

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات وأثرها في قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات الخدمية المساهمة المدرجة في

بورصة عمان

د. نضال عمر زلوم

أستاذ مساعد

جامعة البلقاء التطبيقية - كلية الإدارة والتخطيط

السلط - الأردن

ملخص: هدفت الدراسة إلى استكشاف مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، من خلال تصنيف القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات إلى أربعة مجموعات (القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية). كما هدفت الدراسة إلى اختبار أثر القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في قيمة الشركة لدى الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، من خلال دراسة أثر كل مجموعة من القواعد الخاصة بحوكمة الشركات في قيمة الشركة. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب تحليل المحتوى (المضمون) من واقع التقارير السنوية للشركات الخدمية، من خلال تطبيق مؤشر معد خصيصاً للشركات المساهمة العامة الأردنية، وبلغت عينة الدراسة 109 شركة لعام 2009. واستخدم الباحث تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في قيمة الشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن أعلى مستوى التزام بلغ للقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية (95%)، وأن أقل مستوى التزام بلغ للقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة (86%). أما فيما يتعلق بأثر القواعد الإرشادية لحوكمة الشركات للمجموعات الأربعة أعلاه في قيمة الشركة في الشركات الخدمية الأردنية، توصلت الدراسة بأنه لا يوجد أي أثر لهذه القواعد لكل مجموعة في قيمة الشركة. وذلك لغياب الوعي بأهمية قواعد الحوكمة في قيمة الشركة من قبل المستثمرين والمشرعين، والذي قد يكون السبب الرئيسي لعدم وجود هذا التأثير.

الكلمات الدالة: الالتزام، القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات، الشركات الخدمية الأردنية، نموذج Tobin's q، قيمة الشركة.

The Compliance of Corporate Governance Codes and its Effect on Company's Value: The Case of Jordan

Abstract: The study explored the compliance of Corporate Governance Codes (CGC) for Jordanian Services companies. The CGC are divided into four groups: board of director codes, general assembly meetings codes, shareholders rights codes, disclosure and transparency codes. In addition, the

study examined the effect of each group of CGC on the company's value for Jordanian services companies.

A content analysis design was adopted and a CGC index was constructed covering all the activities related to the four groups above. A sample of 109 services companies for the year 2009 was selected to fulfill the objectives of the study. Quantitative methods were employed using statistical techniques in order to test the hypotheses of this study. In regards the compliance of CGC, the study found that the highest compliance was for disclosure and transparency codes (95%), where the lowest compliance was for general assembly meetings codes (86%). In regards the effect of each group of CGC on the company's value for Jordanian services companies, the study revealed that there is no effect of each groups of CGC on the company's value. The absence of realization of the importance of CGC on the company's value from investors and regulators could be the major reason for

Key words: Compliance, Corporate Governance Codes, Company's value, Jordanian services companies

1 . مقدمة

أبرزت الفضائح المالية والانتهاكات الأخيرة لكثير من الشركات، وتأثيرها السلبي على كل من الأسواق المالية وثقة المستثمرين (أبو عجيلة وحمدان، 2010؛ Bonna, 2012). الحاجة الملحة لتشريعات جديدة لتنظيم ممارسات حوكمة الشركات (Berthelot et. al, 2009)، نظراً لما تحققه قواعد الحوكمة من شفافية ومصداقية للمعلومات الخاصة بالشركات (Jo & Harjoto, 2011; Kang & Kim, 2011)، وحفظ حقوق أصحاب المصالح المرتبطة بها (Ammann et. al, 2011). وفي ضوء ذلك أصدر مجلس المفوضين في الأردن بتاريخ 2008/7/29 دليلاً يحتوي قواعد إرشادية لحوكمة الشركات المساهمة الدرجة في بورصة عمان والواجب الإفصاح عن مدى تطبيقها اعتباراً من 2009/1/1 (الساكت، 2010). وتستند هذه القواعد في إعدادها إلى مجموعة من التشريعات من أهمها قانون الأوراق المالية، وقانون الشركات، والمبادئ الدولية التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، 2010). إذ تنفذ الشركات قواعد حوكمة الشركات للحصول على استحقاقات مختلفة منها: تخفيض التكاليف وزيادة قدرة الشركة على تخفيض أسعار منتجاتها (الحلبي، 2009)، تحسين الأداء المؤسسي ودعم القدرة التنافسية للشركة (محفوظ، 2009)، فضلاً عن دورها في تعظيم ثروة المساهمين والتي تمثل قيمة الشركة ممثلة بالقيمة السوقية للشركة كخطوة مهمة لتعظيم ثروة المساهمين (Gill & Obradovich, 2012).

وعلى الرغم من وجود العديد من الدراسات التي تحقق في أثر قواعد الإرشادية لحوكمة الشركات في قيمة الشركة إلا أن نتائجها كانت غير حاسمة من حيث وجود الأثر أو اتجاه الأثر

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

(Cheung et. al, 2011; Chhaochharia & Grinstein, 2007)، كما أن هنالك اختلافات بين الأسواق المتقدمة والأسواق النامية من حيث بيئة القوانين (Baek et. al, 2004)، فضلا عن وجود اختلاف في بيئة القوانين بين الأسواق النامية (Durnev & Fauver, 2008; Shleifer & Vishny, 2000). ونظراً لأن دراسة أثر قواعد الإرشادية لحوكمة الشركات في قيمة الشركة في الدول النامية لا تزال غير كافية (Mashayekhi & Bazzb, 2008)، كما أن الإفصاح عن مدى الالتزام بقواعد الإرشادية لحوكمة الشركات في الشركات المساهمة العامة الأردنية أصبح واجب التطبيق اعتباراً من 2009/1/1 (مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، 2010). لذا فإن المسألة الأساسية التي يتناولها الباحث هي دراسة الإفصاح عن مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية لدليل حوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية وأثرها في قيمة الشركة.

2. أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة في كونها تتيح الفرصة للتعرف على مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية لدليل حوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية اعتباراً من 2009/1/1 ميلادي (مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، 2010)، وتحليل أثر هذه القواعد في قيمة الشركة، كما تستمد هذه الدراسة أهميتها من كونها:

- 1- تعمل على تحديد أربع مجموعات من القواعد الخاصة بحوكمة الشركات وفق دليل حوكمة الشركات الدرجة في بورصة عمان وتحليل أثرها في قيمة الشركة في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.
 - 2- تستخدم أسلوبين للقياس الأسلوب الأول: قياس قيمة الشركة وفقاً لثلاثة نماذج هي القيمة السوقية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نموذج Tobin's q، الأسلوب الثاني يتم فيه استخدام مؤشر القواعد الإرشادية لحوكمة الشركات الثنائي كمقياس لحوكمة الشركات.
 - 3- ستنجح للباحثين مقارنة النتائج مع نتائج الدراسات للقطاعات الأخرى، ومقارنة نتائج البلدان أخرى مع النتائج التي استخرجت في الأردن.
- ### 3. أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- الإفصاح عن مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية لدليل حوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

د. نضال زلوم

2- قياس أثر مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية لدليل حوكمة الشركات في قيمة الشركة في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

4. مشكلة الدراسة:

يعد التعرف على مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية ذو أهمية، لما يوفره الالتزام من معلومات تساعد في اتخاذ القرار المناسب من قبل متخذي القرار الأمر الذي قد يؤثر في قيمة الشركة، ويمكن التعبير عن مشكلة الدراسة من خلال التساؤلات الآتية:

1- هل تلتزم الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات؟

2- هل يوجد أثر لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية؟

3- هل يوجد أثر لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية؟

4- هل يوجد أثر لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية؟

5. فرضيات الدراسة :

تبحث الدراسة في الفرضيات الآتية:

1- لا تلتزم الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات.

2- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

3- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

4- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

6. الخلفية النظرية

6.1 الدراسات السابقة:

من خلال اطلاع الباحث على الدراسات السابقة، وجد أن الدراسات المحلية المتعلقة بأثر القواعد الخاصة بحوكمة الشركات في قيمة الشركة قليلة إلى حد ما، وفيما يلي عرض للدراسات السابقة المتعلقة بجانب من الموضوع وذات العلاقة:

استهدفت دراسة (Garay & Gonzalez, 2008) اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة، وتقييم حوكمة الشركات في فنزويلا، لعينة مؤلفة من خمس وأربعين شركة، وتوصلت الدراسة لوجود علاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة، كما وجدت علاقة طردية بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة.

أما دراسة (Morey et. al, 2008)، فاستهدفت الإجابة عن السؤال التالي: هل حوكمة الشركات الأفضل تؤدي إلى تقييم أعلى للشركات في الأسواق النامية؟ خلال الفترة 2001-2006، لعينة مؤلفة من 200 شركة مأخوذة من 21 دولة من الدول النامية، وقد أظهرت النتائج أن التحسن في تطبيق حوكمة الشركات يؤدي إلى تحسن في قيمة الشركة.

كما استهدفت دراسة (حلبى، 2009) بيان دور الحوكمة في زيادة ربحية الشركات الصناعية الخاصة في سورية لعينة مؤلفة من خمسة عشر مديراً تنفيذياً وعشرة أعضاء من أصحاب الشركات وأعضاء ورؤساء مجالس إدارات لعدد من الشركات الصناعية الخاصة في سورية، وقد أظهرت النتائج وجود اختلافات إدارية في درجة الاعتماد على الهيكل التنظيمي ومستوى الشفافية والإفصاح في اتخاذ القرارات الاقتصادية وزيادة الربحية.

وتناولت دراسة (الشريف وابو عجيلة، 2009) اختبار مدى وجود علاقة بين جودة الأرباح وبين جوانب الحاكمية المؤسسية، لعينة مؤلفة من خمس وأربعين شركة من الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة من 2001-2007 بواقع 315 مشاهدة. أظهرت النتائج أن هناك علاقة طردية لاستقلالية (حيادية) لجنة التدقيق وبين جودة الأرباح، ووجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح وبين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة.

وجاءت دراسة (Cheung et. al, 2011) لتلقي الضوء على العلاقة بين التغيرات في نوعية ممارسات حوكمة الشركات وقيمة الشركة للشركات الكبيرة المدرجة في بورصة هونغ كونغ، خلال الفترة 2002-2005 لعينة مؤلفة من 510 شركات. وقد أظهرت النتائج أن الشركات التي تظهر تحسينات في نوعية حوكمة الشركات تؤدي مع مرور الوقت إلى تحسن في قيمة الشركة،

د. نضال زلوم

كما أن الشركات التي تظهر تدهور في نوعية حوكمة الشركات تميل إلى الانخفاض في قيمة الشركة بغض النظر عن حجم الشركة.

في حين قامت دراسة (Balasubramanian et. al, 2010) باختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة للشركات الهندية. خلال الفترة 2002-2005 لعينة مؤلفة من 370 شركة من الشركات الهندية، وقد أظهرت النتائج أن معظم الشركات قد أوفت بقواعد استقلال مجلس الإدارة وفق القانون الهندي، وأن رئيس مجلس الإدارة غالباً ما يمثل مجموعة من رجال الأعمال المسيطرين، كما أن الشركات تمتلك لمتطلبات لجنة التدقيق وملتزمة بمتطلبات المعاملات مع الأطراف ذات العلاقة، أما حول العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة فقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة، وأن حقوق المساهمين تؤثر إيجابياً في قيمة الشركة.

وتناولت دراسة (Ammann et. al, 2011) اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة خلال الفترة 2003-2007، لعينة مؤلفة من 6663 شركة من 22 دولة متقدمة منها) استراليا، النمسا، كندا، فرنسا)، وقد أظهرت النتائج أن هناك أثراً إيجابياً قوياً بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة، كما أظهرت أن الاهتمام بممارسات حوكمة الشركات يدفع للاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية للشركات بغض النظر كانت السمات مجتمعة (المكونة من 64 بند) أو كل بند على حدة.

أما دراسة (Gill & Obradovich, 2012)، فاستهدفت اختبار أثر حوكمة الشركات والرافعة المالية في قيمة الشركة للشركات الأمريكية خلال الفترة 2009-2011، لعينة مؤلفة من 333 شركة مدرجة في بورصة نيويورك، وقد أظهرت النتائج أن كبر حجم مجلس الإدارة يؤثر سلباً في قيمة الشركة، كما أظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين كل من لجنة التدقيق والرافعة المالية وحجم الشركة والعائد على الأصول في قيمة الشركة، كما أن أثر ممارسات حوكمة الشركات والرافعة المالية تختلف بين قطاع الصناعة وقطاع الخدمات.

6. 2 متغيرات الدراسة:

6. 2. 1 الفقرات الخاصة بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات (المتغير المستقل):

لقد أصدر مجلس المفوضين في بورصة عمان قواعد لحوكمة الشركات، والتي تتضمن قواعد إلزامية حكما وهي القواعد الآمرة والعامّة مستندة لقوانين ملزمة وعلى الشركات المساهمة العامة الالتزام بها، كما تتضمن على قواعد إرشادية يجب الالتزام بالإفصاح عنها من قبل الشركات

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

المساهمة العامة وفق أسلوب الالتزام أو تفسير عدم الالتزام، والذي يعني أن تلتزم الشركات بالإفصاح عن القواعد الإرشادية، وفي حال عدم الالتزام بأي من هذه القواعد الإرشادية يجب على الشركة تفسير وذكر أسباب عدم الالتزام، فقد صدر إقرار دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بموجب قرار مجلس المفوضين بتاريخ 2008/7/29، ويعتبر عام 2009 العام الفعلي لتطبيقها، وتضمن دليل قواعد حوكمة الشركات أربع مجموعات من القواعد الخاصة بحوكمة الشركات وفق الأتي (مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، 2012):

- 1- خصص الباب الثاني لدليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لمجموعة القواعد الخاصة بمجلس إدارة الشركة حيث تناول هذا الباب القواعد الخاصة بـ: تكوين مجلس الإدارة، مهام وصلاحيات مجلس الإدارة ومسؤولياتها، دوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية في الشركة، لجان المجلس واستقلاليتها بما فيها لجنة التدقيق ولجنة الترشيحات والمكافآت، اجتماعات مجلس الإدارة.
- 2- خصص الباب الثالث لدليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لمجموعة القواعد الخاصة باجتماعات الهيئة العامة للشركة، حيث تناول هذا الباب القواعد الخاصة بـ: اختيار مجلس الإدارة، حقهم في الحصول على المعلومات والمشاركة الفاعلة في اجتماعات الهيئة العامة للشركة، كيفية اجتماع الهيئة العامة للشركة، حق المساهمين في التصويت باجتماعات الهيئة العامة للشركة.
- 3- خصص الباب الرابع لدليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لمجموعة القواعد الخاصة بحقوق المساهمين، حيث تناول هذا الباب القواعد الخاصة بالإجراءات الضامنة لحصول المساهمين على حقوقهم بما يحقق العدالة والمساواة بين المساهمين.
- 4- خصص الباب الخامس لدليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لمجموعة القواعد الخاصة بالإفصاح والشفافية، حيث تناول هذا الباب القواعد الخاصة بـ: السياسات والإجراءات عن المعلومات الخاصة بالشركة بما فيها الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين في الشركة.

6. 2. 2 الفقرات الخاصة بقيمة الشركة (المتغير التابع):

يُعدُّ التقييم عملية لتقدير المبلغ (سعر البيع) الذي يمكن تحديده لقيمة الأصل بين أطراف على اطلاع ودراية ورغبة في التعامل، حيث يتم تحديد القيمة من خلال عملية تتم على أسس تجارية (Maliene, et al., 2010). ووفقاً لذلك يرى (Kohli & Saha, 2008) أن المقياس الأفضل لقياس قيمة الشركة هو نموذج القيمة السوقية (سعر السائد في السوق المالي)، وهو ما يعكس السعر المستعد أن يدفعه المستثمرين كئمن لأصول الشركة (Stowe et al. 2002)، والذي يقيس سعر الأسهم الشركة المتداولة فعلياً في البورصة في نهاية السنة، ويتم قياسها من خلال ضرب سعر إغلاق السهم في نهاية العام في عدد الأسهم المتداولة (السعايدة، 1996؛ محفوظ، 2009؛ Kohli & Saha, 2008). وبغرض تقييم نموذج القيمة السوقية يتم استخدام نماذج للتقييم منها نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Lee et al., 2008; Stowe et al., 2002)، والذي يقاس بقسمة سعر إغلاق السهم يوم نهاية السنة المالية على القيمة الدفترية للسهم (عقل، 2010؛ محفوظ، 2009؛ بورصة عمان، 2012)، حيث القيمة الدفترية للسهم: هي حقوق الملكية إلى عدد الأسهم المتداولة. فإذا كانت النسبة تزيد عن الواحد صحيح فإن الاستثمار مربحاً ويؤدي لزيادة في قيمة الشركة؛ أي أن القيمة السوقية للشركة أعلى من القيمة الدفترية للشركة. ويرى كل من (Anderson et al., 2008; Stowe et al., 2002) أن استخدام نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أقل فائدة في عملية تقييم نموذج القيمة السوقية؛ لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار المتغيرات المستقبلية، مثل التنبؤ بالتدفقات النقدية التي تؤثر على قيمة السهم، ومن هنا اقترح (Chung & Pruitt, 1994) استخدام نهج موجه نحو تقييم السوق وهو ما يعرف بنموذج Tobin's q، وهي طريقة استخدمها James Tobin's عام 1969 للتنبؤ بالقيمة السوقية للشركة وأدائها المستقبلي، ويعتبر نموذج Tobin's Q واحداً من النماذج التقييم الأكثر قبولاً وذلك لسهولة حسابها وتفسيرها (Bonna, 2012)، 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 ما يعني أن هنالك فرص أفضل للاستثمار ومؤشر على أداء الإدارة الجيدة (Wolfe & Sauaia, 2003)، ويتم قياس نموذج Tobin's Q بقسمة القيمة السوقية للرصيد القائم لرأس المال على تكلفة إحلاله (Reddy et al. 2008; Switzer & Tang, 2009; Brown & Caylor, 2004; Black et al., 2003; Gompers et al., 2003; Demsetz & Villalonga, 2001; Chung & Pruitt, 1994).

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

والنموذج الأساسي لاحتساب $Q =$ القيمة السوقية/ القيمة الاستبدالية للأصول ونظرا لصعوبة تقدير القيمة الاستبدالية للأصول، سيقوم الباحث باستخدام التكلفة التاريخية للأصول بدلا منها (Dehning & Startopoulos, 2002; Bharadwaj et al., 1999; Hitt & Brynjolfsson . 1996; Chung & Pruitt, 1994) ، كما أن القيمة السوقية هي عدد أسهم الشركة في نهاية العام مضروب في أسعار إغلاقها (السعيدة، 1996؛ محفوظ، 2009؛ Kohli & Saha, 2008). وبالتالي أصبحت المعادلة كالتالي:

$$Q = (\text{عدد أسهم الشركة في نهاية العام} * \text{أسعار إغلاقها}) / \text{التكلفة التاريخية للأصول}$$

ومما سبق فقد استخدم الباحث المؤشرات الثلاثة السابقة لقياس قيمة الشركة.

7. منهجية الدراسة:

يتناول هذا الجزء تحديد نوع المجتمع وحجمه، وتحديد نوع البيانات ومصدرها وأدوات جمعها من خلال بناء مؤشر قواعد حوكمة الشركات حيث يبين العناصر التي يضمها هذا المؤشر، وتطوير نموذج الانحدار لقياس أثر قواعد حوكمة الشركات في قيمة الشركة.

7.1 مجتمع وعينة الدراسة:

تكون مجتمع الدراسة من الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، وقد بلغ عدد الشركات المشمولة في مجتمع الدراسة (123) شركة وفق لتصنيف بورصة عمان (بورصة عمان، 2010). أن مبررات اختيار المجتمع من الشركات الخدمية فقط تعود إلى :

أ- يعد القطاع الخدمي ذا أهمية وطبيعة استراتيجية، حيث إن إسهام القطاع الخدمي في الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2009 بلغ 70% وذلك وفقا لتصريحات وزير الصناعة والتجارة (العماري، 2012) كما يشكل حوالي 73% من مجمل الاقتصاد الأردني (فهيم، 2010).

ب- يحظى هذا القطاع بالمرتبة الأولى في تشغيل اليد العاملة في الأردن بمعدل (60.5%) من إجمالي العاملين في سوق العمل الأردني (وزارة العمل، 2012).

وقد قام الباحث بإجراء المسح الشامل لمجتمع الدراسة بحيث يتم اختيار الشركات ضمن عينة الدراسة إذا حققت الشروط التالية:

- 1- تمثل الشركات الخدمية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.
- 2- أن لا تكون الشركة قد تعرضت إلى عملية اندماج خلال فترة الدراسة؛ وذلك لأن عملية الاندماج تؤثر على قياس قيمة الشركة.
- 3- توفر جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات نموذج الدراسة.

د. نضال زلوم

4- أن تكون الشركات متداولة في بورصة عمان خلال عام 2009 دون غيره من الأعوام؛ لأنه العام الذي يلي إقرار الإفصاح عن مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية لدليل حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان.

وبناءً على الأسس السابقة فقد تم استبعاد (14) شركة خدمية، ولقد بلغ عدد الشركات التي تنطبق عليها شروط المجتمع (109) شركة والتي تشكل ما نسبته (89%) من الشركات المكونة لمجتمع الدراسة والبالغ عددها (123) شركة، وكان عدد التقارير المالية السنوية لهذه الشركات (109) تقريراً، والتي تم الحصول عليها من الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية (هيئة الأوراق المالية، 2012)، للعام 2009. ويعرض الجدول (1) عينة الدراسة وعدد ونسبة الشركات المستبعدة.

الجدول (1): عينة الدراسة وعدد ونسبة الشركات المستبعدة

الشركات					
المدرجة		المستبعدة		عينة الدراسة	
العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة
123	100%	14	11%	109	89%

7. 2 مصادر جمع البيانات:

تم جمع البيانات من خلال المصادر والمراجع العلمية والكتب والبحوث والمقالات وذلك من خلال إجراء مسح لهذه المصادر في المكتبات وعبر شبكة الإنترنت في مجال الدراسة، كما تم تحليل محتوى التقارير المالية للشركات الخدمية للحصول على البيانات الخاصة بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات والمؤشرات الخاصة بقيمة الشركة.

7. 3 أسلوب قياس الإفصاح عن القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات:

قام الباحث بإعداد مؤشر للإفصاح عن مدى الالتزام بالقواعد الإرشادية لدليل حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان كما يظهر في الملحق (1)، وذلك وفق الأجزاء الآتية:

الجزء الأول- يتكون من 36 فقرة استهدفت معرفة مستوى الإفصاح عن مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة.

الجزء الثاني- يتكون من 5 فقرات استهدفت معرفة مستوى الإفصاح عن مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة.

الجزء الثالث- يتكون من 6 فقرات استهدفت معرفة مستوى الإفصاح عن مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين.

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

الجزء الرابع - يتكون من 12 فقرة استهدفت معرفة مستوى الإفصاح عن مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية.

ولتقييم مؤشر الإفصاح عن مدى الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات تم وضع الدرجة (1) في حالة الالتزام بتطبيق الفقرة ودرجة (0) في حالة عدم الالتزام بتطبيق تلك الفقرة (Ammann et. al, 2011; Cheung et. al, 2011)، بحيث تحظى جميع الفقرات على القدر نفسه من الأهمية (Ammann et. al, 2011)، والمؤشر يقيس نسبة قيمة عدد العناصر التي تم الالتزام بها مقسوما على العناصر الكلية التي يتضمنها مؤشر الإفصاح.

7. 3. 2 الفقرات الخاصة بقياس قيمة الشركة:

استخدم الباحث المؤشرات الثلاثة الآتية لقياس قيمة الشركة:

1- نموذج القيمة السوقية (سعر السائد في السوق المالي)، ويتم قياسها من خلال ضرب سعر إغلاق السهم في نهاية العام في عدد الأسهم المتداولة (السعايدة، 1996؛ محفوظ، 2009؛ Kohli & Saha, 2008).

2- نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Lee et. al., 2008; Stowe et al., 2002)، والذي يقاس بقسمة سعر إغلاق السهم يوم نهاية السنة المالية على القيمة الدفترية للسهم (عقل، 2010؛ محفوظ، 2009؛ بورصة عمان، 2012)، حيث القيمة الدفترية للسهم: هي حقوق الملكية إلى عدد الأسهم المتداولة.

3- بنموذج Tobin's q، يقاس كالتالي (السعايدة، 1996؛ محفوظ، 2009؛ Kohli & Saha, 2008):

$$Q = (\text{عدد أسهم الشركة في نهاية العام} * \text{أسعار إغلاقها}) / \text{التكلفة التاريخية للأصول}$$

8. التحليل الإحصائي:

يتضمن هذا الجزء مستوى الإفصاح عن القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات على مجتمع الدراسة، ثم اختبار الفرضيات.

8. 1 مستوى الإفصاح عن القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

يعرض الجدول (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لكل من القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

د. نضال زلوم

جدول (2): الإحصاءات الوصفية الإفصاح عن مدى الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية

المتغيرات	النسبة المئوية للالتزام
الإفصاح عن مدى الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة	91%
الإفصاح عن مدى الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة	86%
الإفصاح عن مدى الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين	88%
الإفصاح عن مدى الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية	95%

الجدول (2) يوضح نسبة الالتزام للقواعد الأربعة الرئيسية المكونة لمؤشر الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات كما يبين نسبة الالتزام الكلي للمؤشر والتي تم احتسابها كما يلي:

نسبة الالتزام الكلي = عدد العناصر الملتزم بها ÷ عدد عناصر مؤشر الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات الكلي. كما يوضح الجدول (2) أن أعلى مستوى إفصاح للقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية حيث بلغت (95%)، وأن أقل مستوى إفصاح للقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة حيث بلغت (86%).

8.2 اختبار فرضيات الدراسة:

قاعدة القرار: تقبل الفرضية العدمية إذا كان المتغير ذو مستوى دلالة إحصائياً عند مستوى أكبر من (0.05)، ولا تقبل الفرضية العدمية إذا كان المتغير ذو مستوى دلالة إحصائياً عند مستوى أقل من (0.05).

8.2.1 الفرضية الأولى:

- لا تلتزم الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات. وللإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء اختبار (One sample test).

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

الجدول (3): نتائج اختبار (ت) للقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

مستوى الدلالة	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات
0.000	4.05	%91	القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة
0.000	1.21	%86	القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة
0.000	1.35	%88	القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين
0.000	0.89	%95	القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية

يوضح الجدول (3) اختبار (ت) للقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، وتشير النتائج أن مستوى الدلالة للقواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.000)، أن مستوى الدلالة الإحصائية للقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.000)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية للقواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.000)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية للقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.000)، وبما أن هذه العوامل ذات دلالة إحصائية عند مستوى أقل من (0.050) ووفقاً لقاعدة القرار لا نقبل الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، وهو أن الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية تلتزم بالقواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة والقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة والقواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين والقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية.

8. 2. 1 الفرضية الثانية:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

وللإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء اختبار تحليل الانحدار المتعدد من أجل التعرف على تأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية كما في الجدول (4). بحيث أن نموذج الانحدار الخطي ظهر كالتالي:

$$*MV = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + e$$

*مع العلم بأن: MV: القيمة السوقية، B: ميل المعاملات، X₁: القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، X₂: القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، X₃: القواعد

د. نضال زلوم

الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، X_4 : القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية، E: الخطأ المعياري.

الجدول (4): نتائج اختبار تحليل الانحدار لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية

* $MV = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + e$					النموذج
X_4	X_3	X_2	X_1	المتغيرات المستقلة	
0.157	0.124	0.098	-0.023	القيمة	
0.886	1.013	0.871	-0.652	T المحسوبة	
0.378	0.314	0.386	0.516	0.158	مستوى الدلالة
				109	عدد المشاهدات
				0.247	R
				1.691	F المحسوبة

* مع العلم بأن: MV : القيمة السوقية، B: ميل المعاملات، X_1 : القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، X_2 : القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، X_3 : القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، X_4 : القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية، E: الخطأ المعياري.

يوضح الجدول (4) اختبار تحليل الانحدار لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، وتشير النتائج إلى:

1- أن مستوى الدلالة لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.158)، وأن هذا العامل ذو مستوى دلالة إحصائياً عند مستوى أكبر من (0.05) ووفقاً لقاعدة القرار نقبل الفرضية العدمية ولا نقبل الفرضية البديلة، وهو أنه لا يوجد أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

2 - أن مستوى الدلالة لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.516)، وان مستوى الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة في القيمة السوقية في الشركات

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.386)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.314)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.378)، وبما أن هذه العوامل ذات دلالة إحصائية عند مستوى أكبر من (0.05) ووفقاً لقاعدة القرار نقبل الفرضية العدمية ولا نقبل الفرضية البديلة، وهو أنه لا يوجد أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة والقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة والقواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين والقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في القيمة السوقية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

8. 2. 2 الفرضية الثالثة:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية. وللإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء اختبار تحليل الانحدار المتعدد من أجل التعرف على تأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية كما في الجدول (5). بحيث أن نموذج الانحدار

$$\text{الخطي ظهر كالتالي: } *MV/BV = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + e$$

* مع العلم بأن: MV/BV : القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، B : ميل المعاملات، X_1 : القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، X_2 : القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، X_3 : القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، X_4 : القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية، E : الخطأ المعياري.

الجدول (5): نتائج اختبار تحليل الانحدار لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية

النموذج				
$* MV/BV = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + e$				
X ₄	X ₃	X ₂	X ₁	المتغيرات المستقلة
0.017	0.020-	0.024	0.007-	القيمة
0.595	0.979-	1.308	1.292-	T المحسوبة
0.553	0.330	0.194	0.199	مستوى الدلالة
				عدد المشاهدات
				109
				R
				0.196
				F المحسوبة
				1.040

* مع العلم بأن: MV/BV: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، B: ميل المعاملات، X₁: القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، X₂: القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، X₃: القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، X₄: القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية، E: الخطأ المعياري.

يوضح الجدول (5) اختبار تحليل الانحدار لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، وتشير النتائج إلى:

1- أن مستوى الدلالة لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.390)، وأن هذا العامل ذو مستوى دلالة إحصائياً عند مستوى أكبر من (0.05) ووفقاً لقاعدة القرار نقبل الفرضية العدمية ولا نقبل الفرضية البديلة، وهو أنه لا يوجد أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

2 - أن مستوى الدلالة لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.199)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.194)، وأن مستوى

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.330)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.553)، وبما أن هذه العوامل ذات دلالة إحصائية عند مستوى أكبر من (0.05) ووفقاً لقاعدة القرار نقبل الفرضية العدمية ولا نقبل الفرضية البديلة، وهو أنه لا يوجد أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة والقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة والقواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين والقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

8. 2. 3 الفرضية الرابعة:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية بحوكمة الشركات في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

وللإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء اختبار تحليل الانحدار المتعدد من أجل التعرف على تأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية كما في الجدول (6). بحيث أن نموذج الانحدار الخطي ظهر كالتالي:

$$* Q = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + e$$

*مع العلم بأن: Q: نموذج Tobin's q، B: ميل المعاملات، X_1 : القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، X_2 : القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، X_3 : القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، X_4 : القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية، E: الخطأ المعياري.

الجدول (6): نتائج اختبار تحليل الانحدار لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في

نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية

النموذج					
* $Q = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + e$					
X_4	X_3	X_2	X_1	المتغيرات المستقلة	
0.000	0.001	0.007	0.004-	القيمة	
0.005-	0.122	1.079	1.951-	T المحسوبة	
0.996	0.903	0.283	0.054	0.319	مستوى الدلالة

د. نضال زلوم

	109	عدد المشاهدات
	0.209	R
	1.191	F المحسوبة

* مع العلم بأن: Q: نموذج Tobin's q، B: ميل المعاملات، X_1 : القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، X_2 : القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، X_3 : القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، X_4 : القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية، E: الخطأ المعياري.

يوضح الجدول (6) اختبار تحليل الانحدار لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، وتشير النتائج إلى:

1- أن مستوى الدلالة لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.319)، وأن هذا العامل ذو مستوى دلالة إحصائياً عند مستوى أكبر من (0.05) ووفقاً لقاعدة القرار نقبل الفرضية العدمية ولا نقبل الفرضية البديلة، وهو أنه لا يوجد أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

2 - أن مستوى الدلالة لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.054)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.283)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.903)، وأن مستوى الدلالة الإحصائية لتأثير القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية بلغ (0.996)، وبما أن هذه العوامل ذات دلالة إحصائياً عند مستوى أكبر من (0.05) ووفقاً لقاعدة القرار نقبل الفرضية العدمية ولا نقبل الفرضية البديلة، وهو أنه لا يوجد أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة والقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة والقواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين والقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في نموذج Tobin's q في الشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية.

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

9. نتائج الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات الخدمية المساهمة الأردنية وأثر ذلك في قيمة الشركة، حيث أظهرت النتائج أن مستوى الالتزام بالشركات بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات يقع بين (86% - 95%)، ما يعني أن هناك ارتفاعاً في الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات (القواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، القواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، القواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، القواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية). ويعود ذلك إلى اعتقاد الشركات أن الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات التي أصدرها مفوضي هيئة الأوراق المالية تهدف لتحسين حوكمة الشركات، الأمر الذي قد يساعد على انخفاض ظاهرة تناقض المصالح والمساهمة في عمليات اتخاذ القرار، وربما يعود للدور الرقابي الذي تلعبه هيئة الأوراق المالية في التحقق من الالتزام بالشركات بالإفصاح عن القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات، وتشديد العقوبات على الشركات غير الملتزمة بتعليمات الإفصاح سواء من خلال نشر أسماء الشركات غير الملتزمة أو إنذارها أو وقفها عن التداول في بورصة عمان.

كما أظهرت الدراسة أن الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة، والقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة، والقواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين، والقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية لا تؤثر في قيمة الشركة. ويتم تفسير ذلك كما هو مبين أدناه:

أ- يمكن تفسير عدم تأثر قيمة الشركة في ظل ارتفاع مستوى الالتزام بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات إلى الترابط العضوي بين حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادية الذي تعيشه المرحلة، بالإضافة إلى أنه قد يكون من المحتمل أن يكون هنالك متغيرات أخرى لم تغطيتها هذه الدراسة (على سبيل المثال القواعد الإرشادية الخاصة بالمسؤولية الاجتماعية)، وهذه النتائج جاءت مطابقة لما جاءت به الدراسات

(Chen et. al, 2010; Switzer & Tang, 2009; Ammann et. al, 2011; Black et. al, 2006; Black et. al, 2012; Cheung et. al, 2011; Garay & Gonzalez, 2008; Lee & Chen, 2011; Balasubramanian et. al, 2010).

ب- يمكن تفسير عدم وجود أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بمجلس إدارة الشركة في قيمة الشركة، إلى أن أعضاء مجلس الإدارة غالباً ما يكونوا أعضاء مجالس إدارية في عدة شركات

د. نضال زلوم

وبشكل اسمي فقط ولا يستطيعون فعل الكثير، ما يعني أن القرارات التي يتم اتخاذها في غالبية الشركات تكون فاقدة للتأثير، كما أنه قد يكون بسبب أن أغلب أعضاء مجلس الإدارة ينتمون لنفس العائلة وفي الغالب المدير العام يكون من أقارب رئيس مجلس الإدارة مما يؤثر على استقلالية مجلس الإدارة، وهذه النتائج جاءت مطابقة لما جاءت به الدراسات (Chhaochharia & Grinstein, 2007; Isshaq et. al, 2009; Switzer & Tang, 2009; Mashayekhi & Balasubramanian et. al, 2010)، إلا أنها اختلفت مع نتائج دراسات (Bazaz, 2008).

جـ يمكن تفسير عدم وجود أثر للقواعد الإرشادية الخاصة باجتماعات الهيئة العامة في قيمة الشركة. لعدم اهتمام المستثمرين في الحصول على معلومات تخص استثماراتهم في الوقت المناسب، أو بسبب الآليات التي تسمح للمستثمرين بتفويض مستثمرين آخرين بالتصويت نيابة عنهم في اجتماعات الهيئة العامة، وهذه النتائج جاءت مطابقة لما جاءت به الدراسات (Balasubramanian et. al, 2010)، إلا أنها اختلفت مع نتائج دراسات (Ammann et. al, 2011).

د- يمكن تفسير عدم وجود أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بحقوق المساهمين في قيمة الشركة، لشعور العديد من المساهمين حتى الآن بعدم الاهتمام بحوكمة الشركات لا سيما أن غالبية الشركات ذات طابع عائلي أو يسيطر عليها عدد قليل من الأفراد بالتالي هم المتحكمون بسلطة القرار بالشركة، أو ربما أن القواعد الإرشادية المتعددة زائدة عن الحاجة لذا قد يكون اعتماد أو إزالة قواعد فردية له تأثير في قيمة الشركة (Nelson, 2005). وهذه النتائج جاءت مطابقة لما جاءت به الدراسات (Isshaq et. al, 2009; Switzer & Tang, 2009)، إلا أنها اختلفت مع نتائج دراسات (Black et. al, 2012; Jo & Harjoto, 2011; Balasubramanian et. al, 2010).

هـ- يمكن تفسير عدم وجود أثر للقواعد الإرشادية الخاصة بالإفصاح والشفافية في قيمة الشركة، أن الإفصاح قد يساعد المنافسين على الحصول على معلومات خاصة بالشركة الأمر الذي قد يضر بمصالح المساهمين فيها، أو ربما يعود إلى عدم قدرة بعض المساهمين على فهم العديد من المعلومات المصنح عنها، ومن الممكن أن تكون عمليات الإفصاح تؤدي إلى ارتفاع التكلفة، كما أنه من المحتمل أن لجنة التدقيق الداخلي لا تقاوم الضغوط التي تمارس عليها من قبل مجلس الإدارة مما يؤثر على قيام اللجنة بواجباتها ومسؤوليتها بإفصاح المناسب مما يؤثر على قوائمها.

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

وهذه النتائج جاءت مطابقة لما جاءت به الدراسات (Balasubramanian et. al, 2010)، إلا أنها اختلفت مع نتائج دراسات (Black et. al, 2012).

10. توصيات الدراسة:

- 1- توجيه اهتمام المستثمرين نحو جميع المعلومات (الكمية والوصفية) الواردة في التقارير المالية السنوية ، بما يساهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية وذلك من خلال توعيتهم بضرورة توجيه اهتمامهم للبنود الخاصة بمدى التزام الشركات بالقواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات لتقييم سياسات الشركة اتجاه الحوكمة والمخاطر المصاحبة لها وعدم التركيز فقط على المؤشرات المالية.
- 2- زيادة اهتمام المشرعين بآليات حوكمة الشركات التي تؤثر على الأزمة المالية وتعزيز النمو الاقتصادي.
- 3- وضع معايير محددة لقواعد الحوكمة بشكل عام والإرشادية منها بشكل خاص بحيث تستند إلى المتغيرات التي تؤثر على بيئة الأعمال الأردنية(على سبيل المثال قواعد إرشادية خاصة بالمسؤولية الاجتماعية).

11. مقترحات لدراسات مستقبلية:

- 1- إجراء دراسات مشابهة لهذه الدراسة على القطاعات المختلفة الأخرى (القطاع الصناعي، القطاع المالي)، إذ إن اختلاف القطاعات وما يحكمها من قوانين وأنظمة وتعليمات قد يؤثر على ممارسات الشركات.
- 2- إجراء دراسات حول القواعد الإرشادية وأثرها على متغيرات أخرى في بيئة الأعمال الأردنية(على سبيل المثال تكلفة رأس المال).
- 3- وضع قواعد إرشادية للشركات تستند إلى متغيرات إضافية تراعي الظروف الاقتصادية المحلية والدولية(على سبيل المثال قواعد إرشادية خاصة بالمسؤولية الاجتماعية).

المراجع

أ- قائمة المراجع باللغة العربية

- ابو عجيلة، عماد وحمدان، علام، (2010)، أثر الحوكمة المؤسسية على أداء الأرباح(دليل من الأردن)، بحث مقدم في المؤتمر الثاني للعلوم المالية والمحاسبية بعنوان مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية، عمان (28-29) نيسان 2010.
- الحلبي، نبيل، (2009)، دور الحوكمة في زيادة ربحية المنشآت الصناعية الخاصة في سورية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد الثاني، ص ص 201-238.
- السعايدة، منصور، (1996)، مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، المنارة، المجلد الأول، العدد الأول، ص ص 153-184.
- الشريف، اقبال و ابو عجيلة، عماد، (2009)، العلاقة بين جودة الأرباح والحاكمية المؤسسية، بحث مقدم في المؤتمر السابع بعنوان تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال-التحديات-الفرص-الآفاق، عمان (10-11) تشرين ثاني 2009.
- عقل، مفلح، (2010)، مقدمة في الإدارة المالية، متاح في 25/6/2011: http://www.muflehake1.com/mokadema%20fe%20aledara/alta7leel_almalebelnesab.htm.
- العماري، شبيب، (2012)، برنامج تحديث وتطوير قطاع الخدمات وتمديد برنامج دعم المؤسسات الصناعية وتطوير الصادرات، موقع المدينة الإخباري ، متاح في 20/11/2012: <http://almadenahnews.com/>
- مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، (2008)، قرار إقرار دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، عمان: هيئة الأوراق المالية.
- محفوظ، احمد، (2009)، نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة في ضوء التجارب العالمية وواقع بورصة عمان، أطروحة غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا: عمان.
- الموقع الرسمي لبورصة عمان، (2010)، متاح في 20/11/2012: <http://exchange.jo/ar>
- الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية، 2012، متاح في 20-11-2012:

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

http://www.jsc.gov.jo/Public/mainarabic.aspx?Page_id=841

- الموقع الرسمي لوزارة العمل، (2009)، التقرير السنوي، متاح في 2012/11/20:
<http://www.mol.gov.jo/>

ب- قائمة المراجع باللغة الانجليزية

- Ammann, M. Oesch, D. and Schmid, M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*. 18, 1, 36-55.
- Anderson, A. M., Bey, R. P., and Weaver, S. C. (2008). Measures of income and firm valuation. **Corporate Finance Review**, 12. 5. 87-108.
- Baek, J. Kang, J. and Suh Park, K. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. **Journal of Financial Economics**. 71, 2, 265-313.
- Balasubramanian, N. Black, B. S. and Khanna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. **Emerging Markets Review**. 11, 4, 319-340.
- Berthelot, S. Morris, T. and Morrill, C. (2009). Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. **Corporate Governance**, 10, 5, 635 – 646.
- Bharadwaj, A. S. Bharadwaj. S. G. and Konsynski, B. R.. (1999). Information Technology Effects on Performance as Measured by Tobin's q. **Management Science**, 45. 7. 1008-1024.
- Black, B. S. Love, I. Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. **Emerging Markets Review**. 7, 4, 361-379.
- Black, B. S. Carvalho, A. G. Gorga. E. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). **The journal of corporate finance : contracting, governance and organization**. 18. 4. 934-952.
- Black, B. S. Jang, H. and Kim, W. (2003). **Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea**. Stanford Law School, Working paper No. 257. Retrieved from:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1832404.
- Bonna, Adu K. (2012). **The Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance**. unpublished thesis, Walden University: USA.
- Brown, L. D. and Caylor, M. L. (2004). **Corporate governance and firm performance**. Retrieved from:
<http://ssrn.com/abstract =586423>.

- Chen, W. Chung, H. Hsu, T. and Wu, S. (2010). External Financing Needs, Corporate Governance, and Firm Value. **Corporate Governance**. 18, 3, 234-249.
- Cheung, Y. Connelly, T. Jiang, P and Limpaphayom, P. (2011). Does Corporate Governance Predict Future Performance? Evidence from Hong Kong. **Financial Management**. 40, 1, 159-197.
- Chhaochharia, V. and Grinstein, Y. (2007). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules. **The Journal of Finance**. 38, 1, 17-19.
- Chung, H. and Pruitt, W. (1994), A Simple Approximation of Tobin's q, **Financial Management Association**. 23, 3, 70-74.
- Dehning, B. and Stratopulos T. (2002). Dupont Analysis of an I Tenabled Competitive Advantage. **The International Journal of Accounting Information systems**. 3, 3, 165-176.
- Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**. 7. 209-233.
- Durnev, A. and Fauver, L. (2008). **Stealing from Thieves: Firm Governance and Performance When States are Predatory**. Retrieved from:
<http://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/15736/1/WP2008-12a.pdf>.
- Garay, U. Gonzalez, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. **Corporate Governance**. 16, 3, 194-209.
- Gill, A. and Obradovich, J. (2012). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. **International Research Journal of Finance & Economics**. 91, 46-56.
- Gompers, P. A. Ishii, J. L. and Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**. 118. 1. 107-155.
- Hitt, L., and Brynojolfsson E. (1996). Productivity, Profit and Consumer Welfare: Three Different Measures of Information Technology. **M I S Quarterly**. 20, 2. 121-142.
- Isshaq, Z. Bokpin, G. A. and Onumah, J. M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. **Journal of risk finance**. 10. 5. 488-499.
- Jo, H. And Harjoto, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. **Journal of Business Ethics**. 103, 3, 351-383.
- Kang, S. and Kim, Y.(2011). Does Earnings Management Amplify The Association Between Corporate Governance And Firm Performance?:

الإفصاح عن الالتزام بتطبيق القواعد الإرشادية الخاصة بحوكمة الشركات

- Evidence From Korea. **International Business & Economics Research Journal**. 10, 2, 53-66.
- Kohli, N. and Saha, G. C. (2008). Corporate governance and valuations: Evidence from selected Indian companies. **International Journal of Disclosure and Governance**. 5, 3, 236-251.
 - Lee, B. O'Brien, J. and Sivaramakrishnan, K. (2008). An analysis of Financial Analysts' optimism in long-term growth forecasts. **Journal of Behavioral Finance**. 9. 171 - 184.
 - Lee, S. Chen, H. (2011). Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan : 2SLS for panel data model. **Management research review**. 34. 3. 252-265.
 - Maliene, V. Deveikis, S. Kirsten, L. and Malys, N. (2010). Commercial Leisure property valuation: A comparison of the case studies in UK and Lithuania. **International Journal of Strategic Property Management**. 14. 1. 35-48.
 - Mashayekhi, B, and Bazaz, M. S. (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**. 4, 2, 156-172.
 - Nelson, J. (2005). Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. **Journal of Corporate Finance**. 11. 197–228.
 - Reddy, K. Locke, S. Scrimgeour, F. and Gunasekarage, A. (2008). Corporate governance practices of small cap companies and their financial performance: an empirical study in New Zealand. **International Journal of Business Governance and Ethics**, 4, 1, 51-78.
 - Stowe, D. J. Robinson, R. T. Pinto, E. J. and McLeavey, W. D. (2002). **Analysis of equity investments: valuation**. AIMR(Association for Investment Management and Research).
 - Switzer, L. N. and Tang, M. (2009). The impact of corporate governance on the performance of US small-cap firms. **International Journal of Business**. 14, 4, 341-355.
 - Wolfe, J. and Sauer, A. C. (2003). The Tobin's q as a company performance indicator. **Development in Business simulation and experimental Learning**. 30. 151-159.