency Costs) الناتجة عن فصل ملكية الشركة عن الإدارة (أبو السعود وآخرون، 2014).

ولكن من الحقائق المعروفة عن الشركات العائلية بأن العمر التجاري لمعظمها قصير للغاية بعد مرور مرحلة مؤسسيتها، وأن حوالي 95% من هذه الشركات لا تستمر بعد الجيل الثالث من مالكيها (International Finance Corporation, 2011)، وقد يعزى السبب إلى العديد من المخاطر والتجاوزات في هذه الشركات منها المحسوبة، والنزاعات والصراعات الشخصية بين أفراد العائلة خاصة بين أفراد العائلة الذي يعملون في الشركة وأفراد العائلة الذين هم مجرد حملة أسهم وتأثير هذه النزاعات على اتخاذ القرارات الخاصة بالشركة، وعدم فصل المصالح والممتلكات بين الشركة والعائلة، كما أن علاقة القرابة قد تغطي على الإدارة المهنية حيث تلعب درجة القرابة دوراً في عملية التوظيف بغض النظر عن الخبرة أو الكفاءة، بالإضافة إلى المسائل المتعلقة بتعاقب الأجيال التي تهدد بقاء الشركة بعد غياب مؤسسها. وهنا يبرز التساؤل: هل هيكل الملكية (عائلي أو غير عائلي) في الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية هو أحد محددات الأداء المنخفض أو الأداء الجيد؟ وهل طبيعة الشركات ذات الملكية العائلية والمخاطر المرتبطة بها من شأنها أن تؤثر على مدى تطبيقها للحاكمية المؤسسية عن غيرها من الشركات ذات الملكية غير العائلية، وبالتالي ينعكس أثرها على أدائها المالي؟ ومما سبق يمكن التعبير عن مشكلة الدراسة من خلال التساولين الآتين:

1. هل يوجد أثر لكل من هيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) وتطبيق الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان؟
2. هل تأثير الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات يختلف بالاعتماد على وجود الملكية العائلية؟

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

1. بيان أثر كل من هيكل الملكية (عائلي وغير عائلي)

مهنية التنفيذيين، وترفع من قيمة الشركة، أما بالنسبة للمجتمع ككل فأنها تحد من انتشار الفساد، وتقلل من مخاطر الأزمات، وتحسن الإنتاجية.

ولقد برزت أهمية الحاكمية المؤسسية في الشركات العائلية، حيث تعدّ الشركة العائلية أقدم شكل من أشكال منظمات الأعمال في العالم وأكثرها شيوعاً، ففي عدد من دول العالم تمثل الشركات العائلية أكثر من 70% من إجمالي عدد الشركات، كما أنها تلعب دوراً أساسياً في نمو الاقتصاد الوطني، وتشغيل القوة العاملة؛ فمثلاً 75% من الشركات في إسبانيا مملوكة لعائلات معينة وتساهم بنحو 65% من الناتج القومي الإجمالي (International Finance Corporation, 2011). أما في الأردن فإن للشركات العائلية مكانة بارزة في النشاط الاقتصادي في القطاع الخاص، والسبب يعود إلى أن العملية الاقتصادية الأولى في الأردن نمت بملكية بعض العائلات لعدد من الشركات، وأن السيطرة العائلية على الشركات المساهمة العامة تأتي من خلال تملك عائلة واحدة نسبة مرتفعة من أسهم الشركة، مما يمنح هذه العائلة السيطرة على مجلس إدارة الشركة بالانتخاب، وبالتالي التحكم في القرارات الاستثمارية والتشغيلية للشركة. إن الالتزام بالتطبيق السليم للحاكمية المؤسسية في الشركات العائلية يمكنها من ضمان استدامتها في قضية تعاقب الأجيال، ويساعد مجالس الإدارات على تطوير استراتيجية الشركات، وضمان اتخاذ قراراتهم بناءً على أسس سليمة، وتحسين الكفاءة المهنية للإدارة، وتعزيز إمكانية الحصول على رأس المال مما ينعكس إيجابياً على أدائها وعلى قيمتها السوقية (Brazilian Institute of Corporate Governance, 2007).

لذا جاءت هذه الدراسة لكي تلقي مزيداً من الضوء على أثر هيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

مشكلة الدراسة

تتمتع الشركات العائلية بخصائص مميزة يمكن أن تزود الشركة بميزة تنافسية مهمة مقارنة بالشركات الأخرى (غير العائلية)، حيث تتمتع هذه الشركات برؤية طويلة الأجل ناجمة

الشائعة الحدوث والمسائل المتعلقة بتعاقب أجيال العائلة لضمان استدامة الشركات العائلية لأجيال عدة، والذي يعتبر التحدي الأكبر لها.

الإطار النظري للدراسة

تعددت المفاهيم الخاصة بالشركات العائلية، وفي حقيقة الأمر لا يوجد اتفاق واسع بين الباحثين حول مفهوم شامل للشركات العائلية (Chrisman *et al.*, 2005)، وقد ركزت الدراسات والأبحاث السابقة على ثلاثة أبعاد عند تعريف الشركة العائلية وهي السيطرة العائلية على الملكية، وسيطرة العائلة على الإدارة، والخلافة أو بمعنى آخر انتقال الملكية العائلية من جيل لآخر (Vieira, 2015; Bennedsen *et al.*, 2007; Perez-Gon, 2006).

أما في دراسة (Chrisman *et al.*, 2005) فصلوا فيها توجه الدراسات في تعريف الشركات العائلية إلى اتجاهين، الاتجاه الأول (Approach Components of Involvement) يهتم بالعناصر التي يجب توفرها في الشركة لتعتبر عائلية، وأكد الباحثون على ضرورة توفر أي من الشروط التالية: أن تكون العائلة مالكة للشركة، أو أن تكون العائلة من تدير الشركة، أو أن تكون الشركة مُسيطر عليها من قبل العائلة وعند توفر أحد هذه الشروط تعتبر الشركة عائلية. أما الاتجاه الثاني فقد اهتم بجوهر الشركات العائلية (Essenc Approach) وكانت الشروط كالتالي: أن تؤثر العائلة على الاتجاه الاستراتيجي للشركة، وأن تكون رؤية الشركة في الحفاظ على حصة العائلة فيها ونقل ملكيتها للأجيال القادمة، وأن تتمتع بسلوك الشركات العائلية وما يتعلق بها من أعراف من احترام للأبناء وعلاقتهم التجارية، وأن تحافظ على السياسة التي تميز العائلة في إدارة شركاتها. ويتطلب الاتجاه الثاني من الشركة أن تتوفر فيها هذه الشروط لإعتبرها شركة عائلية، إلا أنه من الصعب تتبع كل هذه الأمور لتحديد هوية الشركة لذلك غالباً ما يلجأ الباحثون إلى الاتجاه الأول الذي يمكن قياسه ومتابعته بسهولة.

ولقد عرّف (Al-Ghamdi & Rhodes 2015, p.79) الشركة العائلية بأنها " الشركة التي تمتلك فيها العائلة ما لا يقل عن 10% من رأس مال الشركة وأن يكون لديها على الأقل ممثل واحد من أفراد العائلة في عضوية مجلس الإدارة". وقد عرّفت

وتطبيق الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان.

2. فحص ما إذا كان تأثير الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات يختلف بالاعتماد على وجود الملكية العائلية.

أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية الشركات العائلية، ودورها الهام في دعم الاقتصاد الوطني من خلال توفيرها لفرص العمل، وزيادة الناتج القومي (القضاء، 2010)، حيث تعتبر الملكية العائلية ظاهرة موجودة في الأردن ومتجذرة في الشركات المساهمة العامة الأردنية حيث أشار العديد من خبراء الأسواق المالية في عدة بيانات صحفية أن الشركات العائلية تمثل أكثر من 40% من إجمالي عدد الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بغض النظر عن التوزيع القطاعي لها (الشياب، 2014)، ويبدو أن لهذه الظاهرة ما يبررها من منطلق حرص العائلات الثرية على إدارة أموالها بنفسها دون التعرض لمخاطر تفويض الآخرين للقيام بهذه المهمة.

ويُلاحظ أن هناك قلة في الدراسات العربية والأردنية حول هذا الموضوع، لذا من المأمول أن تقدم هذه الدراسة دليلاً عملياً حول أثر هيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) ومدى تطبيق الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الصناعية والخدمية الأردنية، وفحص ما إذا كان تأثير الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي يختلف بالاعتماد على وجود الملكية العائلية. حيث لُوحظ من خلال الاطلاع على نتائج الأبحاث التي تم إجرائها على الأسواق المالية العالمية المتطورة، أن نتائج هذه الأبحاث كانت مختلفة فيما يتعلق بتأثير هيكل الملكية، فهناك دراسات وجدت أن أداء الشركات العائلية أفضل من أداء الشركات غير العائلية والعكس صحيح. وكما يمكن أن تساعد نتائج هذه الدراسة أيضاً على تعميق الوعي حول أهمية وفوائد تطبيق الحاكمية المؤسسية من قبل إدارات الشركات المساهمة بشكل عام وفي الشركات العائلية بشكل خاص، والتي من شأنها معالجة المشاكل

مشكلة الوكالة وهي مشكلة تضارب المصالح بين كبار المساهمين المسيطرين على الإدارة وأولئك الأقلية غير المسيطرين (Agency Problem Type II). وبين (Lau, 2010) أنه من أجل فهم الاختلاف في مشكلة الوكالة التي تواجهها كل من الشركات العائلية والشركات غير العائلية فمن الضروري فحص مصدر "الصراعات" الذي يجسد مشكلة الوكالة. ففي الشركات غير العائلية يقوم المالكيين بتفويض السلطة للمدراء لاتخاذ القرارات نيابة عنهم، ويبرز الصراع في حالة وجود تضارب في المصالح ما بين المالكيين والإدارة، وهذا ما أشار إليه كل من (Jensen and Meckling, 1976) و (Fama, 1980) حيث بينوا أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الإدارة حافز على تقديم مصالحها عندما تتعارض مع مصالح الشركة. أما في الشركات العائلية فقد أشار (Anderson and Reeb, 2003) عندما يكونوا مدراء الشركة من بين كبار المساهمين ولديهم سلطة اتخاذ القرارات نيابة عن صغار المساهمين الآخرين، أو من كبار أصحاب القوة التصويتية في مجلس الإدارة، فينشأ الصراع من حقيقة أن هؤلاء المدراء قد يستغلوا سلطتهم للتأثير في قرارات مجلس الإدارة التي قد يستفيدون منها بشكل مباشر على حساب الشركة، كأن يقوموا بإقناع مجالس الإدارة للموافقة على رواتب ومزايا باهظة لهم، أو الحصول على أرباح خاصة لهم، أو الموافقة على إجراء عمليات هامة مع الأطراف ذات العلاقة. وفي كلا النوعين قد تقوم الإدارة باستغلال أصول الشركة لمصالحهم الذاتية بدلا من المصلحة العامة للمساهمين، أو عدم أداء أعمالهم بطريقة تتسم بالكفاءة، أو قد يرتكبون أعمالا يشوبها الغش والتزوير. وهذا السلوك قد يعرض المالكيين غير المشاركين في الإدارة لخطر خسارة كامل استثماراتهم أو جزء منها، وكذلك افتقار المالكيين لوسائل الرقابة المباشرة على أداء الإدارة ونجاحها في تحقيق أهداف الشركة. وهذا بدوره أدى إلى زيادة الاهتمام والتفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المالكيين والحد من التلاعب المالي والإداري المحتمل الذي قد يقوم به أعضاء مجلس الإدارة والإدارات التنفيذية بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة، وذلك باعتبارهم الجهة التي تتحكم بزمam الأمور داخل الشركة (سليمان، 2006، ص18). وبالتالي

مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation) (IFC), 2011, p.12) فيها أغلبية الأصوات في أيدي العائلة المسيطرة، بما في ذلك المؤسس (المؤسسون) الذي يعتزم نقل الشركة إلى الأجيال القادمة". أما الباحثون (Vieira, 2015؛ Latif; et al., 2014؛ Yasser, Lam & Lee, 2012; Villalonga & Amit, 2006; Anderson & Reeb, 2003 2011) فقد عرّفوا الشركة العائلية بأنها "الشركة التي ينطبق عليها أحد الشروط التالية: أن تربط المدير التنفيذي فيها مع المؤسس علاقة إما عن طريق الدم أو الزواج، أو الحالة التي يكون فيها على الأقل فردين من العائلة أعضاء في الإدارة العليا، أو الحالة التي تكون فيها العائلة مسيطرة على الشركة من خلال تملكها على الأقل 20 % من رأس مال الشركة".

وفي هذه الدراسة وبناءً على ما سبق وبالاعتماد على أدبيات الدراسات السابقة، يمكن تعريف الشركة العائلية بأنها الشركة التي تتوفر فيها أحد الشروط التالية: أن تكون فيها العائلة مسيطرة على الشركة من خلال تملك ما لا يقل عن 20 % من رأس مال الشركة، أو الحالة التي يكون فيها للعائلة تأثير قوي في مجلس الإدارة من خلال وجود فردين أو أكثر من أفراد العائلة الواحدة لهم مقاعد في مجلس الإدارة على أن يكون أحدهما على الأقل رئيساً أو نائباً لرئيس المجلس أو مديراً عاماً للشركة، أو الحالة التي يكون فيها على الأقل فردين من العائلة أعضاء في الإدارة العليا ويمتلك كل واحد منهما 5% فأكثر من رأس مال الشركة. وعلى ذلك فإن التعريف الذي اعتمده الدراسة الحالية لمفهوم الشركة العائلية مبني على الاتجاه الأول كما في دراسة (Chrisman et al., 2005).

تعود نشأة الحاكمية المؤسسية كأحد الحلول المقترحة لمشكلة الوكالة (Agency Problem) الناتجة عن فصل ملكية الشركة عن الإدارة، وقد أشارت العديد من الدراسات كدراسة (Villalonga and Amit, 2006; Charitou and Louca, 2014) إلى أن مشكلة الوكالة تختلف في الشركات العائلية عنها في الشركات غير العائلية، حيث تقسم مشكلة الوكالة إلى نوعين الأول وهي مشكلة تضارب المصالح بين المالكيين والمدراء (Agency Problem Type I)، أما النوع الثاني من

محددات الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالي السعودي، ومقارنة أداء الشركات العائلية مع الشركات غير العائلية، ومعرفة مدى تأثير خصائص الحاكمية المؤسسية على أداء الشركة. وتم الحصول على بيانات الدراسة من سوق الأسهم السعودية (تداول) لعينة تكونت من (99) شركة مقسمة إلى (55) شركة عائلية و(44) شركة غير عائلية خلال الفترة (2006-2013). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من حجم مجلس الإدارة والفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي مع الأداء المالي في الشركة العائلية مقاساً بمعدل العائد على الأصول. أما دراسة (Vieira، 2015) هدفت إلى تحليل أثر خصائص مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات العائلية البرتغالية، وتقديم أدلة على ما إذا كان أداء الشركات العائلية يختلف عن أداء الشركات غير العائلية من حيث أثر الحاكمية المؤسسية على الأداء، مع الأخذ بعين الاعتبار أثر الأداء غير المتكافئ بين فترات الاستقرار والأزمات الاقتصادية، وتم الحصول على بيانات الدراسة من بورصة يورونكست لشبونة لعينة تكونت من (63) شركة برتغالية غير مالية مقسمة إلى (35) شركة عائلية و(28) شركة غير عائلية خلال الفترة (2002-2013)، وتمثلت خصائص مجلس الإدارة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، والأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة، وتركز الملكية مع فئة من كبار المساهمين، والتنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة، ووجود أكثر من عضو من نفس العائلة في المجلس. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات العائلية تتبنى إجراءات حاكمية تختلف عن الشركات غير العائلية حيث لديها نسبة أقل من الأعضاء المستقلين ونسبة عالية من الأناث في مجلس إدارتها مقارنة بالشركات غير العائلية والتي قد يكون لها بعض التأثير على أداء تلك الشركات، وكما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من تركيز الملكية ووجود الأناث في مجلس الإدارة وبين الأداء المالي للشركة العائلية.

أما دراسة (Latif et al. 2014) والتي هدفت إلى اختبار أثر الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات العائلية وغير العائلية في باكستان، وكما هدفت أيضاً إلى المقارنة بين أداء

جاءت الحاكمية المؤسسية لسدّ الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي من الممكن أن تضر بالشركة.

الدراسات السابقة

أجريت العديد من الدراسات في مختلف دول العالم لدراسة تأثير الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات بشكل عام، وبعض الدراسات تناولت تأثير الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات العائلية مقارنة بغيرها من الشركات غير العائلية. وفيما يلي استعراض لأبرز هذه الدراسات ومنها دراسة (Wang et al., 2016) والتي هدفت إلى معرفة ما إذا كان هناك فروقات في الحاكمية المؤسسية والأداء الاجتماعي بين الشركات العائلية وغير العائلية وأثر كل منهما على أدائها المالي، وتم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة واستقلاليته، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، والمؤهلات المهنية لأعضاء مجلس الإدارة، والتنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة، وأخيراً تعويضات المدراء التنفيذيين. وتكونت عينة الدراسة من (59) شركة مقسمة إلى (21) شركة عائلية و(38) شركة غير عائلية خلال الفترة (2006-2013). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من المؤهلات المهنية لأعضاء مجلس الإدارة، والجمع بين المنصبين، وتعويضات المدراء التنفيذيين مع الأداء المالي للشركات العائلية مقاساً بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية. بينما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من حجم مجلس الإدارة والتنوع بين الجنسين في المجلس والإفصاح عن الأخبار السلبية والأخبار الإيجابية مع الأداء المالي للشركات غير العائلية مقاساً بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، وكما توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من استقلالية الأعضاء وتعويضات المدراء التنفيذيين مع الأداء المالي للشركات غير العائلية مقاساً بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

تتعارض هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Al-Ghamdi & Rhodes 2015) والتي هدفت إلى التعرف على

المالي أفضل من الشركات غير العائلية. وتتفق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (Culasso et al., 2012) والتي هدفت إلى فحص العلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات العائلية وغير العائلية الإيطالية، وتم الحصول على بيانات الدراسة من السوق المالي لعينة تكونت من (80) شركة مساهمة عامة مدرجة مقسمة إلى (53) شركة عائلية و(27) شركة غير عائلية خلال الفترة (2006-2010). توصلت الدراسة إلى أن الأداء المالي للشركات العائلية أفضل من أداء الشركات غير العائلية، وأن عدد الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الشركة غير العائلية أعلى من الشركة العائلية وقد فسّر ذلك بأن العائلة تسعى جاهدة للتقليل من عدد الأعضاء المستقلين في مجلس إدارتها وذلك للحدّ من التدخلات الخارجية في صنع قراراتها. وهذا ما أشارت إليه دراسة (Martin & Encalada, 2012) إلى أن الشركات العائلية تتبنى آليات حاكمة مختلفة من حيث تركيبة مجلس الإدارة ونسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة عن تلك التي تتبناها الشركات غير العائلية مما أثر ذلك على أداء كل منهما. وذلك في دراستهما التي أجريت في المكسيك على عينة مكونة من (90) شركة مساهمة عامة مدرجة مقسمة إلى (64) شركة عائلية و(26) شركة غير عائلية خلال الفترة (2005-2009).

أما دراسة (Yasser, 2011) فقد هدفت إلى اختبار أثر الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات العائلية وغير العائلية في باكستان، وتم الحصول على بيانات الدراسة من سوق كراتشي للأوراق المالية لعينة تكونت من (132) شركة مساهمة عامة مدرجة خلال الفترة (2003-2008). وتم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: تركيبة مجلس الإدارة، المؤهلات المهنية لأعضاء مجلس الإدارة، والمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وعدد اجتماعات مجلس الإدارة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين أداء الشركات العائلية وغير العائلية مقاساً بمؤشر توين (Tobin's Q) ومعدل العائد على الأصول من التدفق النقدي التشغيلي، ووجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من المؤهلات المهنية لأعضاء مجلس الإدارة وعدد اجتماعات

الشركات العائلية والشركات غير العائلية، وتم الحصول على بيانات الدراسة من سوق كراتشي للأوراق المالية لعينة تكونت من (164) شركة مساهمة عامة مدرجة خلال الفترة (2006-2011). وتم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة، وتركيبة مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وعدد اجتماعات مجلس الإدارة. توصلت الدراسة إلى أن الأداء المالي للشركات غير العائلية أفضل من أداء الشركات العائلية، وكما توصلت أيضاً إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من حجم مجلس الإدارة والفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي من ناحية وبين الأداء المالي للشركة من ناحية أخرى، ووجود علاقة عكسية بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة وتركيبة مجلس الإدارة مع الأداء المالي للشركة. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Ibrahim & Abdul Samad, 2011) والتي هدفت إلى اختبار العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية والأداء المالي للشركات العائلية وغير العائلية في ماليزيا خلال الفترة (1999-2005).

بينما أجريت دراسة أبو السعود وآخرون (2014) بهدف التعرف على الآثار المتوقعة لتركيب هيكل الملكية على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية. وذلك على عينتين تكونت الأولى من (45) شركة مساهمة عامة صناعية دون التفريق فيها بين شركة بسيطرة عائلية أو بدون، والعينة الثانية مكونة من (22) شركة بسيطرة عائلية في هيكل الملكية خلال الفترة الزمنية (2001-2006)، أشارت هذه الدراسة إلى أن هيكل الملكية الذي يتصف بالسيطرة العائلية لا يؤثر على الأداء بشكل مختلف عن الشركات التي لا تتواجد فيها هذه السيطرة. أما دراسة (Cheema & Din, 2013) فقد هدفت إلى فحص العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي للشركات المتخصصة بصناعة الأسمت في باكستان. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من التقارير المالية السنوية لخمسة عشر شركة أسمت للفترة (2007-2011). توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي والأداء المالي للشركات مقاساً بالعائد على السهم، كما توصلت نتائج الدراسة إلى أن ربحية الشركات العائلية وأدائها

في نهاية عام 2014. و تم اعتماد عدة معايير لأغراض تحديد عينة الدراسة وهي أن تكون أسهم الشركة مدرجة وامتدالة طيلة فترة الدراسة، وأن لا تكون الشركة قد خضعت للاندماج خلال سنوات الدراسة وذلك لتوحيد معايير المقارنة، وأن تتوافر جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة. وبتطبيق الشروط السابقة بلغ عدد شركات عينة الدراسة (92) شركة صناعية وخدمية، وتشكل عينة الدراسة ما نسبته 78% من مجتمع الدراسة. ومن ثم تم تقسيم العينة إلى (58) شركة ذات ملكية عائلية و(34) شركة ذات ملكية غير عائلية، وذلك حسب الشروط التي وضعتها الدراسة للتصنيف.

نموذج الدراسة

سيتم استخدام أسلوب تحليل الأنداد المشترك، ويمكن التعبير عن الأثر بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من خلال معادلة الأنداد التالية:

$$FP = \beta_0 + \beta_1 FF + \beta_2 BSIZE + \beta_3 BSHAR + \beta_4 BINDEP + \beta_5 BQUAL + \beta_6 DUAL + \beta_7 IOWN + \beta_8 FSIZE + \beta_9 FAGE + \beta_{10} DEBT + \beta_{11} SEC + \epsilon$$

حيث أن FP: الأداء المالي، FF: هيكل الملكية، BSIZE: حجم مجلس الإدارة، BSHAR: ملكية الأعضاء لأسهم في الشركة، BINDEP: استقلالية مجلس الإدارة، BQUAL: المستوى العلمي لأعضاء المجلس، DUAL: الجمع بين المنصبين، IOWN: الملكية المؤسسية، FSIZE: حجم الشركة، FAGE: عمر الشركة، DEBT: نسبة المديونية، SEC: نوع القطاع، ϵ خطأ التقدير العشوائي.

متغيرات الدراسة وأسلوب قياسها المتغير التابع:

ويتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للشركة، والذي تم قياسه باستخدام مؤشر توبن وهو مقياس يُعبر عن احتمالية النمو في أصول الشركة، فإذا كانت قيمة (Tobin's Q) أقل من واحد فإن القيمة السوقية أقل من قيمة أصول الشركة، أي الشركة مقيمة بأقل من قيمتها ومن ناحية أخرى إذا كانت قيمة (Tobin's Q) أكبر من واحد فإن القيمة السوقية أكبر من تكلفة استبدال أصولها وهو يعني أن هناك فرص أفضل

مجلس الإدارة مع الأداء المالي للشركات العائلية، وكما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من المؤهلات المهنية والمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة مع الأداء المالي للشركات غير العائلية وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (Amran, 2011) التي أجريت في ماليزيا على عينة مكونة (424) شركة مساهمة عامة مدرجة مقسمة إلى (191) شركة عائلية و(233) شركة غير عائلية، والتي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين المستوى العلمي للأعضاء والأداء المالي في الشركات غير العائلية.

بعد استعراض الدراسات السابقة، تتميز هذه الدراسة عن سابقتها أنها تعتبر من أوائل الدراسات في الأردن التي تبحث في أثر الملكية العائلية وغير العائلية والحاكمية المؤسسية مجتمعين معاً على الأداء المالي، وكذلك تسعى إلى فحص ما إذا كان تأثير الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات يختلف بالاعتماد على وجود الملكية العائلية ضمن قطاعي الصناعة والخدمات، هذان القطاعان اللذان يعملان ضمن ثقافة عربية أردنية تشجع الملكية العائلية ويرغب الملاك في إدارة الشركات التي يملكونها. كما تقوم هذه الدراسة على اختبار أثر هيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات، وذلك بأخذ عدد من المتغيرات لقياس الحاكمية وهي (حجم مجلس الإدارة، وملكية أعضاء مجلس أسهم الشركة، واستقلالية مجلس الإدارة، والمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، والملكية المؤسسية)، وقياس أداء الشركة باستخدام مؤشر توبن (Tobin's Q)، وهي المتغيرات التي لم تتطرق لها الدراسات السابقة في الأردن عند قياس الحاكمية المؤسسية وأداء الشركات بشكل مجتمع حسب علم الباحثين.

منهجية الدراسة

مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة والمدرجة في بورصة عمان للفترة (2010-2014)، والتي بلغ عددها (118) شركة كما هي

مباشرة ويتولى مجلس الإدارة مهمة الرقابة والإشراف على أداء المدراء للحد من سلوكهم النفعي، ووضع إستراتيجيات الشركة التي تهدف إلى تعظيم الأرباح. ويعتبر عدد أعضاء مجلس الإدارة عاملاً هاماً في فعالية مجلس الإدارة، وهناك وجهتا نظر فيما يتعلق بحجم المجلس والأداء المالي للشركات فبعض الدراسات ترى أن زيادة حجم المجلس قد تؤدي إلى حدوث مشاكل تتعلق بالتنسيق والاتصال بين أعضاء المجلس، وهذا بدوره يقلل من قدرة المجلس على القيام بدوره الإشرافي والرقابي على الإدارة العليا وبالتالي زيادة مشكلة الوكالة (Dharmadasa et al., 2014؛ Habbash & Bajaher, 2014؛ Jensen, 1996؛ Yermack, 2014). أما وجهة النظر الأخرى ترى أن زيادة حجم المجلس قد تؤدي إلى التنوع في الخبرات بين أعضاء المجلس وهذا بدوره ينعكس إيجابياً على اتخاذ قراراتهم وبالتالي على أداء هذه الشركات (Latif et al., 2014)، لذا يتوقع أن يكون لهذا المتغير أثر على الأداء المالي. وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة (Wang et al., 2016؛ Al-Ghamdi & Rhodes, 2015؛ Darweesh, 2015؛ Latif et al., 2014؛ Dharmadasa et al., 2014؛ السراطوي، 2015؛ عطية، 2015).

2. ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة

تساعد ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة في تخفيض تضارب المصالح بين الملاك والمدراء، وكلما زادت ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة أدى ذلك إلى تحسين في إدارة الشركة من خلال تخفيض تكاليف الوكالة والحد من أسلوب الإدارة غير المرغوب فيه وبالتالي ينعكس على أدائها المالي. لذا يتوقع أن يكون لهذا المتغير أثر على الأداء المالي للشركات. وقد تم استخدام هذا المتغير في الدراسات السابقة مثل (Bayrakdaroglu et al., 2012؛ Martin & Encalada, 2012).

3. استقلالية مجلس الإدارة

تعد استقلالية مجلس الإدارة من أبرز محددات الخصائص النوعية لمجلس الإدارة، أي أن يكون الجزء الأكبر من أعضاء مجلس الإدارة ليسوا من ضمن المدراء التنفيذيين (Non-Executive)، وتلعب استقلالية المجلس دوراً هاماً في عملية

للاستثمار ومؤشر على أداء الإدارة الجيد (زلوم، 2013). وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة (Al-Ghamdi & Rhodes, 2015؛ Darweesh, 2015؛ Martin & Encalada, 2015؛ Amran, 2011؛ Ibrahim & Abdul Samad, 2011؛ Yasser, 2011؛ أبو السعود، 2014).

المتغيرات المستقلة:

المتغير المستقل الأول: الملكية العائلية (Family Ownership)
كما تم الإشارة إليه سابقاً، تم تصنيف الشركة كشركة عائلية إذا توفرت أحد الشروط التالية:

1. أن تكون العائلة مسيطرة على الشركة من خلال تملك ما لا يقل عن 20% من رأس مال الشركة.
2. أن يكون للعائلة تأثير قوي في مجلس الإدارة من خلال وجود فردين أو أكثر من أفراد العائلة الواحدة، لهم مقاعد في مجلس الإدارة على أن يكون أحدهما على الأقل رئيساً أو نائباً لرئيس المجلس أو مديراً عاماً للشركة.
3. أن يكون هناك على الأقل فردين من العائلة أعضاء في الإدارة العليا، ويمتلك كل واحد منهما 5% فأكثر من رأس مال الشركة.

وتم الرجوع إلى التقارير السنوية لتطبيق الشروط السابقة على الشركات من خلال الاطلاع على بند بيانات أعضاء مجلس الإدارة، وبند مساهمات كبار مالكي الأسهم (5%) فأكثر، وبند عدد الأوراق المالية المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة لكل سنة من سنوات الدراسة لضمان استقرار ملكية العائلات في هذه الشركات طيلة فترة الدراسة. وتم التعبير عن الملكية العائلية من خلال متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة واحد في حال كانت الشركة عائلية وقيمة صفر في حال كانت الشركة غير عائلية.

المتغير المستقل الثاني: الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance)

وتم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال:

1. حجم مجلس الإدارة

يُعدّ مجلس الإدارة أحد الآليات الحاكمة لأداء المدراء في الشركات من وجهة نظر المساهمين، وذلك لأنتخابه من قبلهم

المؤسسات الاستثمارية له دور إيجابي في الرقابة على الشركة، ويؤثر على أداء الشركات لأن هؤلاء المستثمرين قادرين على التأثير على قرار الإدارة، ويمتلكون الموارد اللازمة لمراقبة نشاطات الشركة، والقوة لإقالة المدير المتعثر من منصبه (Tornyeva and Werekko, 2012)، أي أن الملكية المؤسسية تساعد على تخفيض تكاليف الوكالة. لذا يتوقع أن يكون لهذا المتغير أثر على الأداء المالي للشركات. وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة Bayrakdaroglu et al. (2012); (Filatotchev et al. 2005).

المتغيرات الضابطة:

تم إدراج هذه المتغيرات كمتغيرات ضابطة في نموذج الدراسة، نظراً لأثرها الكبير على الأداء المالي كما أثبتت الدراسات السابقة، ليعكس النموذج الحالي الأثر الصافي للمتغيرات المستقلة على الأداء المالي للشركة.

1. حجم الشركة:

وتم قياس هذا المتغير بمتوسط إجمالي أصول الشركة، حيث من المعروف بأن الشركات الكبيرة عادة ما تتمتع بوفورات ناتجة عن حجمها الكبير (Economies of Scale)، ولديها قدرة عالية على التنوع مما يجعلها أقل عرضة لمخاطر الإفلاس، وكذلك من المتوقع أن تكون تكلفة التمويل لدى هذه الشركات أقل، وبالتالي من المتوقع وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وبين مقاييس الأداء المختلفة (أبو السعود وآخرون، 2014). وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة (Wang et al.، 2016; Yilmaz & Buyuklu، 2016، 2016؛ Al-Ghamdi & Rhodes، 2015؛ Latif et al.، 2014؛ السرتاوي، 2015؛ حمدان وآخرون، 2013).

2. عمر الشركة:

وتم قياس عمر الشركة بعدد التقارير السنوية المصدرة منذ إدراجها في بورصة عمان، حيث من المتوقع أن يلعب عمر الشركة دوراً في زيادة الخبرة والمعرفة والدراية المتراكمة لدى إدارة هذه الشركات، وكذلك زيادة قدرتها على تنظيم أنظمتها المالية والإدارية مما يمكنها من مواجهة الكثير من المخاطر التي تواجهها، وبالتالي من المتوقع وجود أثر إيجابي لعمر

الحد من تضارب المصالح بين المالك والمدراء، وتعزز من قيامه بمهامه الإشرافية والرقابية وبالتالي ضبط أداء الإدارة للعمل في إطار مصلحة حملة الأسهم وتعظيم قيمة المنشأة. لذا يتوقع أن يكون لهذا المتغير أثر على الأداء المالي للشركات، وقد عرّف دليل قواعد الحاكمية المؤسسية الأردني عضو مجلس الإدارة غير التنفيذي هو العضو الذي لا يكون موظفاً في الشركة أو يتقاضى راتباً منها. وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة كل من Wang et al. (2016)؛ Darweesh، 2015؛ Vieira، 2015؛ Latif et al.، 2014؛ Dharmadasa et al. (2014); Zedan and Abu Nassar (2014).

4. المستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة

لقد نص دليل قواعد الحاكمية المؤسسية الأردني بأنه يجب أن يكون عضو مجلس الإدارة مؤهلاً ويتمتع بقدر كاف من المعرفة بالأمر الإداري والخبرة، وأن يكون ملماً بالتشريعات ذات العلاقة وبحقوق وواجبات مجلس الإدارة. ولقد أشارت بعض الدراسات إلى تأثير متوقع للمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة على أداء الشركة، حيث أنه كلما زاد المستوى والمؤهل العلمي لأعضاء مجلس الإدارة قد يؤدي ذلك إلى تعزيز مهامه الرقابية والإشرافية وبالتالي ينعكس على الأداء المالي للشركة. وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة (Amran، Yasser)؛ (2011، 2011).

5. الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي

أقرت التشريعات بأهمية استقلالية مجلس الإدارة، وضرورة الفصل بين وظائف رئيس المجلس والإدارة التنفيذية للمنشأة، وذلك لتفعيل الدور الذي يقوم به المجلس ودعم استقلاليته. حيث نص دليل قواعد الحاكمية المؤسسية الأردني بأنه لا يجوز الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وذلك لتجنب تعارض المصالح بإعتبار أن كل شخص له مهامه. وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة Wang et al. (2016)؛ Al-Ghamdi & Rhodes، 2015؛ Latif et al.، 2014؛ Dharmadasa et al. (2014); Zedan and Abu Nassar (2014).

6. الملكية المؤسسية

لقد أظهرت العديد من الدراسات أن تركّز الملكية في يد

Buyuklu، 2016، Al-Ghamdi & Rhodes، 2015، Latif et al.، 2015، السرطاوي، 2014، السرطاوي، 2015).

الشركة على مقاييس الأداء المختلفة. وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة (Latif et al.، 2014، Yasser، 2011).

3. نسبة المديونية:

وتم قياس نسبة المديونية للشركات بقسمة متوسط إجمالي الالتزامات على متوسط إجمالي الأصول، وتعتبر هذه النسبة عن قدرة الإدارة في انتقاء مصادر تمويل الشركة بالشكل الذي يحقق لها أعلى عوائد مستفيدة من الوفرة الضريبي الذي ينعكس أثره إيجابيا على تعظيم ثروة الملاك، وبالتالي من المتوقع وجود أثر إيجابي لنسبة المديونية على مقاييس الأداء المختلفة (الفضل وراضي، 2011). وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة (Wang et al، 2016)؛ Yilmaz &

4. نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة:

من المتوقع أن يكون هناك أثر لنوع القطاع على الأداء المالي للشركة، وتم قياس هذا المتغير من خلال متغير وهمي يأخذ قيمة واحد إذا كانت الشركة صناعية وقيمة صفر إذا كانت الشركة خدمية. وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة (السرطاوي، 2015؛ حمدان وآخرون، 2013). وبيّن الجدول رقم (1) تعريف المتغيرات في نموذج الدراسة وطريقة قياسها.

الجدول رقم (1)

متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغير التابع (الأداء المالي)	الرمز	طريقة القياس
مؤشر توبين (Tobin's Q)	Tobin's Q	بقسمة القيمة السوقية للشركة على متوسط إجمالي الأصول.
المتغيرات المستقلة	الرمز	طريقة القياس
هيكل الملكية (عائلي وغير عائلي)	FF	متغير وهمي يأخذ الرقم (1) في حال كانت الشركة عائلية والرقم (صفر) في حال كانت الشركة غير عائلية.
حجم مجلس الإدارة	BSIZE	بعدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات.
ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة	BSHAR	بقسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة على المجموع الكلي للأسهم.
استقلالية مجلس الإدارة	BINDEP	بقسمة عدد أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين على مجموع عدد أعضاء مجلس الإدارة.
المستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة	BQUAL	بقسمة عدد الأعضاء الذين لديهم مؤهل علمي بكالوريوس فأعلى على مجموع عدد أعضاء مجلس الإدارة.
الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الإدارة	DUAL	متغير وهمي، يأخذ الرقم (1) إذا تم الجمع بين المنصبين والرقم (صفر) لغير ذلك.
الملكية المؤسسية	IOWN	نسبة ماتملكه الشركات أوالمؤسسات من أسهم في الشركة .
المتغيرات الضابطة	الرمز	طريقة القياس
حجم الشركة	FSIZE	بمتوسط إجمالي أصول الشركة.
عمر الشركة	FAGE	بعدد التقارير السنوية المصدرة للشركة منذ إدراجها في بورصة عمان.
نسبة المديونية	DEBT	بقسمة متوسط إجمالي الالتزامات على متوسط إجمالي الأصول.
نوع القطاع	SEC	متغير وهمي، يأخذ الرقم (1) إذا كانت الشركة صناعية والرقم (صفر) إذا كانت الشركة خدمية.

فرضيات الدراسة

استناداً إلى مشكلة الدراسة وهدفها يمكن صياغة فرضية الدراسة على النحو التالي :

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) ولمتغيرات الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسة الفرضيات الفرعية الآتية:
H01-1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية العائلية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

H01-2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

H01-3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

H01-4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لإستقلالية مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

H01-5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

H01-6: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

H01-7: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

عرض وتحليل بيانات الدراسة ومناقشة النتائج واختبار الفرضيات

اختبار مدى ملاءمة البيانات للتحليل الإحصائي

(1) اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات Test of Normality: من شروط صلاحية النموذج الخطي General Linear Model (GLM) ضرورة أن تكون قيم المشاهدات تتبع التوزيع الطبيعي، وفي حال عدم تحقق هذا الشرط يتم معالجة البيانات من خلال استخدام اللوغاريتم الطبيعي أو الجذر التربيعي لها، أما بالنسبة للمتغيرات الوهمية فلا تخضع للتوزيع الطبيعي

نتيجة لطبيعتها الخاصة. وبالاعتماد على نظرية النهاية المركزية Central Limit Theorem، والتي تنص على أنه من الممكن افتراض تحقق شرط التوزيع الطبيعي للعينات الكبيرة ($n > 30$)، فإننا نستطيع افتراض التوزيع الطبيعي للبيانات بصرف النظر عن توزيع المجتمع الأصلي (Gujarati)، 2004، p.109، وبما أن عينة الدراسة تتكون من (92) شركة صناعية وخدمية مساهمة عامة وهي تمثل عينة كبيرة مقارنة مع حجم مجتمع الدراسة فإننا نستطيع افتراض التوزيع الطبيعي للبيانات.

(2) اختبار الارتباط الخطي المتعدد: Multicollinearity Test

إن افتراض استقلال المتغيرات المستقلة في النموذج الخطي العام (GLM) هو أساس صلاحية تطبيق هذا النموذج، ولا يمكن اعتبار هذا النموذج ملائماً لعملية تقدير المعاملات إلا بتحقيق هذا الفرض (Gujarati)، 2004، p. 355، وتُشير هذه الظاهرة إلى أن وجود ارتباط خطي شبه تام بين متغيرين أو أكثر، يعمل على تضخم قيمة معامل التحديد (R^2) ويجعله أكبر من قيمته الفعلية، ولهذا تم احتساب قيم معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF)) عند كل من المتغيرات المستقلة للتأكد من عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات. وقد تم ادراج قيم معامل تضخم التباين (VIF) في جداول اختبار الفرضيات، حيث تبين أن قيم معامل تضخم التباين كانت جميعها أكبر من العدد 1 وأقل من العدد 10، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين جميع متغيرات الدراسة (Gujarati)، 2004، (253).

(3) اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation Test:

يتم إجراء هذا الإختبار للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج، والتي تعرف بوجود ارتباط بين حدود الخطأ العشوائي في نموذج الأتحدار، مما ينتج عنه تحيز في قيمة المعاملات المقدرَة estimated parameters وبالتالي ضعف قدرة النموذج على التنبؤ. وتم ذلك بإجراء إختبار (Durbin-Watson Test)، وتتراوح قيمة هذا الإختبار ما بين (0-4). ويتم رفض وجود ظاهرة الارتباط الذاتي إذا

كانت قيمة (D-W) تساوي العدد 2 أو تقترب منه (Gujarati)، (2004، p.496). وقد تم ادراج قيم اختبار D-W في جدول اختبار الفرضيات رقم (7)، حيث تبين أن قيم D-W للمتغيرات تقترب من العدد 2، وهذا دليل على خلو البيانات من مشكلة الإرتباط الذاتي بين حدود الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار.

بلغ المتوسط الحسابي لمؤشر توين لجميع عينة الدراسة (1.28) وبانحراف معياري (0.93)، مما يشير إلى تفاوت الأداء بين شركات عينة الدراسة.

المتغيرات المستقلة هيكل الملكية:

يبين الجدول رقم (3) أن هيكل الملكية في الشركات الصناعية والخدمية يطغى عليه الطابع العائلي، حيث بلغت نسبة الشركات ذات الملكية العائلية (63.04%) من عينة الدراسة في حين بلغت نسبة الشركات ذات الملكية غير العائلية (36.96%)، وقد أظهرت الشركات الخدمية تقارباً أكبر في عددها من حيث الملكية العائلية (58.14%)، والملكية غير العائلية (41.86%)، وذلك مقارنة مع الملكية العائلية في الشركات الصناعية (67.35%)، والملكية غير العائلية (32.65%)، وهذا مؤشر على أن النسبة الكبرى من الملكية في الشركات الصناعية هي ملكية عائلية.

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة واختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

الإحصاء الوصفي للمتغيرات الدراسة:

المتغير التابع

يعرض الجدول رقم (2) وصفاً لمؤشر توين خلال فترة الدراسة (2010-2014).

الجدول رقم (2)

الإحصاء الوصفي لمؤشر الأداء توين (Tobin's Q)

المؤشر	المقياس	جميع الشركات
توين (Tobin's Q)	الوسط الحسابي	1.28
	الانحراف المعياري	0.93

الجدول رقم (3)

توزيع الشركات عينة الدراسة حسب هيكل الملكية

جميع الشركات		الشركات الخدمية		الشركات الصناعية		هيكل الملكية
النسبة المتكررة	النسبة المتكررة					
63.04%	290	58.14%	125	67.35%	165	الملكية العائلية
36.96%	170	41.86%	90	32.65%	80	الملكية غير العائلية
100	460	100	215	100	245	المجموع

أما التباين في قيم المؤشر فيلاحظ بالاعتماد على قيم الانحراف المعياري أن مؤشر توين أظهر استقراراً أعلى خلال الفترة في الشركات غير العائلية مقارنة بالشركات العائلية

ويستعرض الجدول رقم (4) وصفاً لمؤشر توين حسب هيكل الملكية ويُلاحظ من الجدول أدناه أن متوسط مؤشر توين في الشركات العائلية كانت أعلى منها في الشركات غير العائلية، وهذا يشير إلى أن أداء الشركات العائلية كان أفضل،

الجدول رقم (4)

توزيع مؤشر توبين في الشركات حسب هيكل الملكية

مؤشر توبين (Tobin's Q)	المقياس	الشركات العائلية	الشركات غير العائلية
	الوسط الحسابي	1.38	1.12
	الانحراف المعياري	1.032	0.69

متغيرات الحاكمية المؤسسية

ويستعرض الجدول رقم (5) الإحصاء الوصفي لمتغيرات

الحاكمية المؤسسية.

الجدول رقم (5)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الحاكمية المؤسسية

المؤشر	المقياس	جميع الشركات
حجم مجلس الإدارة	الوسط الحسابي	8.19
	الانحراف المعياري	2.30
ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة	الوسط الحسابي	0.50
	الانحراف المعياري	0.26
استقلالية مجلس الإدارة	الوسط الحسابي	0.91
	الانحراف المعياري	0.10
المستوى العلمي لأعضاء المجلس	الوسط الحسابي	0.93
	الانحراف المعياري	0.11
الملكية المؤسسية	الوسط الحسابي	0.40
	الانحراف المعياري	0.29

مجلس الإدارة (0.93) وبانحراف معياري (0.11)، أما بالنسبة للملكية المؤسسية فقد بلغ المتوسط الحسابي (0.40) وبانحراف معياري (0.29)، وهذا مؤشر على وجود اختلاف كبير من حيث نسبة الملكية المؤسسية بين الشركات عينة الدراسة.

ويلاحظ من الجدول رقم (6) أن الشركات الأردنية المدرجة إمتازت بتدني نسبة الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، حيث بلغت نسبة الجمع بين المنصبين (21.52%)، في حين بلغت نسبة عدم الجمع بين المنصبين في الشركات (78.48%).

ويلاحظ من الجدول أعلاه أن المتوسط الحسابي لحجم مجلس الإدارة لجميع عينة الدراسة قد بلغ (8.19) عضواً، وبانحراف معياري (2.30) عضواً. وكما بلغ المتوسط الحسابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة لجميع عينة الدراسة (0.50)، وبانحراف معياري (0.26). أما بالنسبة لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة فقد بلغ المتوسط الحسابي لجميع عينة الدراسة (0.91) وبانحراف معياري (0.10)، الأمر الذي يعني أن مجالس إدارة الشركات الأردنية تتمتع بمستوى عالٍ من الاستقلالية، وهذا يدل على اهتمام الشركات الأردنية بأهمية وضرورة وجود الأعضاء المستقلين ضمن عضوية مجالس إدارتها. كما وبلغ المتوسط الحسابي للمستوى العلمي لأعضاء

الجدول رقم (6)

توزيع الشركات حسب الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي

جميع الشركات		الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي DUAL
النسبة المئوية %	التكرار	
78.48	361	لا يوجد جمع بين المنصبين
21.52	99	يوجد جمع بين المنصبين
100	460	المجموع

اختبار الفرضية الرئيسية:

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) وتطبيق الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان. ولاختبار مدى وجود أثر لهيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) وتطبيق الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان، تم اخضاع هذه الفرضية إلى تحليل الأنحدار المتعدد وكانت النتائج على النحو التالي:

الجدول رقم (7)

نتائج تحليل الأنحدار المتعدد

المتغيرات المستقلة	Tobin's Q		معامل تضخم التباين VIF
	Coefficient	t-statistic	
FF	0.263	(10.524)**	1.325
Bsize	-0.014	(-2.300)*	1.450
Bshar	0.148	(2.972)**	1.280
binde	0.592	(15.343)**	1.263
Bqual	-0.526	(-7.153)**	1.328
Dual	0.100	(4.938)**	1.193
Iown	0.126	(2.107)*	1.325
Fsize	0.046	(4.232)**	1.280
Fage	0.003	(4.678)**	1.328
Debt	-0.0001	(-0.250)	1.174
Sec	-0.216	(-6.350)**	1.331
R-squared	0.419		
AdjR-squared	0.397		
F value	28.393 Prob F 0.0000		
D-W	1.787		

* Significant at 0.05, **Significant at 0.01

DEBT: نسبة المديونية، SEC: نوع القطاع، Tobin's Q مؤشرتين.

يُلاحظ من الجدول السابق مايلي:

1. وجود أثر ذي دلالة إحصائية لهيكل الملكية وتطبيق الحاكمية المؤسسية على مؤشر توبين (Tobin's Q)، حيث

حيث FF: هيكل الملكية، Bsize: حجم مجلس الإدارة، Bshar: ملكية الأعضاء لأسهم في الشركة، binde: استقلالية مجلس الإدارة، Bqual: المستوى العلمي لأعضاء المجلس، Dual: الجمع بين المنصبين، Iown: الملكية المؤسسية، Fsize: حجم الشركة، Fage: عمر الشركة،

الثانية والتي تنص على أنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

4. أظهرت نتائج الجدول رقم (7) وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة على الأداء المالي لجميع الشركات عينة الدراسة، حيث كانت قيمة معامل توين (0.148)، وكانت قيمة $(t=2.972)$ ، وهي قيمة دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.01، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأنه كلما زادت ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة كلما زادت معها ثقة المستثمرين بالمجلس وبالتالي تشجيعهم على استثمار أموالهم في هذه الشركة، وذلك لإعتقاد المستثمرين بأهمية تركيز نسبة ملكية الأسهم في مجلس الإدارة في توجيه قراراته نحو تعظيم منفعتهم، ويساعد أيضاً في تحسين أداء الشركة من خلال تخفيض تكاليف الوكالة والحدّ من أسلوب الإدارة النفعي. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Martin & Encalada، 2012)، وتتعارض مع دراسة Bayrakdaroglu et al. (2012). وعليه ترفض الفرضية العدمية الفرعية الثالثة والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

5. يُلاحظ من الجدول رقم (7) وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على الأداء المالي لجميع الشركات عينة الدراسة مقاساً بمؤشر توين Tobin's (Q)، حيث كانت قيمة معامل توين (0.592)، وكانت قيمة $(t=15.343)$ ، وهي قيمة دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.01، وتشير هذه النتيجة إلى أنه كلما زاد عدد الأعضاء المستقلين عن الإدارة التنفيذية في مجلس الإدارة كلما زاد الأداء المالي للشركات؛ وقد يعود السبب في ذلك ربما لإدراك المستثمر لأهمية استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في الشركات التي ينوي الاستثمار فيها، حيث يعي المستثمر بأن مجلس الإدارة الذي يشتمل على نسبة كبيرة من الأعضاء المستقلين يمتاز بالحاكمية الجيدة. حيث يكون المجلس أكثر موضوعية ومساءلة لإدارة الشركة، ويحدّ من نزعتها لتحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصلحة المساهمين، وكما يلعب دوراً

كانت قيمة $(F=28.393)$ ، وكانت $(Sig = 0.000)$ وهي أقل من 0.05، وكما كانت قيمة معامل التحديد المعدل (Adj $R^2=0.397$)، وهي تشير إلى أن (39.7%) من التغير في مؤشر توين يمكن تفسيره من خلال التغير في المتغيرات المستقلة. وعليه تُرفض الفرضية العدمية والتي تنص على أنه: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية (عائلي وغير عائلي) وتطبيق الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي مقاساً بمؤشر توين للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

2. أظهرت معاملات الأنداد وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية لهيكل الملكية على الأداء، حيث كانت قيمة معامل توين (0.263)، وقيمة $(t=10.524)$ وهي قيمة دالة عند مستوى معنوية 0.01، وهذه النتيجة تشير إلى وجود تأثير إيجابي وقوي للملكية العائلية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة. وهذا ينسجم مع نتائج الدراسات السابقة كدراسة (Cheema & Din، 2013؛ Martin & Encalada، 2012؛ Anderson & Reeb، 2003)، وعليه ترفض الفرضية العدمية الفرعية الأولى والتي تنص على أنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية العائلية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

3. تبين من الجدول رقم (7) وجود أثر سالب ذي دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على الأداء المالي لجميع الشركات عينة الدراسة، حيث كانت قيمة معامل توين (-0.014)، وكانت قيمة $(t=-2.300)$ ، وهي قيمة دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.05، وتشير هذه النتيجة إلى أنه كلما زاد حجم مجلس الإدارة كلما قلّ الأداء المالي للشركات. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Dharmadasa et al.، 2014؛ Jensen، 1996؛ Yermack، 2014؛ Habbash & Bajaher، 1993) والذين توصلوا إلى أن حجم مجلس الإدارة الصغير يمكن أن يكون أداة حاكمية جيدة للشركات لتحسين أدائها المالي، وذلك لأن عمليات التنسيق والاتصال والاتفاق على القرارات بين الأعضاء في المجالس الكبيرة تكون أكثر صعوبة منها في المجالس الصغيرة مما يزيد من تكاليف الوكالة، وينعكس سلباً على الأداء، وتتعارض هذه النتيجة مع دراسة كل من (Darweesh، 2015؛ Isshaq et al.، 2009؛ الفاضل وراضي، 2011). وعليه ترفض الفرضية العدمية الفرعية

عند مستوى معنوية أقل من 0.01، وعلى الرغم من أن هذه الظاهرة كانت إيجابية على الأداء المالي للشركات إلا أنها كانت مخالفة لقواعد الحاكمية المؤسسية ولا تتسجم مع أهدافها، وبشكل عام يمكن تفسير التأثير الإيجابي للجمع بين المنصبين على الأداء إلى أن الجمع ربما قد يؤدي إلى التركيز على قيادة الشركة بشكل أكبر، وقد يمنح التنافس والصراع المحتمل بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، بالإضافة إلى أن الجمع قد يحسن ويسرع من عملية اتخاذ القرارات لتحقيق أهداف الشركة وهذه ميزة أساسية من أجل الإستجابة بسرعة للتحديات التي تواجه الشركة، وهذا بدوره ينعكس إيجابياً على أدائها. وتتفق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (Bayrakdaroglu *et al.*، 2012؛ Rechner and Dalton، 1991) وتتعارض مع دراسة (Al-Ghamdi & Rhodes، 1991؛ Latif *et al.*، 2015؛ Yasser، 2014، 2011). وعليه ترفض الفرضية العدمية الفرعية السادسة والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

8. تبين بالرجوع إلى الجدول رقم (7) وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على الأداء المالي لجميع الشركات عينة الدراسة مقاساً بمؤشر توبين (Tobin's Q)، حيث كانت قيمة معامل توبين (0.126)، وكانت قيمة t (2.107)، وهي قيمة دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.05، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن للملكية المؤسسية دور إيجابي في الرقابة على الشركة، والتأثير على قرار الإدارة والحد من سلوكها النفعي، مما يساعد ذلك على تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي ينعكس إيجابياً على أدائها. وكما يمكن تفسير تحسن الأداء السوقي للشركة بزيادة الملكية المؤسسية بأن وجود المؤسسات الاستثمارية يشكل حافز لدى المستثمرين للاستثمار في الشركة مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها، وبالتالي تحسن قيمتها السوقية، وتتفق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (Jensen and Meckling، 1976؛ Filatotchev *et al.*، 2005)، وتتعارض مع دراسة (Berle & Means، 1932)، وتتعارض مع دراسة (Bhattacharya and Graham، 2007). وعليه ترفض الفرضية العدمية الفرعية السابعة والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر

مهماً في الرقابة على الأنشطة التنفيذية والتخطيط الاستراتيجي، واتخاذ قرارات أكثر دقة وحيادية، وهذا بدوره ينعكس إيجابياً على الأداء التشغيلي للشركات وقدرتها على تحقيق أهدافها، وبالتالي على القيمة السوقية للمنشأة. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Dharmadasa *et al.*، 2014؛ السرتاوي، 2015؛ Martin & Encalada، 2012؛ Peng، 2004)، وتتعارض مع دراسة (Yilmaz & Buyuklu، 2016؛ Latif *et al.*، 2014؛ Zedan and Abu Nassar، 2014). وعليه ترفض الفرضية العدمية الفرعية الرابعة والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

6. أظهرت نتائج الجدول رقم (7) وجود أثر سالب ذي دلالة إحصائية للمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة على الأداء المالي لجميع الشركات عينة الدراسة، حيث كانت قيمة معامل توبين (-0.526)، وكانت قيمة t (-7.153)، وهي قيمة دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.01، وتشير هذه النتيجة إلى أنه بالرغم من تمتع معظم أعضاء مجلس الإدارة بالمؤهلات العلمية، والتي تم قياسها بأن يكون عضو مجلس الإدارة حاصل على درجة البكالوريوس فأعلى، إلا أنه يُلاحظ بأن الأداء ينخفض. وقد يعود السبب في ذلك ربما إلى إفتقار أعضاء مجلس الإدارة إلى الخبرة العملية المتنوعة، وكذلك عدم امتلاكهم المهارات المناسبة في مجال عمل الشركة، وعدم فهمهم الملائم لأنشطة الشركة وعملياتها مما ينعكس سلباً على اتخاذ القرارات وعلى أداء هذه الشركات. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Hendry، 2002) وتتعارض مع دراسة (Yasser، 2011). وعليه ترفض الفرضية العدمية الفرعية الخامسة والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

7. يُلاحظ بالرجوع إلى الجدول رقم (7) وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية للجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي على الأداء المالي لجميع الشركات عينة الدراسة مقاساً بمؤشر توبين (Tobin's Q)، حيث كانت قيمة معامل توبين (0.100)، وقيمة t (4.938)، وهي قيمة دالة

الأداء المالي مقياساً بمؤشر توبين (Tobin's Q). وفيما يتعلق بنوع القطاع فقد وجد أثر سالب ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي مقياساً بمؤشر توبين عند مستوى معنوية 0.01.

اختبار الحساسية:

وللتأكد من صحة النتائج التي تم التوصل إليها في جدول رقم (7)، تم استخدام مؤشري أداء آخرين الأول هو مؤشر سوقي (سعر السهم إلى الأرباح) والثاني هو مؤشر محاسبي (معدل العائد على الأصول). والجدول التالي رقم (8) يؤكد على صحة النتائج التي تم التوصل إليه باستخدام مؤشر توبين (Tobin's Q).

ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

9. يظهر من الجدول رقم (7) وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على الأداء المالي مقياساً بمؤشر توبين (Tobin's Q) عند مستوى معنوية 0.01، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Zedan and Abu؛Latif et al ., 2014)، وتتعارض مع دراسة (Yilmaz، 2014؛Nassar، 2011؛Yasser)، وتتعارض مع دراسة (Buyuklu، 2016). وكما وجد لعمر الشركة أثر موجب ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي مقياساً بمؤشر توبين (Tobin's Q) عند مستوى معنوية 0.01 وتتعارض هذه النتيجة مع دراسة (Yasser، 2011؛Latif et al ., 2014). أما بالنسبة لمديونية الشركة فلم يظهر أي أثر ذو دلالة إحصائية على

الجدول رقم (8)

نتائج تحليل الأنداد المتعدد

المتغيرات المستقلة	P/E		ROA	
	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
FF	9.371	(19.751)**	1.833	(3.946)**
BFSIZE	-0.983	(-5.350)*	-0.612	(-76.12)**
BSHAR	16.33	(5.891)**	1.058	(2.731)**
BINDE	29.731	(6.879)**	4.540	(4.780)**
BQUAL	-22.283	(-5.979)**	3.737	(1.985)*
DUAL	-11.194	(-16.888)**	2.405	(4.643)**
IOWN	-9.459	(-3.630)*	2.907	(9.499)**
Fsize	5.357	(18.620)**	2.427	(16.772)**
FAGE	0.083	(3.453)**	0.027	(1.908)
DEBT	-0.058	(-3.074)**	-0.122	(-10.690)**
SEC	4.856	(14.140)**	0.739	(4.062)**
R-squared		0.333		0.492
AdjR-squared		0.301		0.459
F value		19.274		38.099
Prob F		0.000		0.000
D-W		2.010		2.003

* Significant at 0.05 ،**Significant at 0.01

بين الأداء المالي وكل من المتغيرات التالية: حجم مجلس الإدارة، والمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة، والجمع بين المنصبين، والملكية المؤسسية، ونسبة المديونية. وقد تم الاعتماد على مؤشر محاسبي وهو العائد على الأصول لقياس الأداء المالي بدلاً من سعر السهم إلى الأرباح وقد تم التوصل إلى نفس النتائج تقريباً. وللإجابة عن السؤال الثاني من أسئلة الدراسة ولفحص ما إذا كان تأثير متغيرات الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي يختلف بالاعتماد على وجود الملكية العائلية ضمن هيكل الشركات، سيتم الاعتماد على نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (9). وكانت على النحو التالي:

حيث FF: هيكل الملكية، BSIZE : حجم مجلس الإدارة، BSHAR: ملكية الأعضاء لأسهم في الشركة، BINDEP: استقلالية مجلس الإدارة، BQUAL: المستوى العلمي لأعضاء المجلس، DUAL: الجمع بين المنصبين، IOWN: الملكية المؤسسية، FSIZE: حجم الشركة، FAGE: عمر الشركة، DEBT: نسبة المديونية، SEC: نوع القطاع، P/E: سعر السهم إلى الأرباح، ROA: العائد على الأصول. وبناءً على الجدول أعلاه تبين وجود علاقة ايجابية بين الأداء المالي مقياساً بمؤشر سعر السهم إلى الأرباح وكل من الملكية العائلية، و ملكية الأعضاء لأسهم الشركة، واستقلالية مجلس الإدارة، وحجم الشركة، وعمر الشركة، ونوع القطاع الذي تعمل به. في حين أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية

الجدول رقم (9)

نتائج اختبار أثر الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي في الشركات ذات الملكية العائلية وغير العائلية

المتغيرات المستقلة	Tobin's			
	Family Owned Companies		Non family Owned Companies	
	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
BSIZE	-0.010	(-2.058)*	0.036	(3.10)**
BSHAR	0.592	(9.251)**	0.181	(1.848)
BINDEP	0.822	(8.450)**	0.627	(3.217)**
BQUAL	-0.811	(-10.04)*	1.794	(6.24)**
DUAL	0.202	(15.46)**	-0.239	(-3.12)**
IOWN	0.578	(10.30)**	0.076	(0.478)
FSIZE	-0.139	(-7.00)**	0.167	(9.94)**
FAGE	0.012	(17.26)**	-0.003	(-3.74)**
DEBT	0.006	(17.57)**	-0.008	(-5.38)**
SECTOR	-0.381	(-13.21)*	-0.242	(-4.99)**
R-squared		0.566		0.617
AdjR-squared		0.550		0.592
F value		35.812		24.175
Prob F		0.000		0.000
D-W		2.072		1.969

**Significant at 0.01 * Significant at 0.05

الإدارة على الأقل لاتخاذ قرارات تؤدي إلى اختيار وتبني سياسات محاسبية مناسبة ذات جودة عالية تصب في مصلحة تعظيم عوائدهم، وهذا ينعكس على أداء الشركة ويعمل على رفع قيمتها السوقية. وتتفق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (Martin & Encalada، 2012) وتتعارض مع دراسة (Bayrakdaroglu *et al.*، 2012).

3. يُلاحظ من الجدول رقم (9) وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات العائلية وغير العائلية مقاساً بمؤشر توبن (Tobin's Q). ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن وجود الأعضاء المستقلين في الشركات العائلية بشكل خاص من خارج العائلة قد يؤدي إلى إثراء المجلس بمهارات ومعارف جديدة قد لا تكون متوفرة في الشركة وضرورة لأداء مهامه، وكذلك ضمان إبداء وجهات نظر وآراء موضوعية ومستقلة عن العائلة فيما يخص استراتيجيات الشركة والرقابة عليها، وهذا بدوره ينعكس إيجابياً على أداء هذه الشركات. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة Wang *et al.* (2016، 2012)، وتتعارض مع دراسة (Yasser، Latif *et al.*؛ 2014، 2011).

4. تُشير نتائج الجدول رقم (9) إلى وجود أثر سالب ذي دلالة إحصائية للمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات العائلية، وقد يعود السبب في ذلك إلى أن سياسة تعيين أعضاء مجلس الإدارة في أغلب الشركات العائلية تستند بشكل كبير إلى درجة القرابة وارتباط العضو بالعائلة، فقد يكون فرد من العائلة يحمل شهادة علمية في تخصص معين ويتم اختياره لعضوية المجلس بحكم علاقته بالعائلة، ولكنه قد يكون غير مؤهل لأداء مهامه المطلوبة لأنه يفتقد المهارات والخبرات المتنوعة التي يقتضيها التوسع في أعمال الشركة، مما قد يحد من مساهمته في تحقيق أداء أفضل لهذه الشركات. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Hendry، 2002)، وتتعارض مع دراسة (Amran، 2011؛ Yasser، 2011). بينما في الشركات غير العائلية فيُلاحظ وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للمستوى العلمي لأعضاء مجلس الإدارة على أدائها، وقد تُفسر هذه النتيجة بأن الشركات غير العائلية تكون أكثر حرصاً على تعيين أعضاء مجلس إدارة يمتازون بالكفاءة والتنوع في خبرتهم العملية

حيث BSIZE : حجم مجلس الإدارة، BSHAR : ملكية الأعضاء لأسهم في الشركة، BINDEP : استقلالية مجلس الإدارة، BQUAL : المستوى العلمي لأعضاء المجلس، DUAL : الجمع بين المنصبين، IOWN : الملكية المؤسسية، FSIZE : حجم الشركة، FAGE : عمر الشركة، DEBT : نسبة المديونية، SEC : نوع القطاع، Tobin's Q : مؤشرتين.

1. نلاحظ من الجدول رقم (9) وجود أثر سالب ذي دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات العائلية مقاساً بمؤشر توبن (Tobin's Q)، أي أنه كلما زاد حجم مجلس الإدارة كلما قل أداء الشركات العائلية. وقد يعزى السبب في ذلك إلى أن مجلس الإدارة في غالبية الشركات العائلية يتكون معظم أعضائه من أفراد العائلة، ونتيجة لذلك فقد تختلط القضايا والخلافات العائلية الشخصية مع قضايا الشركة، مما قد يؤدي إلى نشوب صراعات كبرى في المجلس مما يؤثر سلباً على أدائه لوظائفه وعلى عملية صنع قراراته، وبالتالي ينعكس ذلك على أداء هذه الشركات. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Ibrahim & Abdul Samad، 2011، 2011) وتتعارض مع دراسة (Latif *et al.*، 2014). بينما في الشركات غير العائلية يُلاحظ وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على أدائها المالي، وقد يعود السبب في ذلك إلى أن المجالس الكبيرة في الشركات غير العائلية تساعد في تقديم منفعة للشركة من خلال تنوع الخبرات لأعضاء المجلس، وذلك لأن هؤلاء الأعضاء يتم اختيارهم بالاعتماد على معيار الكفاءة والخبرة، وهذا بدوره ينعكس إيجابياً على اتخاذ قراراتهم، وبالتالي على أداء هذه الشركات. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Latif *et al.*، 2014)، وتتعارض مع دراسة (Wang *et al.*، 2016؛ Ibrahim، 2011 & Abdul Samad).

2. تبين من الجدول رقم (9) وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة على الأداء المالي للشركات العائلية وغير العائلية مقاساً بمؤشر توبن (Tobin's Q). وتفسر هذه النتيجة بأن وجود نسبة ملكية عالية لأعضاء مجلس الإدارة في أسهم الشركة يساعد في تحسين أدائها من خلال تخفيض تكاليف الوكالة والحد من أسلوب الإدارة النفعي، وكما يمكن أن يدفع

من استغلال موارد الشركة المالية؛ لتحقيق أهدافها على حساب المساهمين من خلال استثماراتهم الكبيرة في الشركة، والتي قد تستخدم كوسيلة ضغط على الإدارة للعمل على تحقيق أهداف الشركة. وتتفق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة Filatotchev *et al.* (2005)، وتعارض مع دراسة (Bhattacharya and Graham, 2007).

وبناءً على ما سبق يُلاحظ بأن أثر بعض متغيرات الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي في الشركات ذات الملكية العائلية يختلف عنه في الشركات ذات الملكية غير العائلية. وهذا الاختلاف قد يُعزى إلى وجود العائلة في هيكل ملكية الشركات، وبالتالي فإن طبيعة الشركات ذات الملكية العائلية وخصوصيتها من شأنها أن تؤثر على تطبيقها للحاكمية المؤسسية وبالتالي على أدائها المالي.

ملخص الاستنتاجات والتوصيات الاستنتاجات

يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة على النحو التالي:

1. وجود أثر للحاكمية المؤسسية على أداء الشركة عند التعبير عنه بمؤشرات الأداء السوقية والمحاسبية، وهذا يعني إهتمام المستثمر الاردني بأهمية وجود آليات الحاكمية من عدمه في حماية مصالحه من جهة، ومن جهة أخرى دور الحاكمية المؤسسية في تخفيض تكاليف الوكالة مما ينعكس ذلك على أداء الشركة.

2. عدم التزام الشركات العائلية بدرجة أكبر من الشركات غير العائلية فيما يتعلق بالفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وربما يعود السبب في ذلك إلى طبيعة وخصوصية هذه الشركات وعدم قدرتها على الفصل بين ثلاثة مكونات رئيسية من مكونات نظام العمل العائلي وهي الملكية والإدارة وشؤون العائلة.

3. إن وجود الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الشركات ذات الملكية العائلية ممكن أن يساعد على تحقيق المزيد من الأنضباط والرسمية لاجتماعات المجلس، ويمكن أن يحول دون قيام أفراد العائلة بإضاعة الوقت في مناقشة القضايا التي تخص العائلة والتركيز على القضايا الهامة

والمهنية وليس على درجة علاقتهم بالعائلة، وهذا بدوره يؤدي إلى تعزيز مهامهم الرقابية والاشرفية، وتحسين عملية اتخاذ القرارات، وبالتالي ينعكس إيجابياً على الأداء المالي لهذه الشركات. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Amran, 2011)؛ (Yasser, 2011).

5. يُلاحظ من الجدول رقم (9) وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية للجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي على الأداء المالي للشركات العائلية مقاساً بمؤشر توبين (Tobin's Q). وقد تُفسر هذه النتيجة بأنه بعد الرجوع إلى بيانات الشركات العائلية تبين أن الجمع بين المنصبين كان في الغالب تحت إدارة فرد واحد من أفراد العائلة، وهذا الفرد قد يكون لديه إحساس بالمسؤولية اتجاه الشركة وأكثر اهتماماً وحرصاً على رفع أدائها إلى أعلى المستويات؛ لتعظيم ثروة الشركة والرغبة في حمايتها للأجيال اللاحقة أكثر من أي شخص آخر من خارج العائلة، مما ينعكس إيجابياً على أدائها، وكما أن الجمع بين المنصبين يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة (Agency Problem Type) I. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Wang *et al.*., 2016)؛ (Amran, 2011) وتعارض مع دراسة (Latif *et al.*., 2014). بينما في الشركات غير العائلية فيُلاحظ وجود أثر سالب للجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي على أدائها المالي، وقد يعود السبب في ذلك إلى أن دمج المنصبين تحت إدارة شخص واحد من غير ملاك الشركة قد يسمح له السيطرة على المعلومات المتاحة عن أنشطة الشركة، ويقدمها إلى أعضاء مجلس الإدارة بالطريقة التي يراها مناسبة ومتفقة مع مصالحه وأهدافه، مما يقلل من فاعلية المجلس في رقابة الإدارة وبالتالي يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة، وبنعكس ذلك سلباً على الأداء. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Latif *et al.*., 2014) وتعارض مع دراسة (Lam & Lee, 2012).

6. تبين بالرجوع إلى الجدول رقم (9) وجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على الأداء المالي للشركات العائلية وغير العائلية مقاساً بمؤشر توبين (Tobin's Q). وتفسر هذه النتيجة بأن الشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية المؤسسية تتخفف فيها تكاليف الوكالة؛ وذلك لأن وجود المؤسسات الاستثمارية يساهم في ضبط سلوك الإدارة

البلد أو خارجه) لفترة زمنية معينة لاكتساب خبرات ومهارات إدارية جديدة ومتنوعة، ومن ثم نقل وتوظيف هذه الخبرات والمهارات إلى الشركة العائلية في حال التحاقهم بها في المستقبل.

3. ينبغي على المساهمين في الشركات المساهمة بشكل عام والشركات العائلية بشكل خاص عند انتخابهم لأعضاء مجلس الإدارة أن يركزوا على الأفراد الذين سيضيفون قيمة لأعمال الشركة، ولديهم المهارات الضرورية في مجال وضع الاستراتيجية، والإشراف على الإدارة وعدم اختيارهم بناءً على درجة القرابة وارتباطهم بالعائلة.

4. ينبغي على الشركات المساهمة بشكل عام والشركات العائلية بشكل خاص أن تقوم بفصل المهام بين رئاسة المجلس والإدارة التنفيذية من أجل إحداث التوازن بين ثلاثة مكونات رئيسية من مكونات العمل العائلي وهي الملكية والإدارة وشؤون العائلة.

5. ضرورة قيام الشركات المساهمة العامة بتطبيق ممارسات الحاكمية الجيدة لتحفيز المؤسسات الاستثمارية على الاستثمار فيها، وذلك لما لها من دور في الرقابة على الشركة وتخفيض تكاليف الوكالة ونقل المعرفة وتبادل الخبرات في إدارة مجلس هذه الشركات مما ينعكس إيجابياً على أدائها.

6. توعية المتعاملين في بورصة عمان بأهمية التزام الشركات المساهمة العامة بالحاكمة المؤسسية لما لها من أثر إيجابي على أدائها، وذلك من خلال عقد دورات من قبل الغرف التجارية وإقامة مؤتمرات من قبل الهيئات المعنية.

7. إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث المستقبلية المتعلقة بالملكية العائلية والحاكمة المؤسسية وأثرها على الأداء المالي ولكن بالتطبيق على قطاعات أخرى (بنوك وشركات تأمين) حيث يخضع كل قطاع منهما إلى دليل حاكمية خاص به، وكذلك تناول متغيرات حاكمية جديدة، وإيلاء المزيد من الاهتمام في الأبحاث لموضوع الملكية العائلية وذلك لما له من أهمية، حيث تبين أن هناك نقصاً واضحاً في تناول هذا الموضوع في الدراسات العربية.

المتعلقة باستراتيجية الشركة ورقابة أداء الإدارة، وكما يمكن للأعضاء المستقلين أن يلعبوا دور حكم موضوعي بين أعضاء العائلة عندما تختلف آراؤهم حول القضايا المتعلقة بأعمال الشركة العائلية، مما ينعكس إيجابياً على أداء هذه الشركات.

4. إن المؤهل العلمي لأعضاء مجلس الإدارة وحده غير كافي لتحقيق أفضل الأداء، بل يجب أن يكون مقترن بالمؤهلات المهنية والمهارات والخبرات التراكمية في نفس المجال لتستفيد منه الشركة، وبالتالي ينعكس على أدائها المالي.

5. تفوق الشركات العائلية على الشركات غير العائلية في الأداء قد يعود إلى وجود عنصر العائلة، ومدى حرصها وتقانيها في العمل من أجل ازدهار الشركة واستمراريتها للأجيال اللاحقة.

التوصيات

في ضوء نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها، يوصي الباحثون بما يلي:

1. ضرورة التزام وتقيّد الشركات المساهمة بشكل عام والشركات ذات الصبغة العائلية بشكل خاص بتعليمات الحاكمية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية.

2. ينبغي على الشركات العائلية من أجل مساعدتها على الاستمرارية والبقاء ما بعد الجيل الثالث القيام بما يلي:

(أ) وضع خطة رسمية لانتقال المناصب الإدارية العليا في الشركات العائلية، حيث يضمن ذلك استمرار نشاطها وبالتالي زيادة فرص بقائها حين تنتقل من جيل إلى جيل آخر. وأن تستهدف هذه الخطة ضمان توفر المهارات والخبرات والقيادة اللازمة التي تحل محل أي قيادة تخرج من الشركة، ويجب أن تسمح خطة انتقال منصب المدير التنفيذي الناجحة باختيار أكفأ الأشخاص (سواء من العائلة أو خارجها) ليشغل منصب المدير التنفيذي القادم، ويرجع ذلك إلى أن المدراء في الإدارة العليا يشكلون القوة الدافعة لأداء الشركة واستمراريتها وبقائها.

(ب) تشجيع أفراد العائلة الذين يبدون رغبتهم بالعمل في الشركة على الالتحاق بالعمل في شركات أخرى (سواء داخل

المراجع

المراجع العربية

- أبو السعود، غسان، وراجحة، خالد، وابو قلبين، أحمد (2014). أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية. *المجلة العربية للمحاسبة، المجلد 17، العدد 1، ص ص: 66-37*.
- حمدان، علام، والسرطاوي، عبد المطلب، وجبر، رائد (2013). أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي والتشغيلي، وأداء الأسهم في سوق الكويت المالية. *المجلة العربية للعلوم الادارية، المجلد 20، العدد 1، ص ص: 302-255*.
- زلوم، نضال عمر (2013). الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات وأثرها في قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات الخدمية المساهمة المدرجة في بورصة عمان. *مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 2، ص ص: 187-163*.
- السرطاوي، عبد المطلب محمد (2015). أثر الحوكمة المؤسسية على أداء الشركات المدرجة في الاسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي. *المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 11، العدد 3، ص ص: 725-705*.
- سليمان، محمد مصطفى (2006). حوكمة الشركات ومعالجة
- الفساد المالي والاداري. الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر. الشيباب، رائف، اقتصاديون: الشركات العائلية بين مطرقة الحوكمة وسندان دعم الاقتصاد، الرأي، عمان، 31 إذار 2014. <http://alrai.com/article/636852>.
- عطيه، ماهر (2015). أثر الحوكمة ومحاسبة المسؤولية الاجتماعية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان. رسالة دكتوراه غير منشوره، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، عمان، الأردن.
- الفضل، مؤيد وراضي، نوال (2011). العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة: (دراسة حالة في الأردن). *مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 13، العدد 1، ص ص: 172-131*.
- القضاء، عمر، المعاني يدعو لاستراتيجية تضمن استمرارية الشركات العائلية للأجيال المقبلة، الدستور، عمان، 7 تشرين الثاني 2010، ع 17289. <http://www.addustour.com>. /15931
- مركز المشروعات الدولية الخاصة (2005). تأسيس حوكمة في الاسواق الصاعدة، جمهورية مصر العربية، القاهرة.

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

- Abu Alsoud, G., Rajhaa, K., and Abu Qalbein, A. (2014). The Impact of Ownership Structure on the Performance of Jordanian Industrial Companies. *The Arab Journal of Accounting*, Vol. 17, No.1, pp. 37-66
- Al-Fadl, M., and Radi, N. (2011). The Relationship between Institutional Governance and the Value of the Company in the Light of the Agency's Theory: (Case Study in Jordan). *AL-Qadisiyah Journal for Administrative and Economic sciences*, Vol. 13, No. 1, pp. 131-172.
- Al-Qudah, O. (2010). **Al-Maani Calls for a Strategy that Ensures the Continuity of Family Business across the Coming Generations**, Addustour, Amman. Available at: <http://www.addustour.com/15931>
- Al-Sheyyab, R. (2014). **Economists: Family Business between the Hammer of Governance and the Anvil of Economy Support**. Alrai, Amman. Available at: <http://alrai.com/article/636852>
- Attieh, M. (2015). **The Impact of Governance and Social Responsibility Accounting on the Financial Performance of Public Shareholding Companies Listed on Amman Stock Exchange**. Unpublished PhD Thesis, The World Islamic Sciences and Education University, Amman, Jordan.
- Center for International Private Enterprise. (2005). **Instituting Corporate Governance in Emerging Markets**. Egypt, Cairo.
- Hamdan, A., Al-Sartawi, A., and Jaber, R.(2013).The Effect of Corporate Governance on the Financial and Operational Performance and of Stock Performance in Kuwait Stock Exchange, *Arab Journal of Administrative Sciences*, University of Kuwait, Vol. 20, No. 1, pp. 255-302.
- Sartawi, A. (2015). The Effect of Corporate Governance on the Performance of the Listed Companies in the Gulf Cooperation Council Countries. *Jordan Journal of*

- Business Administration**, Vol. 11, No. 3, pp. 705-725.
- Suleiman, M. (2006). **Corporate Governance and Address the Financial and Administrative Corruption**, Al-Dar Al-Jameya, Alexandria, Egypt.
- Zalloum, N. (2013). Disclosure of Compliance of Corporate Governance Codes and its Impact on the Value of the Company. An Applied Study on the Service Companies Listed on the Amman Stock Exchange. **Journal of the Islamic University for Economic and Administrative Studies**, Vol. 21, No. 2, pp. 163-187.
- المراجع الاجنبية
- Al-Ghamdi, M., and Rhodes, M. (2015). Family Ownership, Corporate Governance and Performance: Evidence from Saudi Arabia. **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 7, No. 2, pp.78-89.
- Amran, N. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Company Performance: Evidence from Malaysian Companies. **International Review of Business Research Papers**, Vol. 7, No. 6, pp. 101-114.
- Anderson, R. C., and Reeb, D. M. (2003). Founding - Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, Vol. 58, No. 3, pp. 1301-1327.
- Bayrakdaroglu, A., Ersoy E. and Citak, L. (2012). Is There a Relationship between Corporate Governance and Value-based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, Vol. 41, pp. 224-239.
- Bennedsen, M., Nielsen, K., Perez-Gonzalez, F., and Wolfenzon, D. (2007). Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.122, pp. 647-691.
- Bhattacharya, P., and Graham, M. (2007). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland. **School working paper**, Faculty of Business and Law, School of Accounting, Economics and Finance, Accounting finance series. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1000092>
- Brazilian Institute of Corporate Governance. (2007). **Corporate Governance in Family Owned Companies: Outstanding Cases in Brazil**, Sao Paulo: Saint Paul Editora Ltda.
- Berle A., and Means, G. (1932). **The Modern Corporate and Private Property**, McMillan, New York.
- Charitou, A., and Louca, C. (2014). Corporate Governance, Agency Problems, and Firm Performance: Empirical Evidence from an Emerging European Market. **Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2221612>**
- Chrisman, J., Chua, J., and Sharma, P.(2005).Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm. **Entrepreneurship Theory and Practice**, Vol.29, pp.555-576.
- Cheema, K., and Din, M. (2013). Impact of Corporate Governance on Performance of Firms: A Case Study of Cement SECry in Pakistan. **Journal of Business and Management Sciences**, Vol. 4, No. 1, pp. 44-46.
- Culasso, F., Broccardo., L., Giacosa, E and Mazzoleni, A. (2012). Corporate Governance in Listed Italian Family Firms: Impact on Performance and Comparison with Non-Family Firms. **Journal of management and change**, Vol. 29, No. 1, pp.67-88.
- Darweesh, M. (2015). **Correlations between Corporate Governance, Financial Performance, and Market Value**. Doctoral Dissertations, Walden University.
- Dharmadasa, P., Gamage, P., and Herath, S. (2012). Corporate Governance, Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Sri Lanka. **South Asian Journal of Management**, Vol. 21, No.1, pp. 7-31.
- Fama. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, Vol. 88, pp. 288.
- Filatotchev, I., Chih Lien., Y .and Piesse, J. (2005). Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan. **Asia Pacific Journal of Management**, Vol. 22, pp. 257-283.
- Gujarati, D. (2004). **Basic Econometrics, Fourth Edition**.

- The Mcgraw-Hill Companies.
- Habbash, M., & Bajaher, M. S. (2014). An Empirical Analysis of the Impact of Board Structure on the Performance of Large Saudi Firms. **The Business Review**, Vol. 22, No.1, pp. 152-158. Retrieved from <http://www.jaabc.com/brc.html>
- Hendry, J. (2002). The Principal's other Problems: Honest Incompetence and the Specification of Objectives. **Academy of Management Review**, Vol. 27, No. 1, pp. 98-114.
- Ibrahim, H., and Abdul Samad, F. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia. **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 3, No.1, pp.105-115.
- International Finance Corporation. (2011). "**IFC Family Business Governance Handbook**".
- Isshaq, Z., Bokpin, G., and Onumah, J. (2009). Corporate Governance, Ownership Structure, Cash Holdings, and Firm Value on the Ghana Stock Exchange. **The Journal of Risk Finance**, Vol. 10, No. 5, pp. 488-499.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, Vol.3, pp. 305-360.
- Jensen, M. (1993). The Modern SECrial Revolution Exist and the Failure of Internal Control Systems. **Journal of Finance**, Vol. 48. pp. 831-850.
- Lam, & Lee. (2012). Family Ownership, Board Committees and Firm Performance: Evidence from Hong Kong. **Corporate Governance**, Vol. 12, No. 3, pp. 353-366.
- Latif, B., Sabir, H., Saleem, H and Ali, A. (2014). The Effects of Corporate Governance on Firm Financial Performance: a Study of Family and Non-Family Owned Firms in Pakistan. **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.5, No.17, pp.75-89.
- Lau, J. (2010). Defining Listed Family Controlled Corporations - an Agency Theory Perspective ". **Journal of Enterprising Culture**, Vol. 18, No. 4, pp. 377-397.
- Martin, J. and Encalada, J. (2012). The Relationship among Family Business, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Mexican Stock Exchange. **Journal of Family Business Strategy**, Vol 3, pp.106-117.
- Peng, M. (2004). Outside Directors and Firm Performance during Institutional Transitions. **Strategic Management Journal**, Vol. 25, No. 5, pp. 453-471.
- Perez-Gonzales, F. (2006). Inherited Control and Firm Performance. **American Economic Review**, Vol.96, No.5, pp.1559-1588.
- Rechner, P. L. and Dalton, D. R. (1991). CEO Duality and Organizational Performance: a Longitudinal Analysis. **Strategic Management Journal**, Vol. 12, No. 2, pp. 155-178.
- Sullivan, D., and Armstrong, A. (2011). **Introduction to Advancing Corporate Governance in the Middle East and North Africa: Stories and Solutions**. Center for International Private Enterprise and the International Finance Corporation (Global Corporate Governance Forum).
- Tornyeva, K. and Wereko, T. (2012). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Insurance Sector of Ghana. **European Journal of Business and Management**, Vol 4, No.13.
- Vieira, E. (2015). Board of Directors Characteristics and Performance in Family Firms under Crisis", **paper presented to: The 4th Virtual International Conference on Advanced Research in Scientific Area**, University of Aveiro, Aveiro, Portugal. From https://www.researchgate.net/publication/300128188_
- Villalonga, B., and Amit, R. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? **Journal of financial economics**, Vol. 80, No. 2, pp.385-417.
- Wang, L., Ling, J., Ya, C., Wei, H., Yu, L and Ching, W. (2016). Do Corporate Governance and Social Performance Differ between Family-Owned and Non-Family-Owned Business in Taiwan-Listed CSR Companies? **Asian**

- Economic and Financial Review**, Vol. 6, No. 1, pp.15–26.
- Yasser, Q. R. (2011). Corporate Governance and Performance: an Analysis of Pakistani Listed Firms. **Global Journal of Management and Business Research**, Vol. 11, No.10, pp. 26-37.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Values of Companies with a Small Board of Directors. **Journal of Financial Economics**, Vol. 40, No. 2, pp. 185-211.
- Yilmaz, C., and Buyuklu, A. (2016). Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Turkey Case with a Panel Data Analysis. **Eurasian Journal of Economics and Finance**, Vol.4, No. 1, pp.56-72.
- Zedan, H., and Abu Nassar, M. (2014).The Effect of Corporate Governance on Operating Performance of Jordanian Manufacturing Companies: Evidence from Amman Stock Exchange. **Dirasat Administrative Sciences**, Vol. 41, No. 2, pp. 465-481.

Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on the Financial Performance of Jordanian Companies Listed in Amman Stock Exchange

Hanadi Bataineh¹, Suzan Rasmi Abed², Mishiel Suwaidan^{3}*

ABSTRACT

This study aims at examining the impact of ownership structure (family and non-family) and corporate governance on the financial performance of Jordanian companies listed in Amman Stock Exchange during the period (2010-2014). Corporate governance is measured by board size, board members' ownership of the company's shares, board independence, educational background of board members, duality of chairman and CEO roles and institutional ownership. On the other hand, the financial performance is measured by using Tobin's Q. Four variables are employed in the study: (firm size, firm age, debt ratio and sector type) as control variables. The sample of this study consisted of 92 manufacturing and service companies listed in Amman Stock Exchange during the period (2010-2014). The sample is classified into 58 family - owned companies and 34 non-family-owned companies. The total number of observations was 460. Pooled data regression was conducted to achieve the objectives of the study. The results showed a statistically significant impact of the ownership structure (family and non-family) and corporate governance on the financial performance of all companies as measured by Tobin's Q. The study also found out that the impact of corporate governance on the performance varies depending on the presence of family ownership. In light of these results, the study recommends corporate companies in general and family-owned companies in specific to comply with the corporate governance instructions as issued by the Jordanian Securities Commission. Family-owned companies should put a formal succession plan for senior management positions in order to ensure business continuity and thus increase chances of survival of family companies. The purpose of this plan is to ensure that the proposed senior managers have the required skills and leadership capabilities to run the organization in case of replacement.

Keywords: Ownership structure, Corporate governance, Financial performance, Jordanian companies, Amman Stock Exchange.

¹ Assistant Professor of Accounting, Al-Balaqa Applied University. hanadibataineh2005@yahoo.com

² Faculty of Economics and Administrative Sciences, Applied Science Private University. s_abed@asu.edu.jo

³ Professor of Accounting, Al-Ahliyya Amman University. msuwaidan@ammanu.edu.jo

Received on 23/10/2017 and Accepted for Publication on 6/3/2018.