

تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

محمد حكمت عيوني¹، أحمد محمد العمري²

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات الصناعية في الأردن. وقد تم الحصول على البيانات من بورصة عمان لعينة تتكون من (60) شركة صناعية للعام (2012). حيث تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، ووجود لجنة تدقيق. أما قيمة الشركة فقد تم قياسها بالاعتماد على مؤشر توبين (Tobin's Q)، كما تم استخدام العائد على الأصول، وحجم الشركة كمتغيرات ضابطة. واختبار فرضيات الدراسة تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Square)، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرافعة المالية وزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة وقيمة الشركات الصناعية الأردنية، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (10%) بين وجود لجنة تدقيق وقيمة الشركة بينما لا يوجد تأثير للملكية المؤسسية، واستقلالية مجلس الإدارة، والعائد على الأصول، وحجم الشركة على قيمة الشركات الصناعية الأردنية المتمثلة في عينة الدراسة. وأوصت الدراسة بضرورة زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة لأثر ذلك الإيجابي في تنوع خبرات أعضاء المجلس واتخاذهم القرارات الاستثمارية المناسبة، ورفع مستوى الرافعة المالي لتحقيق الوفورات الضريبية، وحل مشكلة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الإدارة والمالكين.

الكلمات الدالة: الحاكمية المؤسسية، الرافعة المالية، قيمة الشركات، بورصة عمان.

المقدمة

المالية عن المعلومات التي يحتاج إليها المستخدمين إلى تراجع ثقة المستثمرين بالإدارة القائمة على أعمال الشركة والبيانات المالية الصادرة عنها (Kenny, 2005).

ويرى (Jensen and Meckling (1976 أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الإدارة حافز على تقديم مصالحها الخاصة عندما تتعارض مع مصالح الشركة مما يحمل الشركة تكاليف إضافية تُعرف بتكاليف الوكالة (Agency Cost). وعليه فإن غياب الرقابة الفاعلة على سلوك الإدارة يعتبر من أهم الأسباب التي أدت إلى هذه الأزمات، ولذلك أصبح المستثمرون قبل أن يستثمروا رؤوس أموالهم بأي شركة يطلبون البراهين والأدلة على أن الشركة التي يرغبون المساهمة فيها يتم إدارتها حسب الممارسات السليمة للأعمال والتي تضمن تقليل سوء الإدارة وإمكانيات الفساد إلى أقل حد ممكن (بجياوي وبوسلمة، 2012).

وقد أشارت الدراسات إلى العديد من الآليات التي يمكن

أدت خسارة المستثمرين لأموالهم إلى حالة من عدم الاطمئنان في الاقتصاد العالمي خلال الفترة الأخيرة من القرن الماضي، وتحديدًا بعد الأزمات المالية والاقتصادية وإفلاس عدد من البنوك، كما أدى انخفاض قيمة عدد كبير من الشركات وانهايار شركات عالمية مثل شركة إنرون (Enron) للطاقة وورلد كوم (World com) للاتصالات نتيجة للفساد المالي والإداري من قبل القائمين على إدارتها وعدم الإفصاح الكامل في التقارير

¹محاضر متفرغ في قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، اردن- الأردن. mohamad.abwini@yu.edu.jo

²أستاذ في قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، اردن- الأردن. aalomari@yu.edu.jo

تاريخ استلام البحث 2015/4/8 وتاريخ قبوله 2016/3/10.

التكلفة الحدية والمنفعة الحدية لاستخدام الدين في التمويل. من هنا جاءت هذه الدراسة لتختبر تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات الصناعية الأردنية.

مشكلة الدراسة وأسئلتها

شكل غياب الحاكمية المؤسسية أو ضعفها في بعض الأحيان عاملاً رئيساً في ظهور الأزمات المالية والاقتصادية، باعتبار أن الحاكمية المؤسسية تعمل على تنظيم العلاقات وتحديد مسؤوليات مجلس الإدارة والمالكين والإدارة التنفيذية للشركة لحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، وذلك في جو من الإفصاح والشفافية والمسؤولية الاجتماعية، مما يقود الشركة لتجنب مخاطر التعثر والفشل المالي والإداري على مستوى الشركة والاقتصاد الوطني بشكل عام، فضلاً عن دورها البارز في تعظيم القيمة السوقية للشركة، مما يضمن لها عنصر لاستمرارية والنمو (Reed, 2002).

والاقتصاد الأردني كغيره من الاقتصاديات النامية يتأثر بالمتغيرات المختلفة في حال عدم الالتزام أو ضعف تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية. وبناء عليه لقي مفهوم الحاكمية المؤسسية وما ارتبط به من آليات داخلية مثل التمويل بالدين اهتماماً متزايداً خلال الفترة الأخيرة، لما للحاكمية المؤسسية والرافعة المالية من أهمية على صعيد الشركة، والاقتصاد الوطني (Gill and Obrodovich, 2012). لذا جاءت مشكلة الدراسة الحالية في التساؤل الرئيس التالي:

ما أثر تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية واستخدام الرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات؟

أهداف الدراسة

بناءً على ما جاء في مشكلة الدراسة وأسئلتها، تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على القيمة السوقية للشركة، وذلك من خلال تحديد العلاقة بين كل من:

- 1- حجم مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.
- 2- استقلالية مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.
- 3- وجود لجنة تدقيق والقيمة السوقية للشركة.
- 4- الملكية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة.
- 5- استخدام الدين (الرافعة المالية) وما يصاحبها من زيادة مخاطر الإفلاس والقيمة السوقية للشركة.

استخدامها للحد من سوء الإدارة واستغلال موارد الشركة بما لا يخدم هدفها الرئيس. ويرى (Gill and 2012) Obradovich أن الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية هما من أهم الآليات التي تساعد الشركة على تحقيق هدفها الرئيس وهو تعظيم ثروة المساهمين.

وقد تزايد الاهتمام بمفهوم الحاكمية المؤسسية باعتباره إحدى وسائل ضبط سلوك الإدارة داخل الشركات في مختلف دول العالم، وإحدى أهم الوسائل المستخدمة لاستكمال عمليات الإصلاح المالي والإداري، وتجنب الشركة تكاليف الوكالة من خلال تعزيز مبادئ الإفصاح والشفافية، والمساءلة والعدالة، والوضوح، وتحديد مسؤوليات وعلاقات كافة الأطراف بشكل واضح، مما يساعد على استغلال موارد الشركة بشكل أفضل، وصولاً بذلك لتعظيم قيمتها السوقية (Cattrysse, 2005).

ويرى (Modigliani and Miller 1963) أن قيمة الشركات التي تستخدم الدين في تمويل مشاريعها تفوق الشركات التي تعتمد في تمويلها على الأسهم وكلما زاد اعتماد الشركة على الدين زادت قيمتها لما للدين من وفرة ضريبية. إلا أن (Jensen and Meckling 1976) أوضح أن استخدام الدين في التمويل يحمل الشركة تكاليف إضافية (تكاليف الوكالة) نتيجة تضارب المصالح بين المالكين والدائنين. ويعتبر أن الاستخدام الأمثل للدين (الرافعة المالية) في هيكل رأس المال تكون عند الوصول إلى الحد الأدنى من تكاليف الوكالة.

ويرى (Jensen 1986) أن استخدام الدين يسهم في تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة، الأمر الذي يؤدي إلى خفض تكلفة تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة من خلال التمويل الخارجي وعليه زيادة فرص النمو. ويرى (Myers and Majluf 1984) أن الشركة تفضل التمويل بالدين على الأسهم عند الحاجة إلى التمويل الخارجي، وذلك بناءً على نظرية الإشارة (Signaling Theory) باعتبار أن الشركة ترسل إشارة إيجابية عند استخدام الدين في زيادة رأس المال وإشارة سلبية عندما تستخدم الأسهم (Ross, 1977). وبحسب نظرية المنفعة المتبادلة (Trade-off Theory) فإن تعظيم القيمة السوقية للشركة تتحقق عند الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، وذلك عند التساوي بين

6- العوامل الضابطة التالية والقيمة السوقية للشركة:

- حجم الشركة.

- معدل العائد على الأصول.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية موضوع الحاكمية المؤسسية، حيث إن ضعف نظام الحاكمية المؤسسية يؤدي إلى نتائج سلبية كثيرة، فعلى مستوى الاقتصاد تؤدي خسارة المستثمرين لأموالهم والأفراد لوظائفهم إلى ارتفاع نسبة البطالة وما يتبعها من تفاقم مشاكل الفقر وعدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي، أما على مستوى الشركة فإن الآثار السلبية لضعف الحاكمية المؤسسية تتمثل في التكاليف الإضافية التي تتكبدها الشركة مثل تكاليف الوكالة والتكاليف القانونية، فضلاً عن الصورة الإعلامية السيئة التي تؤدي إلى الإضرار بسمعة الشركة وبالتالي مقاطعة المستهلكين لها وخسارة الحصة السوقية لصالح الشركات التي تعمل بمسؤولية اتجاه المجتمع (Jackson and Nelson, 2004).

لذا يحظى مفهوم الحاكمية المؤسسية باهتمام الكثير من الباحثين في مختلف أنحاء العالم، وهناك العديد من الدراسات التي تناولت هذه المفهوم من مختلف جوانبه. وتبرز أهمية هذه الدراسة من خلال بحث تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات الصناعية في الأردن للعام (2012)، وذلك بأخذ عدد من المتغيرات لقياس الحاكمية (حجم مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود لجنة تدقيق) وهي المتغيرات التي لم تتطرق لها الدراسات السابقة في الأردن عند قياس الحاكمية المؤسسية بشكل مجتمع حسب علم الباحثان، كما يمكن أن تساعد نتائج هذه الدراسة الجهات المعنية في تطبيق الحاكمية المؤسسية والجهات التشريعية في الدولة لمعرفة الآثار المترتبة على التزام الشركات الصناعية الأردنية بمعايير الحاكمية المؤسسية، بالإضافة إلى أنها تشكل إثراء للدراسات السابقة بالنسبة للباحثين والمهتمين في هذا المجال.

الإطار النظري

المبحث الأول: إطار عام لنظريات الدراسة:

ذكر (Kiel and Nicholson, 2003) عدد من النظريات

المرتبطة بمفهوم الحاكمية المؤسسية وما لها من تأثير على قيمة الشركة أو أدائها، ومنها نظرية (Jensen and Meckling, 1976) التي توصلت إلى أن القيمة السوقية للشركة تتأثر بمشكلة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المالكين والإدارة أو بين المالكين والدائنين والتي أسمياها نظرية الوكالة (agency theory). ويرى (Jensen, 1986) أن مشكلة الوكالة تزداد مع توافر التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow Theory). كما يؤدي الفصل بين الملكية والإدارة إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) باعتبار أن الإدارة تمتلك معلومات لا تتوفر لدى المستثمرين الخارجيين وهو الأساس الذي تعتمد عليه نظرية تسلسل أولويات التمويل (Pecking Order Theory, Myers and Majluf, 1984).

• نظرية الوكالة (Agency Theory):

تقوم نظرية الوكالة على العلاقة بين المديرين والمالكين والدائنين في الشركات المساهمة العامة، وتعود جذور هذه النظرية إلى آدم سميث (Adam Smith) في القرن الثامن عشر عندما ناقش قضية الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابه (The Wealth of Nations) والتي نتج عنها ما يعرف بمشكلة الوكالة (Agency Problem)، ومع بداية تسعينيات القرن الماضي قام (Berle and Means, 1932) بنشر كتاب تحت عنوان (The Modern Corporate and Private Property) يستعرض فيه تطور الشركات التجارية الكبيرة من المنظور القانوني والاقتصادي، وأضاف انه في عالمنا المعاصر انفصلت ملكية الشركة عن إدارتها من الناحية القانونية، كما وأن الإدارة تمتاز بالأنانية عند تعلق الأمر بمصالحها، وهذا السلوك يؤدي إلى خسارة المساهمين لمصالحهم التي تتعارض ومصالح الإدارة (Shleifer and Vishny, 1997).

أما الإطار الحديث لنظرية الوكالة يعود إلى (Jensen and Meckling, 1976) حين قدما تعريفاً شهيراً لنظرية الوكالة وهي: علاقة يلجأ بموجبها أشخاص (المالكين) لخدمات شخص آخر (المدير) لكي يقوم ببعض المهام، ويروا أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الإدارة حافز على تقديم مصالحها عندما تتعارض مع مصالح الشركة مما يحمل

(Myers, 1984).

وتشير هذه النظرية إلى أنه في حال عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) بين الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح بما يخص القيمة الفعلية للعمليات الموجودة في الشركة فإن التمويل الخارجي والمتمثل بالديون وحقوق الملكية سيكون أكثر تكلفه مقارنة مع التمويل الداخلي المتمثل بالأرباح المحتجزة (Zurigat, 2009).

ويرى (Myers and Majluf, 1984) أن حالة عدم تماثل المعلومات تؤدي إلى سوء تسعير الأسهم في الشركة مما يتسبب بفقدان ثروة المساهمين، وبالتالي من الأفضل للشركات أن تلجأ إلى إصدار الأسهم فقط في حال تضخم القيمة السوقية (Overvalued) وإصدار السندات في حال كانت الشركة مقدره بأقل من قيمتها (Undervalued)، وذلك حفاظاً على قدرة الاقتراض لديها، مما يزيد من مرونتها المالية (Financial Flexibility) للحصول على كافة الفرص الاستثمارية المتاحة (Myers, 1977).

وعليه فإن مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) بين الإدارة والمستثمرين الخارجيين والتي نتج عنها ما يعرف بنظرية الإشارة (Signaling Theory) لها تأثير مهم على قيمة الشركة، فعند إصدار الشركة للسندات تبعث بإشارة إيجابية عن الشركة وأدائها وهو ما يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة، أما عندما تصدر الشركة أسهم ترسل بإشارة سلبية مما يؤدي إلى مشكلة الاختيار المعاكس (Adverse selection) وهو ما يؤثر سلباً على قيمة الشركة (Ross, 1977).

المبحث الثاني: مفاهيم عامة

أ. الحاكمية المؤسسية

يُعد مفهوم الحاكمية المؤسسية من أهم الموضوعات التي تحتاج إلى دراسة تفصيلية، وقد اكتسب هذا المفهوم أهمية كبيرة في الشركات المساهمة العامة باعتباره من إحدى الوسائل المستخدمة للحد من الفساد المالي والإداري الذي كان سبباً في الانهيارات المالية والاقتصادية وإفلاس العديد من الشركات العملاقة في الآونة الأخيرة، كما شكلت الحاكمية المؤسسية منذ نشأتها عاملاً مهماً في تحسين قيمة الشركة وخاصة في الاقتصاديات الناشئة، ويُعتقد على نطاق واسع أن

الشركة تكاليف إضافية تُعرف بتكاليف الوكالة (Agency Cost) والتي قسمها إلى تكاليف رقابية وتكاليف ربط والخسائر المتبقية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة. كما ويؤدي فصل الملكية عن الإدارة إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) وذلك لأن الإدارة تمتلك معلومات لا تتوافر لدى المساهمين الأمر الذي يؤدي إلى ما يعرف بـ الاختيار المعاكس (Adverse Selection) والمخاطر الأخلاقية (Moral Hazard) بسبب استخدام تلك المعلومات بما يخدم مصالح الإدارة (Myers and Majluf, 1984)، وهذا التضارب يضاعف من تكاليف الوكالة الذي بدوره يزيد من تكاليف التمويل الخارجي وبالتالي زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة.

ويرى (Jensen and Meckling, 1976) إن من وسائل تقليل التضارب بين المالكين والإدارة استخدام الدين في التمويل ولكن هذا النمط من التمويل يُنشئ نوعاً آخر من التضارب بين المساهمين والدائنين بسبب مشكلة نقل الثروة (Asset Substitution Problem) مما يؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل بالدين نتيجة لمطالبة الدائنين علاوة مخاطرة، الأمر الذي يجبر الشركة للتخلي عن بعض الفرص الاستثمارية مؤدياً إلى تراجع الاستثمار (Under Investment Problem) وعليه تفقد الشركة من قيمتها السوقية.

• نظرية تسلسل أولويات التمويل (Pecking

Order Theory)

تعود جذور هذه النظرية إلى دراسة أجراها (Donaldson) في عام (1961) حول السلوكيات التمويلية للشركات، وقد نصت النظرية على التدرج في استخدام مصادر التمويل حسب تكلفة كل مصدر بحيث يكون الاعتماد بالدرجة الأولى على التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) باعتباره أقل مصادر التمويل تكلفة وعليه يجب تكييف سياسة توزيع الأرباح بما يتناسب مع الفرص الاستثمارية المتاحة وفي حال وجود حاجة للتمويل الخارجي تلجأ الشركات بالدرجة الأولى إلى التمويل من خلال الدين ثم التمويل بحقوق الملكية

القضاء على الفساد الذي تواجه الشركات من خلال تفعيل دور الأعضاء غير التنفيذيين بحيث يكون غالبية مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين وتحديد مسؤولياتهم داخل المجلس أو داخل اللجان التابعة له (SOX, 2002).

كما وقّدمت العديد من التعريفات المختلفة لمصطلح الحاكمية المؤسسية من وجهة نظر القانونيين والاقتصاديين والمحللين، حيث انه لا يوجد تعريف واحد متفق عليه بين كل هذه الجهات، ويعود السبب في ذلك إلى الظروف الاجتماعية والاقتصادية والتنظيمية المتباينة (Rouf, 2011).

ج. العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية وأثرها على قيمة الشركة:

تُعد عملية توفير مصادر التمويل وحصول الشركة على الأموال من أهم العمليات لاستمرار نشاط الشركة والعمل على تحقيق أهدافها، لذا تعمل الشركات على امتلاك مصادر تمويل مناسبة لتحقيق أعلى نسبة أرباح لاستثماراتها وبأقل درجة مخاطرة. وبحسب نظرية تسلسل أولويات التمويل تلجأ الشركات بداية إلى التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) وفي حال وجود حاجة للتمويل الخارجي تلجأ الشركات أولاً إلى التمويل باستخدام الدين ثم ثانياً التمويل بحقوق الملكية (Myers, 1984).

ويرى (Maxwell and Stephens, 2003) أن المساهمين عادة يفضلون استخدام نسبة أعلى من الديون في تمويل استثماراتهم لتضخيم العائد على هذه الاستثمارات لما للديون من وفرة ضريبية الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم ثروات المساهمين. وتعتمد قدرة الشركة في جذب الممولين لاستثمار أموالهم في الشركة على العوائد المتوقعة ودرجة المخاطرة إضافة إلى ثقة الممولين في الشركة والتي تعتمد على مدى تطبيق الشركة للتشريعات والقوانين التي تحافظ على استثماراتهم (Toledo, 2009).

فقد نص المبدأ الرابع للحاكمة المؤسسية الصادر عن منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (Organization For Economic CO-Operating and Development) على الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح التي تنشأ نتيجة للاتفاقيات المتبادلة، ويشمل المبدأ أيضاً على ضمان توفير مصادر التمويل الخارجي سواء على شكل أسهم أو سندات،

جودة الحاكمية المؤسسية تلعب دوراً مهماً في تعظيم ثروة المساهمين من خلال زيادة القيمة السوقية للشركة (Rouf, 2011). وقد أوضحت العديد من الدراسات العلاقة الإيجابية بين جودة الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة باعتبار أن الحاكمية المؤسسية أحد الوسائل المطروحة لحل مشكلة الوكالة وما يترتب عليها من تكاليف (Brigham and Ehrhardt, 2010).

ب. نشأة الحاكمية المؤسسية وتعريفاتها:

بدأ الاهتمام بالحاكمة المؤسسية عندما تداعت الدول لتشجيع الشركات على تبني معايير لحاكمة الشركات، حيث أنشئت لجنة كادبري (Cadbud Committee) في المملكة المتحدة وقد تم إصدار أول تقرير لها عام (1992) بعنوان الأبعاد المالية لحاكمة المؤسسات (The Financial Aspects of Corporate Governance) التي طالبت فيه الشركات بإتباع معايير الحاكمية المؤسسية لتحسين عملية اتخاذ القرار والرقابة على الأعمال وذلك بعد نقص ثقة الجمهور في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركات.

كما قدمت اللجنة تعريفاً مختصراً للحاكمة المؤسسية باعتبارها نظام يتم من خلاله إدارة الشركات وضبط العمليات فيها (Cadbury, 1992). وهو ما توافق عليه كل من (John and Senbet, 1998) و (Cattrysse, 2005) و (Gopalsamy, 1998) فقد عرفوها على أنها مجموعة من الإجراءات والأنظمة التي تدير الشركة في أفضل طريق لتحقيق أهداف أصحاب المصالح.

وقد أخذت تشريعات الحاكمية المؤسسية منحناً آخر بعد الأزمات المالية والاقتصادية وإفلاس شركات كبرى في الولايات المتحدة عام (2001) نتيجة للفساد المالي من قبل القائمين على إدارتها وتواطؤ بعض مدققي الحسابات، الأمر الذي دفع الولايات المتحدة إلى إصدار قانون (Sarbanes – Oxley Act) في عام (2002) والذي يعتبر أحد أهم تشريعات الأوراق المالية الصادرة عن الكونغرس الأمريكي (Carroll and Buchholtz, 2006).

ويهدف هذا القانون إلى إعادة ثقة الجمهور بإدارة الشركة وحماية حقوق المستثمرين والحد من خطر الانهيارات المستقبلية، وركز القانون على أهمية الحاكمية المؤسسية في

اللغة العربية الأردني في عام (2004)، حيث تضمنت التشريعات والقوانين الأردنية العديد من النصوص المتعلقة بالحاكمة المؤسسية. ويعتبر قانون الشركات الصادر سنة (1997) وتعديلاته وقانون تنظيم أعمال شركات التأمين الصادر سنة (1999) وتعديلاته وقانون البنوك وقانون الأوراق المالية وتنظيم مهنة المحاسبة القانونية من أهم التشريعات والقوانين الأردنية التي ترتبط بالحاكمة المؤسسية.

وقد برز تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة بعد أن قامت هيئة الأوراق المالية عام (2005) بوضع إطار لمفهوم الحاكمية المؤسسية عن طريق إصدار دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وأصبح على الشركات الالتزام بما جاء فيه اعتباراً من (1-1-2009)، ويهدف هذا الدليل إلى تنظيم علاقات الشركات وتحديد المسئوليات لحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، ويعتمد هذا الدليل على قانون الأوراق المالية ومبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (هيئة الأوراق المالية، 2009).

كما قامت هيئة الأوراق المالية (2010) بعرض قواعد الحاكمية المؤسسية ضمن فهرس لتحديد القواعد الإلزامية والإرشادية التي يجب على الشركة إتباعها، بحيث يجب على الشركات التقيد بالقواعد الإلزامية، أما القواعد الإرشادية فيتم تطبيقها ضمن أسلوب الالتزام أو تبرير عدم الالتزام (Comply or Explain) أي في حال عدم التقيد فيها يجب على الشركة تبرير ذلك.

ومؤخراً أصدرت دائرة مراقبة الشركات دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات ذات المسؤولية المحدودة، والمساهمة الخاصة، والشركات المساهمة العامة غير المدرجة في بورصة عمان، ويطلب هذا الدليل من الشركات الالتزام أو تبرير عدم الالتزام (Comply or Explain) في تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية في المرحلة الأولى (دائرة مراقبة الشركات، 2013).

الدراسات السابقة

أجريت العديد من الدراسات في مختلف بلدان العالم لدراسة تأثير الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة. ويعتقد على نطاق واسع أن الحاكمية المؤسسية تشكل عاملاً مهماً في تحسين القيمة السوقية للشركة، ومع ذلك فإن العلاقة بين الحاكمية

وتشجيع أصحاب المصالح على استثمار أموالهم في الشركة. ويعتبر التمويل بالدين (الرافعة المالية) أحد آليات الحاكمية المؤسسية الأمر الذي أشار إليه Jensen (1986) باعتبار أن التمويل باستخدام الدين من أكثر الوسائل الفعالة والقدرة على الحد من مشكلة الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة؛ لأن استخدام الدين يشكل التزام على الشركة يجب الوفاء به، وإلا تعرضت الشركة لمخاطر الإفلاس في حال عدم القدرة على السداد وبالتالي نقل قدرة المديرين على الاستثمار في مشاريع غير مجدية اقتصادياً مما يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة.

وقد توصل (Laporta et al. 2002) أنه في حال تبنت الشركة مبادئ الحاكمية المؤسسية وطبقها بشكل جيد فإنها لا تزيد فقط من إمكانية الشركة في الحصول على مصادر التمويل الخارجي، وإنما ينعكس ذلك بشكل إيجابي على قيمة الشركة، ورغبة المستثمرين لدفع سعر أعلى لأسهم الشركات التي تطبق معايير الحاكمية المؤسسية بشكل جيد.

وهو ما أشار إليه (Cremers et al. 2004) باعتبار أن تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية بشكل جيد يقلل من تحصيل المديرين وحرية التصرف في شؤون الشركة بما يخدم مصالحهم الخاصة الأمر الذي ينعكس بشكل إيجابي على القيمة السوقية للشركة، كما يزيد من قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها بالنسبة للدائنين وبالتالي إمكانية حصول الشركة على التمويل بتكاليف أقل.

كما أظهرت الدراسات أن الحاكمية الجيدة للمؤسسات مهمة لإعطاء قيمة لجميع أصحاب المصالح داخل الشركة، وتحسين أداء الشركة عن طريق إنشاء بيئة محفزة للمديرين لتحقيق أعلى قدر ممكن من العائد على الاستثمار وبناء على ذلك يتهيأ للشركة الفرصة لاستقطاب الكفاءات على الصعيد العالمي كما وتعزز النزاهة والشفافية والمساءلة في إدارة الشركة ومجلس الإدارة وهو ما يضمن التوافق بين مصالح المستثمرين والإدارة وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة (Shil، 2008).

د. مبادئ الحاكمية المؤسسية في الأردن:

يعتبر مصطلح الحاكمية المؤسسية المرادفة الأنسب لمفهوم (Corporate Governance) والذي اعتمده مجمع

المؤسسية وقيمة الشركة تختلف من بلد إلى آخر بسبب بنية الحاكمية المؤسسية الناتجة عن الظروف الاجتماعية والاقتصادية والتنظيمية المتباينة (Rouf, 2012), كما هو الحال أيضاً مع الرافعة المالية التي لديها تأثيرات مختلفة على قيمة الشركة من بلد إلى آخر ويرجع السبب إلى الشرائح الضريبية المختلفة والقوانين الضريبية في مختلف البلدان.

وفي دراسة (Ramdani and Witteloostuijn (2010) والتي تطرقوا فيها إلى أثر استقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة على أداء الشركة في كل من اندونيسيا وماليزيا وكوريا الجنوبية وتايلاند وذلك خلال الفترة بين (2001-2002) حيث بلغت عينة الدراسة (313) شركة موزعة على النحو الآتي: (66) شركة في اندونيسيا و(111) شركة في كوريا الجنوبية و(75) شركة في ماليزيا و(61) شركة في تايلاند، حيث توصلوا إلى أن الجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يحسن أداء الشركة مما يؤدي إلى تحسين قيمة الشركة، كما وتوصلوا أيضاً إلى أن حجم مجلس الإدارة يؤثر سلباً على العلاقة الايجابية للجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة والأداء، وهو ما توصل إليه Gill and Mathur (2011) في دراستهم التي أجريت في كندا على عينة مكونة من (91) شركة صناعية خلال فترة ما بين (2008-2010)، حيث توصلوا إلى وجود علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركات، كما توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من الجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وحجم الشركة، والعائد على الأصول وقيمة الشركات، وهو ما توافقت أيضاً مع نتائج دراسة Rouf (2012) التي أجريت في بنغلادش على عينة مكونة من (93) شركة في عام (2006)، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين قيمة الشركة والجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، كما وتوصلت الدراسة أيضاً إلى عدم وجود علاقة بين قيمة الشركة وحجم مجلس الإدارة، ووجود لجنة تدقيق.

وفيما يتعلق بهيكل رأس المال أشارت دراسة (2011) Cheng and Tzeng التي أجريت على عينة مكونة من (645) شركة خلال فترة ما بين (2000-2009)، إلى ارتفاع قيمة الشركة التي تستخدم الرافعة المالية مقارنة بالشركات التي لا تستخدمها إذا كانت لا تأخذ بعين الاعتبار احتمالية الإفلاس، أما في حال أخذت الشركة بعين الاعتبار منافع وتكاليف الدين في وقت واحد فإن الرافعة المالية تؤثر إيجاباً على قيمة الشركة قبل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، بالإضافة إلى أن التأثير الإيجابي للرافعة المالية على قيمة الشركة يكون أقوى عندما يكون الوضع المالي للشركة أفضل. وهو ما توافقت مع دراسة (Adeyemi and Oboh (2011)

وفي دراسة (Ramdani and Witteloostuijn (2010) والتي تطرقوا فيها إلى أثر استقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة على أداء الشركة في كل من اندونيسيا وماليزيا وكوريا الجنوبية وتايلاند وذلك خلال الفترة بين (2001-2002) حيث بلغت عينة الدراسة (313) شركة موزعة على النحو الآتي: (66) شركة في اندونيسيا و(111) شركة في كوريا الجنوبية و(75) شركة في ماليزيا و(61) شركة في تايلاند، حيث توصلوا إلى أن الجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يحسن أداء الشركة مما يؤدي إلى تحسين قيمة الشركة، كما وتوصلوا أيضاً إلى أن حجم مجلس الإدارة يؤثر سلباً على العلاقة الايجابية للجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة والأداء، وهو ما توصل إليه Gill and Mathur (2011) في دراستهم التي أجريت في كندا على عينة مكونة من (91) شركة صناعية خلال فترة ما بين (2008-2010)، حيث توصلوا إلى وجود علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركات، كما توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من الجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وحجم الشركة، والعائد على الأصول وقيمة الشركات، وهو ما توافقت أيضاً مع نتائج دراسة Rouf (2012) التي أجريت في بنغلادش على عينة مكونة من (93) شركة في عام (2006)، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين قيمة الشركة والجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، كما وتوصلت الدراسة أيضاً إلى عدم وجود علاقة بين قيمة الشركة وحجم مجلس الإدارة، ووجود لجنة تدقيق.

وفيما يتعلق بهيكل رأس المال أشارت دراسة (2011) Cheng and Tzeng التي أجريت على عينة مكونة من (645) شركة خلال فترة ما بين (2000-2009)، إلى ارتفاع قيمة الشركة التي تستخدم الرافعة المالية مقارنة بالشركات التي لا تستخدمها إذا كانت لا تأخذ بعين الاعتبار احتمالية الإفلاس، أما في حال أخذت الشركة بعين الاعتبار منافع وتكاليف الدين في وقت واحد فإن الرافعة المالية تؤثر إيجاباً على قيمة الشركة قبل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، بالإضافة إلى أن التأثير الإيجابي للرافعة المالية على قيمة الشركة يكون أقوى عندما يكون الوضع المالي للشركة أفضل. وهو ما توافقت مع دراسة (Adeyemi and Oboh (2011)

وفيما يتعلق بهيكل رأس المال أشارت دراسة (2011) Cheng and Tzeng التي أجريت على عينة مكونة من (645) شركة خلال فترة ما بين (2000-2009)، إلى ارتفاع قيمة الشركة التي تستخدم الرافعة المالية مقارنة بالشركات التي لا تستخدمها إذا كانت لا تأخذ بعين الاعتبار احتمالية الإفلاس، أما في حال أخذت الشركة بعين الاعتبار منافع وتكاليف الدين في وقت واحد فإن الرافعة المالية تؤثر إيجاباً على قيمة الشركة قبل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، بالإضافة إلى أن التأثير الإيجابي للرافعة المالية على قيمة الشركة يكون أقوى عندما يكون الوضع المالي للشركة أفضل. وهو ما توافقت مع دراسة (Adeyemi and Oboh (2011)

المستخدم في معظم الدراسات ولكن مع اختلاف الفترة الزمنية والعينة المستخدمة في هذه الدراسة.

منهجية الدراسة

أ. مجتمع وعينة الدراسة:

تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والمتوفر لها قوائم مالية مصدرة في نهاية عام (2012)، والتي بلغ عددها (75) شركة. أما عينة الدراسة فقد بلغت (60) شركة، وذلك بعد إبعاد (12) شركة لعدم توفر بيانات كافية لسنة الدراسة، كما تم إبعاد (3) شركات أثناء تحليل البيانات لاحتواء بياناتها على قيم شاذة (Outliers).

ب. نموذج الدراسة:

تم الاعتماد في اختبار أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة على النموذج المستخدم في دراسة (Gill 2012, and Obradovich)، مع إجراء بعض التعديلات ليتناسب مع طبيعة هذه الدراسة والبيانات المتاحة. ويتمثل هذا النموذج بالمعادلة التالية:

$$Q = \alpha + \beta_1 BS + \beta_2 IO + \beta_3 BI + \beta_4 AC + \beta_5 FL + \beta_6 FS + \beta_7 ROA + \varepsilon$$

التي أجريت على عينة مكونة من (90) شركة من أصل مجتمع الدراسة المكون من (186) شركة خلال الفترة ما بين (2005-2009)، حيث توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين اختيار الشركة لهيكل رأس المال الأمثل والقيمة السوقية للشركة.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

هنالك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الحاكمية المؤسسية داخل وخارج الأردن وما يرتبط به من عوامل كان أهمها أداء الشركة، والمسؤولية الاجتماعية، وجودة الرقابة، وإدارة الأرباح... وغيرها من العوامل حيث يمكن إيجاز ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات بالنقطتين التاليتين:

1- العوامل التي استخدمت لقياس الحاكمية وهي (حجم مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود لجنة تدقيق) وهي المتغيرات التي لم تتطرق لها الدراسات السابقة في الأردن عند قياس الحاكمية المؤسسية بشكل مجتمع حسب علم الباحثان، وربطها بالقيمة السوقية للشركة.

2- اعتمدت هذه الدراسة على التقارير السنوية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، لجمع البيانات حول مستوى الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية وهو الأسلوب

جدول (1)

تعريف المتغيرات في نموذج الدراسة وطرق قياسها

المتغيرات	تعريف المتغير	طرق القياس
Q (Tobin's Q)	قيمة الشركة	القيمة السوقية للشركة / مجموع الاصول
BS (Board Size)	حجم مجلس الإدارة	بعدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات
IO (Institutional Ownership)	الملكية المؤسسية	نسبة ما تمتلكه المؤسسات أو الهيئات من أسهم في الشركة
BI (Board Independence)	استقلالية مجلس الإدارة	تعطى الشركة قيمة واحد إذا تم الجمع فيها بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وقيمة صفر ماعدا ذلك
AC (Audit Committee)	وجود لجنة تدقيق	تعطى الشركة قيمة واحد في حال وجود لجنة تدقيق، وقيمة صفر ماعدا ذلك
FL (Financial Leverage)	الرافعة المالية	مجموع الالتزامات / مجموع الاصول

طرق القياس	تعريف المتغير	المتغيرات
(مجموع الاصول) Log	حجم الشركة	FS (Firm Size)
الارباح قبل الضريبة / مجموع الاصول	العائد على الأصول	ROA (Return on Assets)
	المعامل الثابت	α (Intercept)
	معامل الانحدار	β (Regression Coefficient)
	معامل الخطأ	ε (Error Term)

ولكن وضع القانون حد أدنى وحد أعلى من (5-13) عضو للشركات المساهمة العامة (هيئة الأوراق المالية، 2007). وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين زيادة حجم مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.

• الملكية المؤسسية (Institutional IO Ownership):

إن طبيعة هيكل ملكية الشركة يلعب دوراً مهماً في التأثير على القيمة السوقية للشركة، حيث يرى (Tornyeva and Wereko, 2012) أن تركيز ملكية الشركة في يد المؤسسات الاستثمارية يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة لأن هؤلاء المستثمرين قادرين على التأثير على قرار الإدارة وبمتمكن الموارد اللازمة لمراقبة نشاطات الشركة والقوة لإقالة المدير المتعثر من منصبه. وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة.

• استقلالية مجلس الإدارة (Board BI Independence):

يمكن التعبير عن استقلالية مجلس الإدارة من خلال الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، حيث تُعتبر استقلالية مجلس الإدارة عاملاً مهماً في كفاءة عمل المجلس باعتبارها أحد العوامل التي تقلل تضارب المصالح بين الإدارة والمالكين وتساعد المجلس على القيام بمهامه الرقابية والإشرافية بشكل فعال (الفار، 2006). ويرى (Gill and Obradovich, 2012) في حال تم الفصل بين

ج. متغيرات الدراسة وفرضياتها:

1. المتغير التابع:

• قيمة الشركة (Firm Value) Q:

وقد تم قياسها من خلال مؤشر توبن (Tobin's Q)، الذي يُعبر عن احتمالية النمو في أصول الشركة، وتقييم ربحية الاستثمارات التي بنيت على فرضية أن الربحية المستقبلية للاستثمارات تتعكس في نسبة الربحية المتوقعة للاستثمارات المستقبلية (Chung and Pruitt, 1994).

ويرى (Weir et al., 2002) أن مؤشر توبن (Tobin's Q) يُعتبر مقياساً لتحديد التقارب في المصالح بين الإدارة والمالكين، بحيث يشير ارتفاع قيمة (Q) إلى كفاءة آليات الحاكمية المؤسسية وبالتالي تحسن نظرة السوق للشركة، أما في حال انخفاض قيمة (Q) يشير ذلك إلى عدم كفاءة آليات الحاكمية المؤسسية المطبقة وبالتالي زيادة حرية التصرف لدى المديرين بما لا يخدم مصالح المالكين.

2. المتغيرات المستقلة:

• حجم مجلس الإدارة (Board Size) BS:

يُعتبر تنوع وحجم مجلس الإدارة من أهم العوامل التي تؤثر على كفاءة عمل المجلس، وعليه فإن زيادة حجم المجلس يؤدي إلى زيادة المشاكل المتعلقة بالتنسيق والاتصال بين أعضاء المجلس كما ويقلل قدرة المجلس على رقابة أعمال الإدارة مما يؤدي إلى مشكلة الوكالة نتيجة للفصل بين الملكية والإدارة (Jensen, 1993; Yermack, 1996). وقد ترك القانون الأردني تحديد عدد أعضاء المجلس لإدارة للشركة

(Modigliani and Miller, 1963) إن قيمة الشركة التي تستخدم التمويل في الدين تفوق الشركات التي تعتمد في تمويلها على الأسهم لما لديون من وفرة ضريبية. ويرى (Kester, 1986) إن استخدام التمويل في الدين يؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية للشركة إلى حد معين وذلك بسبب التكاليف المتعلقة بالدين وخاصة تكلفة الإفلاس (Bankruptcy Cost) وتكاليف الوكالة (Agency Cost) الناتجة عن تضارب المصالح بين الدائنين والمالكين (Jensen, 1986). وهو ما أشار إليه (Cheng and Tzeng, 2011) و (Gill and Obradovich, 2012) انه في حال أخذ بعين الاعتبار منافع وتكاليف استخدام الدين في نفس الوقت فإن الرافعة المالية تؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية للشركة قبل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل. وبناءً على ما تقدم نتوقع الدراسة أن يكون هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للشركة.

3. المتغيرات الضابطة (Control Variables):

• العائد على الأصول (ROA) Return on Asset:

تُظهر نسبة العائد على الأصول قدرة أصول الشركة على توليد الأرباح، وفاعليه هذه الأصول في زيادة القيمة الاقتصادية للأسهم (Haniffa & Hudaib 2006). وبحسب Gill and Obradovich (2012) فإن هنالك علاقة إيجابية بين نسبة العائد على الأصول والقيمة السوقية للشركة، وذلك لأن الشركات الربحية تكون لديها القدرة على الوفاء بالتزاماتها، وعليه تقل مخاطر الإفلاس مما يشجع الشركة للحصول على المزيد من الديون في تمويل مشروعاتها. إلا أن Myers and Majluf (1984) توقعوا وجود علاقة عكسية بين الربحية والدين باعتبار أن الشركات الربحية ليست بحاجة إلى مصادر التمويل الخارجية. وبناءً على ما تقدم نتوقع الدراسة أن يكون هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وقيمة الشركة

• حجم الشركة (FS) Firm size:

يعتبر حجم الشركة من أهم العوامل التي من الممكن أن تؤثر على قيمة الشركة السوقية، وذلك بما لها من ارتباط بهيكل رأس المال ومشكلة الوكالة حيث يرى Doukas et al. (2000) أن الشركات الكبيرة أكثر عرضة لمشكلة الوكالة منها

منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤثر ذلك بشكل إيجابي على القيمة السوقية للشركة. أما Rechner and Dalton (1991) فيروا أن الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة، لأنه يسرع عملية اتخاذ القرارات وإزالة البيروقراطية غير الضرورية وبالتالي يتحسن الأداء المالي. وقد نص دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات الأردنية بأنه لا يجوز الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وذلك لتجنب تعارض المصالح باعتبار أن كل شخص له مهامه. وبناءً على ما تقدم نتوقع الدراسة أن يكون هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركة.

• وجود لجنة تدقيق (Audit Committee) AC:

تعتبر لجنة التدقيق إحدى اللجان التي يشكلها مجلس الإدارة، وهي من أهم آليات الحاكمية المؤسسية التي تهدف إلى تعزيز مصداقية وسلامة المعلومات المالية التي تعرضها الشركة وزيادة ثقة الجمهور في البيانات المالية (Tornyeva and Wereko, 2012). وقد نص دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات الأردنية أن لا يقل عدد أعضاء اللجنة عن (3) على أن يكون (2) منهم على الأقل من الأعضاء المستقلين. ويرى Gill and Obradovich (2012) أن القيمة السوقية للشركة تتأثر بشكل إيجابي في حال وجود لجنة تدقيق. أما (Rouf, 2012) فيرى انه لا توجد علاقة بين القيمة السوقية للشركة ووجود لجنة تدقيق. وبناءً على ما تقدم نتوقع الدراسة أن يكون هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق وقيمة الشركة.

• الرافعة المالية (FL) Financial Leverage:

تُعبّر الرافعة المالية عن نسبة استخدام الشركة للدين في تمويل مشروعاتها، وتعتمد نسبة الرافعة المالية في الشركة على عدة متغيرات من أهمها تكاليف الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة باعتبار أن الرافعة المالية أحد الوسائل التي تعمل على الحد من قدرة الإدارة في استخدام الفوائض النقدية الحرة بما يخدم مصالحها الخاصة مما يؤدي إلى تقليل تضارب المصالح بين المالكين والإدارة (Jensen, 1986)، ومشكلة عدم تماثل المعلومات والتي تعمل على زيادة تكاليف التمويل بالدين (Myers and Majluf, 1984). كما وأشار

نتائج التحليل واختبار الفرضيات

أ. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة (Descriptive Statistics):

يعرض هذا الجزء من التحليل نتائج الإحصاء الوصفي الذي تم إجراءه على بيانات الدراسة والمتمثل في الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، والحد الأعلى والأدنى للقيم، كما ويعرض النسب المئوية والتكرارات للمتغيرات الوهمية (Dummy Variable) المستخدمة في نموذج الدراسة.

للشركات الصغيرة، وذلك بسبب ما يواجهه المستثمرون من صعوبة في الحصول على المعلومات فيها. أما *et al.* Berger (2001) فقد توصلوا إلى أن مشكلة الوكالة تزداد بالشركات الصغيرة بسبب تعاضم مشكلة عدم تماثل المعلومات، باعتبار أن الشركات الكبيرة تخضع لرقابة المساهمين والمحللين فتكون أقل عرضة لمشكلة عدم تماثل المعلومات. وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وقيمة الشركة.

جدول (2)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
قيمة الشركة (Q)	0.677	0.377	-0.015	2.32
حجم مجلس الإدارة (BS)	7.951	2.276	4	13
الملكية المؤسسية (IO)	0.461	0.298	0	0.682
الرافعة المالية (FL)	0.336	0.219	0.006	0.766
العائد على الأصول (ROA)	0.443	9.72	-28.3	21.5
حجم الشركة (FS)	16.724	1.505	13.971	21.152

- بينما بلغ متوسط نسبة ملكية المؤسسات والهيئات في الشركات الصناعية الأردنية المكون لعينة الدراسة (0.461) عند انحراف معياري (0.298) وقد لوحظ وجود تفاوت كبير بنسبة الملكية المؤسسية حيث بلغ أدنى وأعلى قيمة بين (0) إلى (0.682) على التوالي.

- أما متوسط نسبة الرافعة المالية للشركات الصناعية الأردنية الممتلئة في هذه الدراسة فقد بلغت (33%)، وهي متوسط نسب الرافعة المالية في الشركات الصناعية الأمريكية (Gill and Obradovich، 2012)، بينما بلغ الانحراف المعياري لهذه الشركات (0.219) مما يشير إلى تفاوت كبير في نسبة الرافعة المالية، حيث تراوحت هذه النسب بين (0.006) كحد أدنى و (0.766) كحد أعلى، ويرجع السبب في ذلك إلى تفاوت القيود التي تحد قدرة الشركة في الوصول لمصادر التمويل الخارجي (الرافعة المالية) كمشكلة الوكالة، وعدم تماثل المعلومات.

تظهر نتائج الجدول رقم (2) أن متوسط نسب فرص النمو للشركات في مقياس توبين (Tobin's Q) بلغت (0.67)، عند انحراف معياري بمقدار (0.37) وقد تراوحت هذه النسبة بين (-0.015) كحد أدنى و (2.32) كحد أعلى، حيث يرى Chung and Pruitt (1994) أن نسبة فرص النمو تكون عادة قريبه من (1)، وهذا يشير إلى التفاوت الكبير عند الشركات الأردنية في فرص النمو، نتيجة لاختلاف قدراتها في الحصول على التمويل الخارجي، واختلاف حجم تلك الشركات ودرجة تأثرها بقواعد الحاكمية المؤسسية.

- أما متوسط حجم مجلس الإدارة فقد بلغ (8) أعضاء ويعتبر حجم مجلس الإدارة من أكثر المتغيرات تشتتاً عن وسطها الحسابي حيث بلغ انحرافه المعياري (2.276). وقد تراوحت أدنى وأعلى قيمة بين (4 إلى 13) على التوالي، مما يشير إلى عدم تقيد بعض الشركات بدليل قواعد الحاكمية الذي وضع حد أدنى لعدد أعضاء المجلس بـ (5) أعضاء.

مجلس الإدارة في مصلحة المساهمين وبعيده عن التحيز.
- كما يشير الجدول إلى أن (75%) من الشركات الصناعية الأردنية المكونة لعينة الدراسة توجد فيها لجان تدقيق. و(25%) من الشركات لا توجد فيها لجان تدقيق وهو ما يخالف دليل قواعد الحاكمية الصادر عن هيئة الأوراق المالية.

ب. تحليل درجة الارتباط المتعدد:

يجري الباحث تحليل الارتباط المتعدد بين متغيرات الدراسة المستقلة باستخدام اختبار معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor) لكل متغير من المتغيرات للكشف عن مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) التي تجعل من الصعب تحديد الآثار المنفصلة لكل متغير وبذلك يصبح من الصعب اختبار الفرضيات حول التأثير الفردي في معاملات الانحدار (Gujarati, 2003)، حيث تم تقييم مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) للمتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة، كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (4)

اختبار مشكلة الارتباط المتعدد

المتغير	VIF	1/VIF
حجم الشركة	1.73	0.578
حجم مجلس الإدارة	1.32	0.757
العائد على الأصول	1.25	0.798
الملكية المؤسسية	1.24	0.807
الرافعة المالية	1.13	0.882
وجود لجنة تدقيق	1.06	0.940
استقلالية مجلس الإدارة	1.05	0.953
متوسط VIF	1.26	

تظهر نتائج الجدول رقم (4) مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة المستقلة غير موجودة، وذلك بالاعتماد على نتائج اختبار (VIF) الذي يبين درجة تفسير كل متغير مستقل من خلال المتغيرات المستقلة

- وبلغ متوسط العائد على الأصول (0.443)، وقد يعزى تدني هذه النسبة إلى: عدم الاستقرار المالي والاقتصادي للشركات خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، وارتفاع أسعار الوقود، ورفع عمولة شركات التأمين نتيجة لعدم استقرار المنطقة، حيث بلغ الانحراف المعياري لهذه النسبة (9.71)، وقد تراوحت أدنى وأعلى قيمة بين (28.3- إلى 21.5) على التوالي.
- وأخيراً بلغ متوسط حجم الشركات الصناعية الأردنية ممثلاً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركات (16.724) وبانحراف معياري (1.505) مما يشير إلى تفاوت في حجم الشركات المشكلة لعينة الدراسة، حيث بلغ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول اصغر شركة (13.971) أما أكبر شركة ففقد بلغ (21.152).

جدول (3)

وصف المتغيرات الوهمية للدراسة

المتغير	التكرار	النسبة المئوية (%)
استقلالية مجلس الإدارة (CD)	استقلالية المجلس	54
	عدم استقلالية المجلس	6
	المجموع	60
وجود لجنة تدقيق (AC)	وجود لجنة تدقيق	45
	عدم وجود لجنة تدقيق	15
	المجموع	60

تظهر نتائج الجدول رقم (3) أن استقلالية مجلس الإدارة والمتمثل في الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة بلغ (90%) في الشركات الصناعية وهو ما يدل على التزام نسبة كبيرة من الشركات بدليل قواعد الحاكمية في استقلالية المجلس، حيث أشار الدليل إلى وجوب الفصل بين المنصبين، وذلك لكي تكون القرارات التي يتخذها أعضاء

جدول (6)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد

المعامل (Coefficient)	المتغيرات المستقلة
-0.084 (0.927)	الثابت (Intercept)
0.073 (0.044)**	حجم مجلس الإدارة (BS)
0.113 (0.668)	الملكية المؤسسية (IO)
-0.153 (0.523)	استقلالية مجلس الإدارة (CD)
-0.282 (0.096)	وجود لجنة تدقيق (AC)
0.120 (0.005)*	الرافعة المالية (FL)
1.299 (0.134)	العائد على الأصول (ROA)
-0.067 (0.276)	حجم الشركة (FS)
%16.4	Adjusted R- Squared
2.65 (0.020)	F-Statistic

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.01)$.

** ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$.

يظهر الجدول رقم (6) صلاحية نموذج الدراسة في اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الممثل في قيمة الشركة (Tobin's Q)، حيث بلغت قيمة (F-Statistic) لنموذج الدراسة (2.65) وبدلالة إحصائية عند مستوى (0.020)، وتعتبر قيمة (F-Statistic) في النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05)، وعليه فإن معامل واحد على الأقل لا يساوي صفر في هذا النموذج، حيث أنه سترفض الفرضية العدمية في كل معاملات التقدير (Coefficient)

الأخرى، حيث كان متوسط (VIF) للمتغيرات (1.26) وقد تراوحت القيم بين (1.05 و 1.73). وبحسب ما أشار إليه Gujarati (2003) إذا كان أثر المتغيرات المستقلة في اختبار (VIF) أقل من (10%) فإنه يشير إلى غياب مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity). كما وتشير نتائج (1/VIF) إلى الدقة التفسيرية لكل متغير.

ج. Breusch-Pagan:

أجرى الباحث تحليل (Breusch-Pagan)، وذلك للكشف عن مشكلة عدم تجانس البواقي، كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (5)

Breusch-Pagan-Test

Chi2(1)	2.02
Prob.>Chi2	0.1552

تظهر نتائج الجدول رقم (5) نتائج اختبار (Breusch-Pagan) تظهر غياب مشكلة عدم تجانس معامل الخطأ أو البواقي (Heteroscedasticity) التي قد تتضمنها بيانات الدراسة عند اختبار الفرضية العدمية، إذ بلغت قيمة (Chi2) (2.02) وبدلالة إحصائية عند مستوى (0.1552)، حيث يتم قبول الفرضية العدمية إذا لم يكن لتوزيع (Chi2) أي دلالة إحصائية عند مستوي (5%)، وهو ما أظهرته نتائج التحليل.

ب. نتائج تحليل الانحدار المتعدد واختبار الفرضيات:

يستعرض هذا الجزء نتائج تحليل الانحدار المتعدد الذي تم إجراؤه باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Square) إذ تعتبر هذه الطريقة من أفضل طرق التحليل المستخدمة لاختبار تأثير عدد من المتغيرات المستقلة على متغير تابع، حيث أنها تسمح للباحث بالسيطرة على العوامل المتعددة التي تؤثر على المتغير التابع في وقت واحد (Zainodin et al., 2011).

وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق وأداء الشركات.

- وفيما يتعلق باستقلالية مجلس الإدارة فلم يظهر إي دلالة إحصائية على القيمة السوقية للشركة، وقد توافقت هذه النتيجة مع دراسة *Chen et al.* (2008) الذين اعتبروا أن ازدواجية المناصب بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من الأمور الداخلية للشركة والتحديد الأمثل لها يعتمد على خصائص الشركة وهيكل الملكية لديها. كما لا توجد دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة، مما يشير إلى محدودية رقابة المؤسسات الاستثمارية على أعمال الشركات الصناعية الأردنية.

- أما المتغيرات الضابطة والمتمثل في العائد على الأصول وحجم الشركة، فلم تظهر لها أي دلالة إحصائية على القيمة السوقية للشركة، متوافقاً مع ما توصل إليه *Nakhaei* (2013) و *Hamid and* حيث اعتبر أن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بالعائد على الأصول، ودراسة *Shafana et al.* (2013) فيما يتعلق بحجم الشركة، وبالتالي لا يوجد تأثير للعائد على الأصول وحجم الشركة في زيادة قيمة الشركة السوقية.

النتائج والتوصيات

أ. أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة:

- 1- توجد علاقة إيجابية بين زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة وقيمة الشركات الصناعية الأردنية.
- 2- توجد علاقة إيجابية قوية بين زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية المتمثل في الديون والقيمة السوقية للشركة.
- 3- في حال كان وجود لجنة التدقيق مجرد أمر شكلي، بحيث لا تقوم اللجنة بالمهام الموكولة إليها حسب القانون أو في حال ضعف خبرة أعضاء اللجنة يؤثر ذلك بشكل سلبي على قيمة الشركة.
- 4- لم تظهر المتغيرات المستقلة الأخرى (الملكية المؤسسية، واستقلالية مجلس الإدارة) أو المتغيرات الضابطة (العائد على الأصول، وحجم الشركة) أي تأثير على قيمة الشركة.
- 5- على الرغم من أن دليل قواعد الشركات ألزم الشركات

عند تساويها مع صفر، كما تظهر النتائج قدرة المتغيرات المستقلة المكونة لنموذج الدراسة في تفسير ما نسبة (16%) من التغير الحاصل في قيمة الشركات الصناعية الأردنية الممثلة في عينة الدراسة، حيث بلغت قيمة (R^2 Adjusted) في النموذج المستخدم (0.164).

كما تظهر نتائج الجدول رقم (6) أيضا ما يلي: وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين الرافعة المالية وقيمة الشركة مما يدل على أن زيادة التمويل بالدين يؤثر بشكل إيجابي على فرص النمو، وهو ما يتفق مع نظرية تسلسل أولويات التمويل (Pecking Order Theory) باعتبار أن الشركة تلجأ لتمويل مشاريعها الاستثمارية المربحة باستخدام الدين عند عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية، وذلك كلما ازدادت الفرص الاستثمارية المتاحة زادت حاجة الشركة لاستخدام الدين في التمويل. وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة كل من *Adeyemi and Oboh* (2011)، *Gill and Cheng and Tzeng* (2011)، *Obradovich* (2012) حين توصلوا أن التمويل بالدين يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة.

- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين زيادة حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة، وهو ما توصل إليه الحمود وآخرون (2013) باعتبار أن حجم مجلس الإدارة يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة. ويرى *Dalton et al.* (1999) أن زيادة حجم مجلس الإدارة يقدم منفعة للشركة عن طريق تنوع خبرات أعضائه وقدرتهم على التعامل مع البيئة المحيطة بشكل أفضل، كما أشار *Dwivedi and Jain* (2005) أن زياد حجم مجلس الإدارة يعزز الحاكمية المؤسسية مما يؤدي إلى خفض تكاليف الوكالة وبالتالي زيادة قيمة الشركة.

- وجود علاقة سلبية ولكن عند مستوى (10%) بين وجود لجنة تدقيق و قيمة الشركة. ويرجع ذلك إلى نقص الخبرة لدى أعضاء لجنة التدقيق وعدم وجود أعضاء ذوي كفاءة عالية لمساعدة المجلس الإدارة في حوكمة الشركة مما يؤدي إلى زيادة عدد أعضاء المجلس والعمولة المدفوعة، وبالتالي تراجع أداء الشركة وانخفاض قيمتها، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة *Fanta et al.* (2013) فقد توصلوا إلى

تلخيص أهم التوصيات بالنقاط الآتية:

- 1- ضرورة زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة لأثر ذلك الايجابي في تنوع خبرات أعضاء المجلس واتخاذهم القرارات الاستثمارية المناسبة.
- 2- رفع مستوى الرافعة المالية لدى الشركات الصناعية لتحقيق الوفرة الضريبية، وحل مشكلة الوكالة (agency problem) الناتجة عن الفصل بين الإدارة والمالكين.
- 3- ضرورة إخضاع موظفي التدقيق الداخلي في الشركات إلى دورات تدريبية مكثفة لرفع مستواهم المهني، وإمكانية مراقبة وتقييم أداء الشركة بما يخدم مصالحها العامة.
- 4- اقتنصرت هذه الدراسة في تقصي أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة في القطاع الصناعي ولسنة واحدة فحسب، لذا قد يسمح تطبيق الدراسة على عدد من القطاعات والسنوات لإحاطة الموضوع بشكل أوسع، بالإضافة إلى إمكانية إجراء مقارنة بين القطاعات لإظهار الفرق بينها في مدى التزام الشركات بالحاكمة المؤسسية وتأثير ذلك على قيمة الشركة في كل قطاع.

المساهمة العامة بضرورة وجود لجنة تدقيق، واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة من خلال الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة إلا أن النتائج وجدت أن (15) شركة لا توجد فيها لجنة تدقيق، و(6) شركة لا يتم الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، بالإضافة إلى عدم تقيد بعض الشركات بدليل قواعد الحاكمية المؤسسية الذي وضع حد أدنى لعدد أعضاء مجلس الإدارة بـ (5).

ب. أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة:

- 1- يعتبر حجم مجلس الإدارة عاملاً مهماً في تحسين أداء الشركة، بحيث يساهم في تنوع خبرات أعضائه، وقدرتهم على التعامل مع المشكلات التي تواجه الشركة بشكل أفضل، وعليه تعتبر زيادة حجم مجلس الإدارة عنصراً مهماً في زيادة قيمة الشركة.
- 2- إن زيادة الاعتماد على الرافعة المالية في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة يعظم قدرة الشركات على النمو، وبالتالي زيادة قيمتها السوقية.

ج. التوصيات:

وبناء على النتائج التي خلصت إليها الدراسة يمكن

المراجع

المراجع العربية

- المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن.
- هيئة الأوراق المالية (2009)، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمال"، من الانترنت <http://www.sdc.com.jo>
- يحيوي، نعيمة وبوسلمة، حكيمة (2012)، "دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، مخبر مالية بنوك وإدارة الأعمال، 6-7 (5).

- الحمود، تركي راجي، السراطوي، إياد عيسى وبلوط، أسامة محمد (2013)، "أثر ممارسة الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية: (دراسة تحليلية)"، المؤتمر الثالث للعلوم المالية والمصرفية حول حاكمية الشركات والمسؤولية الاجتماعية: تجربة الأسواق الناشئة، في جامعة اليرموك، 17-18 (3)، ص.ص 71-89.
- دائرة مراقبة الشركات (1997)، قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته.
- دائرة مراقبة الشركات (2013)، دليل حوكمة الشركات الأردنية (الشركات المساهمة الخاصة، الشركات ذات المسؤولية المحدودة، الشركات المساهمة غير المدرجة في بورصة) ". قباجة، عدنان عبد المجيد (2008)، "أثر فاعلية الحوكمة

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

- AL-Hmoud, T., Sartawi, I and Balwt O. (2013), " The impact of the practice corporate governance on Firm

- performance of the Listed Companies on the Jordanian Securities Exchange " Third Conference about

- corporate governance and social Responsibility*, Yarmouk University, 17-18(3), P.P 71-89.
- Companies Control Department (1997), Companies law N0.22\1997
- Companies Control Department (2013), " corporate governance code for private shareholder companies, limited liability companies and unlisted public companies".
- Qubbaja, A. (2008), "The Impact of Corporate Governance Effectiveness on the Financial Performance of the Listed Companies on the Palestine Securities Exchange" *Doctoral thesis*, Amman Arab University, Amman, Jordan.
- Jordan Security Commission (2009), " Corporate Governance Code for corporations listed on ASE " [.http://www.sdc.com.jo](http://www.sdc.com.jo).
- yahiaoui, N, and Salmah, H. (2012) " The role of corporate governance in improving the financial performance of companies" *National Forum about corporate governance*, 6-7(5).
- المراجع الأجنبية**
- Adeyemi, S. and Oboh, C. (2011), "Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria", *International Journal of Business and Social Science*, 2(19), pp. 131-143.
- Al-Najjar, D. (2006), "Direct and Indirect Determinants of Transparency, Corporate Governance and Firm Value", *Master Thesis, Banking and Finance Department, Yarmouk University*, Irbid, Jordan.
- Berger, A., Klapper and G. Udell (2001), "The Ability of Banks to Lend to Informational Opaque Small Businesses", *Journal of Banking and Finance*, Vol.25, pp. 2127-2167.
- Berle A, Means G. (1932), "**The Modern Corporate and Private Property**", *Mcmillan*, New York.
- Black, B., Jang, H. and Kim, W. (2003), "Does Corporate Governance Affect Firm Value?" *Working Paper 327, Stanford Law School*.
- Brigham, E., and Ehrhardt, M. (2010), "Financial Management Theory and Practice" *Thomson South-Western*, United States of America.
- Cadbury, A. (1992), "**Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**", *South Quay Plaza*, Marsh Wall, London.
- Carroll, A., and Buchholtz, A. (2006), "Business and Society: Ethics and Stakeholder Management", **Sixth edition**, *Thomson- South Western*, Bason, Ohio
- Cattrysse, J. (2005), "Reflection on Corporate Governance and the Role of the Internal Auditor", *from: <http://ssrn.com/>*.
- Chen, C., Lin, J., and Yi, B. (2008), "CEO Duality and Firm Performance: An Endogenous Issue", *Corporate Ownership and Control*, 6(1), p.p 58-65.
- Cheng, M., and Tzeng, Z. (2011), "The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on this Effect", *World Journal of Management*, 3(2), pp. 30-53.
- Chung, H., and Pruitt, W. (1994), "A Simple Approximation of Tobin's Q", *Financial Management Association*, 23(3): 70- 74.
- Cremers, M., Nair, V. and Wei, C. (2004), "The congruence of shareholder and bondholder governance", *NYU Law and Economics Research Paper, New York University*, New York, Vol. 04-007.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J. and Ellstrand, A. (1999), "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis", *Academy of Management Journal*, Vol. 42, pp 674-686.
- Doukas, J., Kim, C., and Pantzalis, C. (2000), "Security Analysts, Agency Costs, and Company Characteristics", *Financial Analysts Journal*, 56(6): 54-63.
- Dwivedi, N. and Jain, A. (2005), "Corporate Governance and Performance of Indian Firm: The Effect of Board Size and Ownership", *Journal of Responsibilities and Rights*, 17(3): 161-172.

- Fanta, A., Kemal, K. and Waka, Y. (2013), "Corporate Governance and Impact on Bank Performance", *Journal of Finance and Accounting*, 1(1): 19-26.
- Gill, A. and Mathur, N. (2011), "Board size, CEO Duality, and the Value of Canadian Manufacturing Firms", *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3):1-13.
- Gill, A., and Obradovich, O., (2012),"The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms", *International Research Journal of Finance and Economics*, 91(2): 1450-2887.
- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003). "Corporate Governance and Equity Prices ". *Quarterly journal of Economic*, 118, p.p 107-155.
- Gopalsamy, N. (1998), "Corporate Governance Principles", Japan: Tokyo.
- Haniffa, R. and Hudaib, M. (2006), "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7): 1034-1062
- Jackson, I. and Nelson, J. (2004), "Profits with Principles: Seven Strategies for Delivering Value with Value", *First Edition*, Currency Doubleday, New York.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- 25- Jensen, M. (1986), "Agency Cost Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76(2): 323-329.
- Jensen, M. (1993), "The Modern Industrial Revolution Exist, and the failure of internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, PP 831-850.
- John, K. and Senebt L. (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol 22, p.p 371-403.
- Kenny, G. (2005), "**Strategic** Planning and Performance Management: Develop and Measure a Winning Strategy", *Elsevier Butterworth-Heinemann*, Oxford.
- Kester, S. (1986), "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United State and Japanese Manufacturing Corporations", *Financial Management*, Vol.13, PP 187-221.
- Kiel, G. and Nicholson, G. (2003), "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance*, 11(3): 189-205.
- Laporta, R., Lopez, D. and Shleifer, A. (2002), "Government Ownership of Commercial Banks", *Journal of Finance*, (27): 265-301.
- Maxwell, W. and Stephens, C. (2003), "The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders", *Journal of Finance*, 58: 895-919.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53: 433-43.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984), "Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Myers, S. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- Myers, S. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39: 575-592.
- Nakhaei, H. and Hamid, N. (2013), "The Relationship between Economic Values Added, Return on Assets, and Return on Equity with Market Value Added in Tehran Stock Exchange (TSE)", *Proceedings of Global Business and Finance Research Conference*, Oct. p.p 28-29.
- OECD (1999), "Principles of Corporate Governance", From: [Http://www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- OECD (2004), "OECD principles of Corporate Governance", From: [Http//www.Oecd.org](http://www.Oecd.org).
- Ramdani, D. and Witteloostuijn, A. (2010), "The Impact of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand ", *British Journal of Management*, 21(3): 607-627.

- Rechner, P. and Dalton, D. (1991), "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, 12: 155-60.
- Reed, D. (2002), "Corporate Governance Reform on Developing Countries", *Journal of Business Ethics*. 37: 223-247.
- Ross, S. (1977), "The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, 8(1): 23-40.
- Rouf, M. (2011), "The Relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh", *the International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(3): 237-244.
- Sarbanes, P. and Oxley, M. (2002), "Sarbanes-Oxley Act of 2002", *A Congress*, Washington DC.
- Shafana, M., Rimziya, A and Jariya, A. (2013), "Relationship between Stock Returns and Firm Size, and Book-To-Market Equity: Empirical Evidence from Selected Companies Listed on Milanka Price Index in Colombo Stock Exchange", *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 4(2): 217-225.
- Shil. N. (2008), "Accounting for good Corporate Governance", *Journal of Administration and Governance*, 3(1): 22-31.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52: 737-784.
- Toledo, E. (2009), "The Relationship between Corporate Governance and Firm Value: A Simultaneous Equations Approach for Analyzing the Case of Spain", *CAAA Annual Conference*, Jan (10).
- Tornyeva, K. and Wereko, T. 2012), "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Insurance Sector of Ghana", *European Journal of Business and Management*, 4(13).
- Weir, C., Laing, D. and McKnight, P. (2002), "Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies", *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(5, 6) : 579-611.
- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with Small Boards of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40: 185-213.
- Zainodin, H., Noraini, A. and Yap S. (2011), "An Alternative Multicollinearity Approach in Solving Multiple Regression Problem", *Trends in Applied Science Research*, 6(11): 1241-1255.

The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on Value of Firms Listed on Amman Stock Exchange

Mohammad H. Abweeni¹, Ahmad M. Al-Omari²

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the impact of corporate governance and financial leverage level on the value of companies in Jordan, using a sample of (60) manufacturing companies listed on the Amman Stock Exchange for the year (2012). Corporate Governance was measured by: board size, board independence, institutional ownership and audit committee. While the firm value was measured by: Tobin's Q. Return on assets, and firm size were used as control variables. The Ordinary Least Square was used to conduct this study. The results show a highly significant positive relationship between financial leverage and value of firm, it also indicates a significant positive relationship between board size and value of firm, while the audit committee negatively affects the value of the firm at the 0.10 level. In contrast, board independence, institutional ownership, ROA and firm size have no effect on the value of the firm. Based on the results, the study recommends that the board of directors should have more members, allowing for more diversified experience and problem solving skills which may lead to better decision making, in addition to increasing the financial leverage level for tax purposes, as well as being a means of minimizing agency problems.

Keywords: Corporate Governance, Financial Leverage, Firm Value, Amman Stock Exchange.

¹Lecturer, Department of Accounting, Faculty of Economics & Administrative Sciences, Yarmouk University, Irbid-Jordan. mohamad.abwini@yu.edu.jo

²Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics & Administrative Sciences, Yarmouk University, Irbid-Jordan. aalomari@yu.edu.jo

Received on 8/4/2015 and Accepted for Publication on 10/3/2016.