

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/303327405>

THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES ON THE STOCK MARKET LIQUIDITY: EMPIRICAL STUDY ON FINANCIAL JORDANIAN PUBLIC CORPORATION

Article · April 2016

READS

18

1 author:



[Abdunaser Ibrahim Nour](#)

Zarqa University

83 PUBLICATIONS 14 CITATIONS

SEE PROFILE

تأثير مبادئ الحاكمة المؤسسية على سيولة سوق

الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة

العامّة الأردنيّة

مقبول للنش في مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الانسانية - مجلة علمية محكمة مفهسة متخصصة

تصدر ثلاث مرات في السنة - عمادة البحث العلمي - جامعة الزرقاء

تاريخ استلام البحث 2016-1-31 وتاريخ القبول 2016-4-18

محتوى البحث

1. المقدمة.
 2. مشكلة الدراسة وأسئلتها.
 3. أهداف الدراسة وأهميتها.
 4. الإطار النظري والدراسات السابقة.
 5. فرضيات الدراسة.
 6. منهجية الدراسة.
- مجتمع وعنية الدراسة.
- النموذج القياسي للدراسة.

المتغيرات وطرق قياسها.

7. نتائج التحليل

- نتائج الإحصاء الوصفي.

- نتائج اختبار معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة.

- اختبار التداخل الخطي.

- تحليل الإنحدار المتعدد واختبار الفرضيات.

8. عرض الإستنتاجات والتوصيات.

- الإستنتاجات.

- التوصيات.

9. قائمة المراجع.

تأثير مبادئ الحاكمة المؤسسية على سيولة سوق

الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة

العامة الأردنية

- صهيب عايض القحطاني/ ماجستير قسم المحاسبة / كلية الأعمال / الجامعة الأردنية. Suhayb.a@hotmail.com
- الأستاذ الدكتور عبد الناصر نور / عميد كلية الدراسات العليا / جامعة الزرقاء. Naser1966@yahoo.com
- عمر شاهر عربيات / ماجستير قسم المحاسبة / كلية الأعمال / الجامعة الأردنية. Omar_Arabiya@hotmail.com

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من 2009 إلى 2013. تتمثل مبادئ الحاكمية المؤسسية بكل من حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة وبين ادارة الشركة، كبار المساهمين.

لإنجاز أهداف الدراسة قام الباحث بإجراء اختبار الإحصاء الوصفي وتحليل الإرتباط وتحليل الانحدار المتعدد. تضمنت عينة الدراسة (67) شركة مالية. أظهرت نتائج الدراسة أن أغلب مبادئ الحاكمية المؤسسية تساهم في التخفيض من تكلفة سيولة سوق الأسهم للشركات المالية الأردنية المساهمة العامة. وبناء على نتائج الدراسة تم اقتراح عدة توصيات أهمها دراسة العدد الأمثل لعدد أعضاء مجلس الإدارة بما يتناسب مع ممارسة واستراتيجية الشركة المرتبطة بعنصر السيولة ودراسة نسبة الملكية لدى كبار المساهمين وأثرها على السيولة.

الكلمات الدالة: الحاكمية المؤسسية، السيولة، تكلفة السيولة، مبادئ الحاكمية المؤسسية، الشركات المالية الأردنية.

المقدمة

من المسلّم به أن المعلومات المالية هي واحدة من أهم الأركان الأساسية التي تحدد الفعالية التشغيلية لأي سوق مالي. وفي هذا السياق وبشكل مجازي، تعتبر جودة المعلومات المالية هي الروح الأساسية للسوق الفعال والكفؤ، وفي ظل غيابها تتلاشى كفاءة وسيولة السوق، وذلك لاعتماد سيولة سوق الأوراق المالية على مستوى التباين في المعلومات داخل الأسواق المالية.

يرجع مفهوم سيولة السوق المالي إلى القدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة ومع تأثير ضئيل على السعر فضلا عن أن السيولة

تعطي المستثمرين المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة، وتحقق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول في الأمد القصير من التداول في الأمد الطويل

⁴². كما توفر السيولة العديد من المزايا من بينها، السماح للبنك المركزي بالاستفادة من الأدوات النقدية غير المباشرة والمساهمة في تحقيق آلية للتحويل

النقدي، كذلك تتيح للمؤسسات المالية فرصة قبول التزامات كبيرة متعلقة بالأصول. كما أنها تساعد على تقديم الأصول المالية إلى عملاء أكثر جاذبية يستطيعون التحرك معها بسهولة أكبر¹⁶.

إن الحاكمية المؤسسية الفعالة تحسن من مستوى الشفافية للمعلومات المالية لدى الشركة، وبذلك فإنها ستقلل من تباين المعلومات بين

المطلعين، على سبيل المثال؛ الإدارة وكبار المساهمين، وكذلك بين المستثمرين الخارجيين¹⁹. وكذلك ناقش الأكاديميون والمهنيون على حد سواء

(الجهات التنظيمية أو المحللون الماليون) مسألة كيفية زيادة سيولة الأسهم¹⁴. عليه في ضوء ما سبق سوف تبحث هذه الدراسة فيما إذا كانت مبادئ

الحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة المالية الأردنية تؤثر بشكل ايجابي على سيولة سوق الأسهم.

مشكلة الدراسة وأسئلتها

تتخذ الأسواق المالية موقعا مهماً في واقع النشاط الإقتصادي لشركات الأعمال والمستثمرين المحليين والأجانب وأصحاب المصالح، ولا

شك أن هناك العديد من المؤشرات التي تحكم نشاط السوق المالي ومن تلك المؤشرات سيولة السوق. وفي ظل وجود حاكمية مؤسسية غير مطبقة

بفاعليه، سيضعف ذلك من قدرتها في الحد من تباين المعلومات التي قد تؤدي الى التأثير على أسعار الأسهم بشكل صحيح، والتي من خلالها قد

تضعف الثقة لدى المستثمرين في الاستثمار في تلك الشركة، لأن الإدارة قد تكون في مستوى اقل من الشفافية. وبناءً على ماسبق، يمكن صياغة

مشكلة الدراسة على النحو التالي:

- هل تساهم مبادئ الحاكمية المؤسسية التالية (حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي

والإدارة، كبار المساهمين) في زيادة سيولة سوق الأسهم للشركات المالية المساهمة العامة الأردنية.

أهداف الدراسة وأهميتها : تهدف هذه الدراسة على نحو رئيس إلى معرفة فيما إذا كانت مبادئ الحاكمية المؤسسية والمتمثلة في خصائص

مجلس الإدارة تزيد من سيولة سوق الأسهم للشركات المالية المدرجة في سوق عمانالمالي، وذلك لأهمية السيولة والحاكمية المؤسسية لدى

الأسواق المالية من جانب اهتمام الباحثين والمحليلين الماليين والمستثمرين، إذ أن سيولة السوق المالي تضمن استمرارية نشاط الشركات والتي

بدورها تزيد من فرص النمو لهذه الشركات، وبالتالي تنبع أهمية هذه الدراسة من خلال تقديمها دليلاً إضافياً لأثر آليات الحوكمة المؤسسية

على سيولة الشركات المالية المدرجة في سوق عمان المالي.

الإطار النظري والدراسات السابقة

تعود نظرية الوكالة إلى اقتناع مدراء الشركات أساساً بأناية النظرة المادية عن طريق تحقيق مكاسب خاصة بهم بحيث يعملون على

استثمار المصالح الشخصية الخاصة بهم بدلاً من النظر إلى مصالح المساهمين، وبالتالي فإن نظرية الوكالة تعتمد على العلاقة بين المالكين

والمديرين، ووفقاً لذلك، فإن الفصل القائم بين الملكية والإدارة في الشركات الحديثة يؤدي إلى خلق نظرية الوكالة، لذلك فإن نظرية الوكالة تبدأ عندما

تتعارض أهداف ومصالح وتوجهات أصحاب الشركات والمساهمين فيها مع المدراء²⁵. ومن أجل الحد من تكاليف الوكالة افترض²⁸ أن الشركات

يجب أن يكون لها نظاماً قادراً على الفصل بين قرارات الإدارة عن قرارات مجلس الإدارة . وقد أشار الباحثون إلى أن آليات الحوكمة المؤسسية

للشركات تساعد على الحد من هذا الاستغلال بطريقة إدارية^{27, 28, 57, 58}.

فقد عرف⁴ الحوكمة المؤسسية، بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة الشركات ومساهميها وأصحاب المصالح فيها،

وذلك من خلال إيجاد الإجراءات والهياكل التي تستخدم لإدارة شؤون الشركة، وتوجيه أعمالها من أجل ضمان تعزيز الأداء والإفصاح والشفافية

والمساءلة بالشركة وتعظيم الفائدة للمساهمين على المدى الطويل، مع مراعاة مصالح الأطراف المختلفة. كما وعرفها⁵، بأنها نظام للتوجيه والتحكم

والرقابة على نشاط الشركات المساهمة، مبني على تنظيم عملية اتخاذ القرار في هذه الشركات، وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين الأطراف

الرئيسية في الشركة، وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكل عام. وعرفها²، على أنها إستراتيجية تتبناها الشركة في سعيها لتحقيق أهدافها الرئيسية

وذلك ضمن منظور أخلاقي ينبع من داخلها باعتبارها شخصية معنوية مستقلة من الأنظمة واللوائح الداخلية والهيكل الإداري ما يكفل لها تحقيق تلك الأهداف بقدرتها الذاتية بعيداً عن تسلط أي فرد فيها وذلك بالقدر الذي لا يتضارب ومصالح الآخرين ذوي العلاقة.

إن الهدف الرئيسي للحاكمية المؤسسية ليس لتعزيز أداء الشركات مباشرة فقط، ولكن أيضاً للحد من مشكلة الوكالة من خلال مراقبة ورصد سلوك المديرين، إضافةً إلى أن لجان التدقيق والترشيحات ولجنة المكافآت في الشركات تساهم أيضاً في الحد من مشكلة الوكالة، في حين تكون نظرة المدقق الخارجي أيضاً واحدة من المتطلبات الرئيسية لعملية الرصد والسيطرة^{21, 23, 27, 28}.

كما هو واقع الأمر، فإن الحاكمية المؤسسية للشركات تسمح للمساهمين بأن يكونوا قادرين على رصد ومراقبة السلوك الإداري من خلال هذه الآليات مثل؛ مجالس الإدارة، لجان المراجعة، والمراجعين الخارجيين¹¹. وبالتالي فإن الإهتمام بالحاكمية المؤسسية قد ازداد بعد ظهور الأزمات والإنهيارات المالية التي حدثت في مختلف أنحاء العالم، فقد أشارت دراسة¹⁸ على أن الحاكمية المؤسسية جاءت رداً على تعاضد سطوة الإدارات التنفيذية في الشركات المساهمة العامة في سعيها لتغليب مصالحها الخاصة على حساب مصالح الملاك، والأطراف الأخرى ذات العلاقة أمثال: المستثمرين، والمقرضين، والموظفين، والموردين، والعملاء والمجتمع عامة، فالحاكمية المؤسسية تعتبر الآلية التي بموجبها يتم تحفيز جميع الأفراد العاملين في الشركة وأياً كانت مواقعهم فيها لجعل سلوكياتهم وممارساتهم الفعلية تتناغم مع استراتيجية ورؤيا الشركة الهادفة الى تعظيم قيمتها المضافة ومن ثم تحقيق مبدأ العدالة والتوازن بين مصالح الإدارة التنفيذية من جهة، ومصالح الأطراف الأخرى بما فيها الملاك من جهة أخرى.

وتجدر الإشارة الى أنه لم يتم الإتفاق على استخدام مرادف محدد باللغة العربية لمصطلح Corporate Governance، فقد أشارت دراسة مطر ونور⁶ أنه يوجد لهذا المصطلح عدة مرادفات مثل حوكمة الشركات، والإدارة الرشيدة والإدارة الحكيمة والإجراءات الحاكمة، في حين يؤيد مجمع اللغة العربية في الاردن استخدام الحاكمية المؤسسية وبناءً عليه سوف يتم استخدام مصطلح الحاكمية المؤسسية في هذه الدراسة.

تتمثل الحاكمية المؤسسية، في مجموعة العلاقات التي تجمع بين الإدارة التنفيذية للشركة ومجلس ادارتها من جهة، ومساهميها واصحاب

المصالح الآخرين من جهة أخرى، إذ تعتبر الآلية التي يتم من خلالها تحديد استراتيجية الشركة وأهدافها ومن ثم الوسائل المناسبة لتحقيق هذه

الأهداف. وبناء عليه تلقى الحاكميه المؤسسية اهتماماً متزايداً في شتى أقطار العالم المتقدمة منها والناشئة على حد سواء، وذلك نظراً لدورها الحاسم

في تجنب الشركات مخاطر التعثر والفشل المالي والإداري، فضلاً عن دورها في تعظيم القيمة السوقية للشركة بما يضمن لها عنصر النمو

والاستمرارية⁵⁴. وتوفر الحاكميه المؤسسية معايير الأداء الكفيلة بالكشف عن حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة ويقدر يؤدي إلى كسب ثقة

المتعاملين في أسواق المال والعمل على استقرار تلك الأسواق، كما تلعب دوراً هاماً في إنجاح تطبيق برامج الخصخصة وتجنب الشركات الانزلاق

في مشاكل محاسبية تؤدي إلى انهيارات فيها تقود إلى انهيارات لاحقة في الأجهزة المصرفية وأسواق المال⁵⁹.

ولم تكن بيئة الأعمال هنا في الأردن هي الأخرى بمعزل عن الحاكميه المؤسسية، فعلى المستوى التشريعي مثلاً سارعت جهات الرقابة

والإشراف بتضمين اللوائح والأنظمة والتشريعات التي تحكم جميع جوانب النشاط الاقتصادي مثل : قانون الشركات ، وقانون البنوك ، وقانون السوق

المالي ، وقانون مزاوله مهنة المحاسبة ، وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية وغيرها مجموعة من القواعد ذات الصلة بالحاكميه

المؤسسية وكان من أبرز التشريعات التي وضعت في هذا المجال تضمين التعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية شرطاً يوجب على كل شركة

تدرج في السوق المالي أن تشكل فيها لجنة تدقيق. وفي ضوء التطور الذي يشهده الاقتصاد الوطني الأردني على كافة الأصعدة وضمن إطار عمل

هيئة الأوراق المالية لتطوير سوق رأس المال الوطني والأطر التشريعية والتنظيمية فيه، فقد تم إعداد دليل يحتوي على قواعد للحاكمية المؤسسية

للشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي، تهدف إلى وضع إطار واضح ينظم العلاقات والإدارة فيها، ويحدد الحقوق والواجبات

والمسؤوليات بما يحقق أهداف الشركة وغاياتها ويحفظ حقوق الأطراف ذوي المصالح المرتبطة بها. وتستند هذه القواعد بشكل أساسي إلى عدد من

التشريعات من أهمها قانون الأوراق المالية والتشريعات الصادرة بمقتضاه وقانون الشركات إضافة إلى المبادئ الدولية التي وضعتها منظمة التعاون

الاقتصادي والتنمية (OECD) Organization of Economic Cooperation and Development.

إن الدليل المشار إليه واجب التطبيق اعتباراً من 2009/1/1 ويتضمن قواعد إلزامية حكماً وهي القواعد الآمرة والعامّة التي استندت إلى

نصوص قانونية ملزمة وردت في التشريعات النافذة، وأخرى قواعد إرشادية ينبغي الالتزام بها من قبل إدارات الشركات المدرجة في سوق عمان

المالي. وفي حال عدم الالتزام بأي من هذه القواعد يتوجب توضيح الأسباب التي أدت إلى عدم الالتزام في التقرير السنوي⁷.

وبما يتعلق بلّيات الحاكمية المؤسسية المستخدمة في هذه الدراسة سوف يتم ايجازها على النحو التالي:

• مجالس الإدارة

واحدة من المسؤوليات الرئيسية لمجلس الإدارة هو ضمان إعداد القوائم المالية وفقاً للوائح ومعايير المحاسبة الدولية⁵⁵. في هذه الدراسة،

سيتم استخدام كل من استقلالية المجلس، حجم مجلس الإدارة والفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة كمقياس لمجلس الإدارة. لذلك فإننا سوف

نركز في دراستنا على هذه المقاييس على النحو التالي:

- استقلالية المجلس

هي واحدة من أهم المرتكزات أو الآليات الرئيسية في مجال الحاكمية المؤسسية⁴⁰. حيث أنه يجب على مجلس الإدارة أن يشمل أعضاء

مستقلين وهم المدراء الخارجيين والمدراء التنفيذيون ومجلس الإدارة الذين لديهم سلطة لاتخاذ القرار المالي في الشركات⁵⁵ ويمكن للمدراء المستقلين

تحسين الأداء وتقليل صراع الوكالة لأنها تعتبر آلية مستقلة عن الإدارة²⁰.

- الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة

يوصي دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي في الباب الثاني (مجلس إدارة الشركة المساهمة) فقرة رقم

(5) بأن لا يجوز الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي آخر في الشركة، حيث أشارت دراسة²⁹ أنه من الممكن للرئيس التنفيذي

للشركة الحصول على إمكانية الوصول المباشر إلى التقارير المالية والتلاعب في البيانات المالية إذا كان لديه الكثير من الصلاحيات في الشركة وفقاً لذلك، يجب الفصل بين مهام الرئيس والمدير التنفيذي في الشركة.

- حجم المجلس

يعتبر أيضاً حجم المجلس كعامل حاسم في ملامح المجلس الذي قد يؤثر في الحد من تلاعبات أو قصور في أداء الإدارة⁸. حيث بين دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي في الباب الثاني الفقرة (1) بأن يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن خمسة أشخاص ولا يزيد على ثلاثة عشر وفقاً لما يحدده نظام الشركة من أجل الحفاظ على استقلاليتهم. أما⁶¹ فقد شرح مزايًا وعبوب حجم مجلس الإدارة (الكبيرة والصغيرة). أما بالنسبة لحجم مجلس الإدارة الصغير قد يكون أكثر فعالية في تحقيق مهام وظائفه وبصباح أقل ارتباطاً مع المشاكل البيروقراطية التي بدورها تجعل حجم صغر المجلس يرصد التقرير المالي بطريقة فعالة. في حين، قد يكون كبر حجم مجلس الإدارة يتمتع بمجموعة واسعة من الخبرة.

• كبار المساهمين

إن كبار المساهمين لهم دور هام في الحاكمية المؤسسية بسبب حصصهم الكبيرة التي تمنحهم القدرة في مراقبة أعمال الإدارة. وقد ازداد عدد كبار المساهمين في الشركات حول العالم، حيث يرى²⁹ أن 96% من الشركات الأمريكية تحتوي على واحد على الأقل من كبار المساهمين (الذي يملك على الأقل 5% من الشركة). إن كبار المساهمين لديهم حوافز أكبر لمواصلة الإدارة ومصالح المساهمين⁵⁰. فقد وجدت الدراسات السابقة أن ملكية الأسهم من قبل كبار المساهمين تساعد على المراقبة والتخفيف من مشكلة الوكالة^{30,31}. ويرجع ذلك إلى أن كبار المساهمين في الشركات لديهم الأحقية في المطالبة بالأرباح المتبقية بما يتناسب مع نسبة ملكيتهم للأسهم في الشركة، وأيضاً يتحمل كبار المساهمين عبء التكلفة بما

يتناسب مع ملكيتهم اذا تعرضت الشركة للخسارة أيضاً²⁸. ومن هنا تأتي أهمية دور كبار المساهمين في مراقبة أعمال الإدارة، كما ولديهم السلطة

أيضاً في التأثير على سياسة الشركة ، لأنهم يتحملون الخسائر والأرباح في الشركة بما يتناسب مع نسبة ملكيتهم في الشركة³⁷.

وبما يتعلق بكل من مفهوم السيولة في الأسواق ومقاييسها وأهم خصائصها، فسوف يتم ايجازها على النحو التالي:

• مفهوم سيولة الأسواق المالية

ذكرت الدراسات السابقة أن هناك عدة مفاهيم مرتبطة بتعريف السيولة كارتباطها بالنقدية أو الأسهم المتداولة، ومن الدراسات السابقة التي

قامت بتعريف السيولة بمدلول يرتبط بالنقدية دراسة^{26,3,1} حيث تم تعريفها بأنها قدرة المنظمة على مقابلة التزاماتها بشكل فوري، وذلك من خلال

تحويل أي أصل من الأصول إلى نقد سائل وبسرعة . وبعبارة أخرى السيولة تعني قابلية الأصل للتحويل إلى أصول سائلة لمواجهة الالتزامات

المستحقة الأداء حالياً أو في غضون فترة قصيرة. أي أن السيولة مفهوم نسبي يعبر عن العلاقة بين النقدية وأصول سهلة التحويل إلى نقدية (أصول

شبه نقدية) وبين التزامات مستحقة. في حين يختلف المفهوم الذي وضعه²⁶ لسيولة الأسواق بأنها تحويل المقتنيات أو الموجودات التي لا تدر نقداً

وعكسها إلى مصدر مولد داخلي حيوي للمال التي يمكن أن تدعم حجم تداول أعلى وتطور أكثر لاستراتيجيات التداول. في حين تم تعريف السيولة

بمدلول الأسهم المتداولة؛ بالقدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة ومع تأثير ضئيل على السعر فضلاً عن أن السيولة تعطي المستثمرين

المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة، وتحقق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول في الأجل القصير من التداول في الأجل الطويل⁴².

• مقاييس السيولة

أوضح¹³ أن السيولة من الصعب قياسها أو ملاحظتها وبالتالي لا بد من استخدام عدة مقاييس من أجل قياس السيولة. بنظرة عامة فإن

مقاييس السيولة تبعاً لما جاء به كل من¹³ و⁶⁰ تنقسم إلى مقاييس ذات بعد واحد ومقاييس متعددة الأبعاد، حيث أن مقاييس البعد الواحد تأخذ متغير

واحد فقط بعين الإعتبار، في حين مقاييس السيولة متعددة الأبعاد تحاول أخذ مجموعة من المتغيرات ضمن متغير واح ⁶⁰، وبالتالي سيتم التطرق في هذه الدراسة الى مقاييس السيولة ذات البعد الواحد.

إن مقاييس السيولة ذات البعد الواحد تنقسم الى ثلاثة مجموعات (حجم الشركة ، حجم التداول والانتشار)، ومع ذلك فإن حجم الشركة لم يعد يستخدم كمجموعة من مقاييس السيولة ذات البعد الواحد كون هذه المجموعة لا تُظهر تفاوتات كافية للحصول على نتائج معقولة. ويقاس حجم التداول ويمكن التعبير عنه من خلال كمية الأسهم لكل وحدة من الزمن. وعادة ما يتم استخدام هذه المجموعة لاحتساب عمق أبعاد السيولة، وترتبط هذه المجموعة أيضا بالعمق أو البعد الزمني، حيث أنه كل ما زاد حجم التداول في السوق، فإن المدة الزمنية التي يتم الحاجة إليها لتداول الأسهم المحددة مسبقا تكون أقصر. تم دراسة حجم التداول من قبل ⁴⁷، في سياق الزخم واستراتيجية القيمة، أي أنه اذا كان حجم التداول المرتبط بمقاييس السيولة عالي فهذه علامه على أن هناك سيولة عالية. أما الانتشار ويعبر عن الانتشار عن أنه الفرق بين (ask price) وما بين (bid price)، حيث أن هذا المقياس يعطي تقديرات تقريبية عن حجم التكلفة التي يتم تكبدها أثناء التداول، بالإضافة إلى الرسوم والضرائب، التي يجب على التاجر أن يقوم بدفعها كتكلفة لتنفيذ فوري للتجارة. هناك العديد من الدراسات قامت بدراسة محددات انتشار (bid-ask spread) كدراسة ⁹ ولاحظ سلوكهم حول مواعيد الإفصاح عن أرباح الشركات. وتلخص إلى أنه كلما كانت جميع تدابير السيولة المتعلقة بالانتشار أصغر، كلما كانت السيولة في السوق أكبر. وفي هذه الدراسة سوف يتم استخدام مؤشر الانتشار كمقياس لتكلفة السيولة وذلك تبعا للدراسات السابقة التي أجريت في الأردن كدراسة

53

• خصائص السيولة السوقية

أشارت دراسة ⁴⁵ أن السيولة السوقية تتمتع بثلاثة خصائص رئيسية، وإن هذه الخصائص لها تأثير على الأسعار حيث أن هذه الخصائص

تلعب دورا محوريا في البحوث القائمة وتساعدنا على فهم أفضل لمفهوم تأثير السعر، سوف يتم بإيجاز وصف هذه الخصائص الثلاث كما يلي:

1 - الندرة وتوصف بالقدرة على التداول للأصول القريبة من القيمة العادلة للأصول بطريقة أكثر واقعية، ويمكن للمرء أن يقيس الندرة

حسب الانتشار من بين أفضل عرض سعر وأفضل سعر للطلب.

2 - العمق، وهو القدرة على شراء وبيع طلبيه بأحجام كبيرة دون تأثير سلبي مفرط على أسعار الأصول. بتعبير أدق،

العمق يقيس وحدة التخزين التي يمكن التعامل بها (إما بيعها أو شراؤها) بأفضل سعر مدرج في أسواق الأوراق

المالية. حيث أن مفاهيم الندرة والعمق يمكن تلخيصها بالقول أن الندرة والعمق في السوق تكون في الطلبات الكبيرة

(المشتريات والمبيعات على حد سواء) والتي لا يمكن الوفاء بها فوراً لتكون قريبة من سعر السوق الحالي.

3 - المرونة. تشير المرونة إلى السرعة التي تنتعش بها الأسعار بعد تأثيرها بالتعامل أو صدمة عشوائية، مثل الاختلال

في السوق والتي هي أمر مؤقت، ولذلك يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتدفق ما هو مطلوب لمواجهة تحقيق التوازن بين هذه

التأثيرات في السعر.

بعد عرض تعريفات متغيرات الدراسة والمزايا التي تتعلق بهذه الدراسة فإن الجزء التالي يظهر العلاقة النظرية بين آليات الحاكمية المؤسسية

المستخدمة في هذه الدراسة وسيولة سوق الاسهم على النحو التالي:

ذكرت دراسة³⁴ أن المعلومات المتباينة تؤدي إلى حدوث تداولات وهمية في أسواق الأوراق المالية التي لا تتمتع بالشفافية وبالتالي فإن

فعالية مجلس الإدارة (أن يكون كبير الحجم ويتضمن الفصل بين وظائف الرقابة والإدارة)، تساهم في الحد من المشكلات الناجمة عن تباين

المعلومات، كما يمكن أن تحد من تداول الأشخاص المطلعين وتؤدي إلى تحسين سيولة الأسهم. على سبيل المثال، إذا شك وكلاء غير مطلعين

بوجود وكلاء آخرين مطلعين، فإنهم سوف يتداولون فقط عندما تكون مصالحهم محمية جيداً، أي أنهم سيطلبون بعمولات أكبر. ونتيجة لذلك، سوف

تزداد تكاليف المعاملات وتتحفز سيولة الأسهم، وقد بينت الدراسات السابقة^{43,17} أن سيولة الأسهم تتخفف مع زيادة النسبة المئوية للوكلاء

المطلعين في السوق. كما وأشارت دراسة¹⁴ أنه يجب التأكد من أن الإدارة تعمل لصالح المساهمين، وهذا يحد من إمكانية توجه المساهمين إلى

نظرية الوكالة. وبعد ذلك سوف تعمل الإدارة على زيادة ثروات المساهمين إلى أقصى حد ممكن، كما أضافا أن الشركة ذات الحاكمية المؤسسية

الأفضل يكون مستوى تباين المعلومات بها أقل. وفي دراسة أخرى، توصل¹⁹ إلى أن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل لديها جودة أفضل

لمؤشرات السوق وتداولات أصغر لتأثير السعر وتداولات أقل مستندة إلى احتمالية المعلومات، كما توصل⁴⁹ إلى أن ارتفاع نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى انخفاض مستوى تباين معلومات الشركات في السوق.

تشير دراسة¹² أن نزاع الوكالة الرئيسي يوجد بين المديرين والمساهمين، ومن جهة أخرى، عندما يوجد مساهمون ذوو نسبة مساهمة مرتفعة ممن قد يطلعون على معلومات سرية، فإن النزاعات المحتملة تقع بين مالكي حصص الأغلبية والمستثمرين الآخرين، أي أن مشكلات الوكالة الأخرى قد تمثل المشكلة الأكبر أهمية ويمكن أن تؤدي إلى نشوء علاقات مختلفة كثيراً بين الخصائص الاقتصادية

للشركة والسيولة في السوق مقارنة بالترتيبات الأكثر تقليدية حيث يكون نزاع الوكالة الرئيسي قائماً بين المديرين والمساهمين. على سبيل

المثال، يمكن أن يؤدي ارتفاع نسب تركيز الملكية إلى سهولة اطلاع المساهمين ذوي النفوذ على المعلومات الهامة مما يحفزهم لاستخدامها في التداول وجني الأرباح، وهذا سيؤثر حتماً على سيولة أسهم الشركة في السوق⁴⁸.

إضافة إلى ذلك دراسة¹⁵، والتي بحثت عن أثر الملكية الكبيرة على نشاط التداول للشركة وسيولة السوق حيث تبين أن كبار المساهمين يلعبون دوراً حيوياً في مجالات تقييم الشركة واتخاذ قراراتها وسيولة سوق الأسهم. كما و ذكرت دراسة⁵⁶ في نظرية هيكلية الملكية وجود علاقة سلبية بين سيولة السوق وملكية الأشخاص المطلعين. وذكر²³ و²⁴ في دراستهم حول نسب الملكية أن الشركات التي تواجه بيانات غير مستقرة لديها ملكية أكبر للأشخاص المطلعين. وترى النظرية أيضاً أن ارتفاع مستويات ملكية الأشخاص المطلعين يمكن أن يرتبط بارتفاع احتماليات تداول الأشخاص. بعد أن تم مسح الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة من خلال الاستعانة بمواقع على شبكة الإنترنت ومراجعة الرسائل الجامعية

السابقة والأبحاث المنشورة، يمكن استعراض هذه الدراسات حسب تسلسلها الزمني على النحو التالي:

دراسة⁵³ بعنوان "Ownership Structure and Stock Liquidity: Some Evidence from The Jordanian Capital Market"

Market". فقد درست العلاقة بين سيولة أسواق الأسهم عبر استخدام مؤشر الإنتشار بهدف قياس سيولة سوق الأسهم. تكونت عينة الدراسة من

131 شركة مدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2005. توصلت الدراسة إلى أن تكلفة السيولة تبلغ حوالي (0.022) وأوضحت دراسته أن هذه

النسبة مرتفعة إلى حد ما مقارنة مع السوق الأمريكي وسوق باريس، وأشار أيضاً أن ارتفاع تشتت الملكية لا يحسن من سيولة السوق.

أما دراسة³⁶ بعنوان " Voluntary disclosure and stock market liquidity: evidence from the Jordanian Capital Market

." فقد بحثت في استكشاف العلاقة بين سيولة سوق الأسهم والإفصاح الاختياري. اعتبرت الدراسة مؤشر الإنتشار متغيراً تابعاً لقياس السيولة واعتمدت مؤشراً مكوناً من 62 بنداً لقياس مستوى الإفصاح لدى الشركات. تناولت الدراسة 60 شركة أردنية غير مالية مدرجة في سوق عمان المالي خلال عام 2004. وقد توصلت الدراسة إلى أن متوسط مؤشر الإنتشار بلغ 5%، وفسرت ذلك بارتفاع تكلفة السيولة. كما بلغ متوسط الإفصاح حوالي 28% وهي نسبة منخفضة من الإفصاح، وتوصلت نتائج الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة سلبية بين سيولة سوق الأسهم والإفصاح الاختياري.

أما دراسة¹⁵ بعنوان " Block Ownership, Trading Activity, and Market Liquidity " . فقد بحثت هذه الدراسة في تأثير الملكية

الرئيسية على سيولة السوق ونشاط التداول، وتناولت شركات مدرجة في سوق نيويورك للأسهم وسوق الأسهم الأمريكية خلال السنوات من 1996 إلى 2001 باستثناء الشركات غير المتداولة أو التي لم تتوفر معلومات عن سيولتها. وبشكل مختصر فإن الملكية الرئيسية تؤثر على سيولة السوق من خلال تقليص نشاط التداول، وقد لا تزيد من تكلفة تباين المعلومات، وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود أثر سلبي قوي للملكية الرئيسية على السيولة قبل أخذ عوامل الضبط بعين الاعتبار، أما بعد مراعاة الضبط فإنها ليس لها أثر على الإطلاق.

من جانبها هدفت دراسة¹⁹ بعنوان " Corporate Governance and Liquidity " . إلى دراسة العلاقة بين الحاكمية المؤسسية (مؤشر

يتكون من 51 معياراً للحاكمية المؤسسية) وسيولة سوق الأسهم من خلال مؤشر الإنتشار. شملت عينة الدراسة الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأسهم وناسداك. حيث أشارت نتيجة الدراسة إلى أن الشركات التي لديها آليات حاكمية مؤسسية جيدة يكون مستوى الإنتشار بها أقل وبالتالي تكون أعلى سيولة. إضافة أشارت نتائج دراستهم إلى أن الإختلاف أو التغير في مقاييس السيولة مرتبط إحصائياً مع التغير في مؤشر الحاكمية. أيضاً أشارت الدراسة إلى أن تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية يساهم في تقليل مستوى الإنتشار وتباين المعلومات وزيادة السيولة.

كما أجريت دراسة⁵¹ بعنوان " Does Corporate Governance Affect Stock Liquidity in The Tunisian Stock Market

؟" على سوق الأسهم التونسي. وقد احتوت عينة الدراسة على 49 شركة تم إدراجها في سوق الأسهم التونسي خلال الفترة من 1989 إلى 2007.

وكان المتغير التابع في هذه الدراسة هو السيولة، والذي تم قياسه من خلال عدة عوامل منها مؤشر الانتشار ونسبة الدوران. تناولت الدراسة الشركات

المالية وغير المالية، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن خصائص الحاكمية المؤسسية تحسن من سيولة الأسهم وذلك لأنها تقلل من تباين المعلومات.

كما بحثت دراسة³² بعنوان "Ownership, Control and Market Liquidity" . في ما إذا كانت الملكية والسيطرة على الشركة تؤثر

على سيولة سوق المال للشركات الفرنسية. وتناولت الدراسة تأثير الأشخاص المطلعين ذوي المساهمة الكبيرة على السيولة. احتوت عينة الدراسة على

918 شركة فرنسية مدرجة خلال الفترة من تموز 1998 إلى تموز 2003 وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين ملكية

الأشخاص المطلعين وسيولة سوق الأسهم.

ومن جانبها هدفت دراسة¹⁴ بعنوان "The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market" إلى تحليل أثر إدارة الأرباح وآليات الحاكمية المؤسسية

على السيولة من خلال دراسة متغيرين في قياس سيولة سوق الاسهم (مؤشر الانتشار و حجم التداول). تضمنت العينة أربع شركات فقط لديها

مستوى ملكية غير مؤسسية في بورصة ميلان بإيطاليا. وكذلك تناولت الدراسة 130 شركة إيطالية غير مالية مدرجة في سوق ميلان للأسهم خلال

الفترة من 1999 إلى 2004 وكانت أهم متغيرات الحاكمية تتمثل في استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وفصل موقع الرئيس التنفيذي، ويعرف متغير

إدارة الأرباح بأنه الفرق بين رأس المال العامل المتحقق ورأس المال العامل المتوقع المطلوب لاستمرار المستوى الحالي من المبيعات. وتوصلت هذه

الدراسة الى أن حجم التداول يكون أعلى ومؤشر الانتشار يكون أقل للشركات التي تتمتع مستوى جيد من الحاكمية المؤسسية.

وتناولت دراسة³³ بعنوان "Effect of ownership, governance, and transparency on liquidity—Chilean evidence" .

التعرف على تأثير كل من هيكلية الملكية الحاكمية المؤسسية والإفصاح الاختياري على سيولة سوق تشيلي للأوراق المالية، حيث تناولت الدراسة

الشركات المدرجة في سوق الأسهم التشيلي خلال عامي 2009 و 2010. وقد قامت الدراسة بقياس السيولة بعدة مؤشرات وهي مؤشر (Spread)

ومؤشر نسبة السيولة أما المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة كانت كبار المساهمين، والإفصاح الاختياري من خلال مؤشر مكون من 164 بنداً واردة

في مؤشر الإفصاح الاختياري والحاكمية المؤسسية من قبل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين. توصلت الدراسة إلى أن استقلالية المجلس وافصاح الشركات والرقابة الخارجية من قبل المؤسسات يعملون على تعديل أثر المطلعين على السيولة وتكاليف التداول.

وأخيراً تناولت دراسة¹⁰ بعنوان " The Impact of Ownership Structure on Stock Liquidity: Evidence from Amman "

Stock Exchange ". العلاقة ما بين سيولة السهم و هيكل الملكية. حيث اخذت الدراسة مؤشرا لقياس السيولة. الأول وهو معدل الدوران والثاني

نسبة السيولة، وقد اخذت الدراسة المتغير المستقل هيكلية الملكية واخذت لها عدد من المقاييس. أما عينة الدراسة فكانت 242 شركة منها 102

شركة مالية و 55 شركة تعمل في قطاع الخدمات و 85 شركة صناعية لعام 2009. وقد اخذت الدراسة المتغيرات التالية أيضا عن سعر الاغلاق،

حجم التداول، قيمة التداول وعدد الصفقات للعام 2009 باستخدام ملفات الصادرة عن سوق عمان المالي. وكذلك اخذت الدراسة حجم الشركة،

والصناعة، ووجود "أكبر مساهم" أكثر من واحد كمتغيرات ضابطة. أظهرت نتائج الدراسة أن كبار مساهمين الشركات الأردنية غالبيتهم من العائلات

وشركات خاصة، كذلك أظهرت النتائج أن سيولة أسهم الشركات التي تتركز ملكيتها بأيدي العائلات أقل من سيولة أسهم الشركات التي لا يوجد

تركز في هيكل ملكيتها، اضافة الى أن نسبة ملكية أكبر المساهمين ووجود واحد أو أكثر من مساهم يمتلك نسبة مرتفعه من رأس المال يفسران

الإختلاف في مقاييس سيولة السهم ما بين الشركات، وأن معامل كل من متغير نسبة الملكية أكبر المساهمين ومعامل متغير وجود مساهم كبير واحد

أو أكثر يؤثران سلبيا على سيولة الشركة.

• فرضيات الدراسة

تبعاً لأدبيات الدراسة التي تم مناقشتها أعلاه وانسجاماً مع مشكلة الدراسة ولتحقيق أهدافها تم صياغة الفرضيات بالصيغة الصفرية على

النحو التالي:

الفرضية الرئيسية

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنويه 5% لهبدئي الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم.

وينبثق من الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنويه 5% لحجم مجلس الإدارة على سيولة سوق الأسهم.

H02: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنويه 5% لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين على سيولة سوق الأسهم.

H03: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنويه 5% لمتغير الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة على سيولة سوق الأسهم.

H04: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنويه 5% لعدد كبار المساهمين على سيولة سوق الأسهم.

• منهجية الدراسة

هذا الجزء يوضح مجتمع وعينة الدراسة والنموذج القياسي المستخدم في هذه الدراسة والمتغيرات وطرق قياسها.

- مجتمع وعينة الدراسة

يتألف مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة المالية المدرجة في سوق عمان المالي، أما عينة الدراسة تتألف من الشركات المساهمة المالية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (2009-2013) والتي تتوفر بياناتها المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة، إضافة إلى أن عدد أيام التداول في السنة لا يقل عن 30 يوما للشركة من أجل احتساب متوسط مؤشر الانتشار. وقد تم اختيار القطاع المالي وذلك لاختلاف خصائص الشركات المالية عن خصائص الشركات الأخرى وخاصة بما يتعلق بمتغير السيولة، حيث أن البيانات المأخوذة بيانات سنوية وهي تغطي الفترة من عام 2009 إلى عام 2013 لجميع الشركات المالية في القطاع المالي. كانت العينة النهائية عبارة عن 67 شركة بعد استبعاد الشركات التي لا تتوفر لديها الشروط أعلاه وكما هو موضح في الجدول رقم (1) أدناه:

جدول (1) العينة وتوزيعها

| المجموع | العقارية | التأمين | الوساطة المالية | البنوك | |
|---------|----------|---------|-----------------|--------|--|
| 117 | 40 | 26 | 35 | 16 | عدد الشركات في سنة 2009 |
| 119 | 39 | 27 | 38 | 15 | عدد الشركات في سنة 2013 |
| 115 | 39 | 26 | 35 | 15 | عدد الشركات التي استمرت من عام 2009 الى عام 2013 |

| | | | | | |
|----|----|----|----|----|---|
| 31 | 9 | 5 | 16 | 1 | عدد الشركات التي لم تتوافر بها البيانات المالية المعقولة بمتغيرات الدراسة |
| 17 | 9 | 2 | 6 | 0 | عدد الشركات التي قلت بها أيام التداول عن 30 يوم |
| 67 | 21 | 19 | 13 | 14 | عدد الشركات التي دخلت ضمن عينة الدراسة |

- النموذج القياسي للدراسة

تعتمد هذه الدراسة على المنهج القياسي في عرض البيانات وتحليلها ومن ثم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لتقدير نموذج

الدراسة وذلك بقياس أثر آليات الحاكمية المؤسسية على السيولة في الشركات المالية الأردنية المساهمة العامة، كما هو موضح أدناه:

$$\text{Spread} = \alpha + \beta_1 \text{BSIZE} + \beta_2 \text{INDP} + \beta_3 \text{DULAT} + \beta_4 \text{BLK} + \beta_5 \text{LGSIZE} + \beta_6 \text{ROE} + \epsilon$$

حيث أن:

(Spread): المؤشر المقاس به تكلفة سيولة سوق الأسهم.

α : معامل ثابت

(SIZE): حجم مجلس الإدارة.

(INDP): نسبة الأعضاء المستقلين.

(DULAT): الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة.

(BLK): عدد كبار المساهمين.

(LGSIZE): اللوغاريتم لإجمالي الأصول.

(ROE): العائد على حقوق الملكية.

ϵ : معامل الخطأ.

- المتغيرات وطرق قياسها

المتغير التابع وهو سيولة سوق الأسهم وتقاس باستخدام مؤشرات عدة للتعرف على سيولة سوق الأسهم. أما في هذه الدراسة فسوف

يتم استخدام مقياس (spread) كمؤشر على تكلفة السيولة، حيث استخدم هذا المؤشر كمقياس لتكلفة السيولة سوق الأسهم من قبل

عدة دراسات منها^{53,43,19} وهكذا فإن المعادلة تكون على النحو التالي:

$$\text{Spread} = (\text{Ask Price} - \text{Bid Price}) / [(\text{Ask Price} + \text{Bid Price}) / 2] * 100$$

حيث أن:

(Spread): المؤشر المقاس به تكلفة سيولة سوق الأسهم.

(Ask Price): أفضل سعر طلب للشركة.

(Bid price): أفضل سعر عرض للشركة.

حيث سيتم احتساب معامل الانتشار لكل شركة في كل سنة وذلك من خلال احتساب معامل الانتشار لكل شركة في كل يوم ومن ثم أخذ

الوسط الحسابي لمعامل الانتشار للشركة بناءً على عدد أيام التداول للشركة في السنة.

وتشمل المتغيرات المستقلة أربع متغيرات كما هو موضح أدناه:

1 - حجم مجلس الإدارة: فقد أشارت دراسة⁵¹ أن هذا المتغير كأحد المتغيرات لقياس آليات الحاكمية المؤسسية، وأضافوا

أيضاً أنه كلما كان عدد أعضاء مجلس الإدارة أكبر كلما رفع من مستوى كفاءة أدائها. وسيتم قياس هذا المتغير بعدد الأعضاء في المجلس.

2 - استقلالية أعضاء مجلس الإدارة: إن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة هي من الوسائل التي تعمل في تقليل المعلومات

المتباينة وبالتالي تحسن سيولة سوق الاسهم^{43،17}. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة عدد الأعضاء

المستقلين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد الأعضاء في المجلس.

3 - الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة: إن نظرية الوكالة تتنبأ بأن الرئيس التنفيذي صاحب المنصب المزدوج

يستطيع التحكم بأعضاء مجلس الإدارة بفعالية⁵¹ وسيتم قياس هذا المتغير كمتغير وهمي وستأخذ الدراسة رقم واحد في

حال ان المدير التنفيذي هو رئيس مجلس الإدارة ورقم صفر غير ذلك.

4 - كبار المساهمين: ذكر³⁸ بأن المستثمرين الخارجيين ينظرون بأن كبار المساهمين باستطاعتهم الحصول على

معلومات أكثر مما يزيد من التباين في المعلومات ومن ثم يقلل سيولة الأسهم. وسيتم قياس هذا المتغير بعدد

المساهمين الذين يملكون حصة تتجاوز 5% من أسهم الشركة. وقد تم استخدام هذا المقياس في العديد من الدراسات

التي تناولت هذا الموضوع منها^{53،10}.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد استخدمت غالبية الدراسات السابقة التي اطلع عليها الباحثين بعض المتغيرات الضابطة والتي تتعلق

بخصائص الشركات والتي تؤثر على سيولة سوق الأسهم وخصائص أعضاء مجلس الإدارة وهيكلية الملكية، وهما عاملان متغيران، حجم الشركة

مقاسا باللوغاريتم لإجمالي أصول الشركة، والربحية المقاسة بصافي الربح مقسوما على إجمالي حقوق المساهمين.

• نتائج التحليل

لتحقيق أهداف الدراسة تم تحليل البيانات بواسطة الاحصاء الوصفي ومعامل الارتباط وتحليل الانحدار الخطي المتعدد. حيث يوضح

الجزء الاول نتائج الاحصاء الوصفي لكل من متغيرات الحاكمية المؤسسية وسيولة سوق الاسهم والمتغيرات الضابطة. أما الجزء الثاني يوضح

معاملات الارتباط بين سيولة سوق الاسهم مع كل متغير من متغيرات الحاكمية المؤسسية ومتغيرات التحكم. اما الجزء الثالث يوضح اختبار مدى

التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة، والجزء الأخير يبين نتائج اختبار الانحدار المتعدد بين المتغير التابع وهو سيولة سوق الاسهم والمتغيرات

المستقلة والتي كانت اليات الحاكمية المؤسسية.

- نتائج الإحصاء الوصفي

الجدول رقم (2) يوضح الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة. حيث يظهر الجزء الأول من الجدول الاحصاء الوصفي للمتغيرات المستمرة

المستخدمة في نموذج هذه الدراسة والجزء الثاني من الجدول يوضح ايضا المتغيرات الوهمية المستخدمة في نموذج هذه الدراسة. حيث تبين من نتائج

الإحصاء الوصفي أن قيمة الوسط الحسابي لتكلفة سيولة سوق الاسهم كانت (0.0327) وكانت اعلى قيمة (0.1106) واقل قيمة (0.000) وهذا

يوضح ان متوسط تكلفة السيولة للشركات الاردنية مرتفع بالمقارنة بالأسواق المتقدمة، فمثلا ذكرت دراسة⁵³ أن تكلفة السيولة في السوق الأمريكي

كانت (0.0032) وفي سوق باريس للأوراق المالية (0.00297). كما ويوضح الجزء الأول من الجدول رقم (2) أن قيمة حجم مجلس الادارة تتراوح

ما بين الحد الأقصى وهو (12) والحد الأدنى (5)، وهذا ما يدل على أن الشركات المالية الأردنية ملتزمة بالقواعد العامة لحوكمة الشركات الصادر

عن سوق عمان المالي والتي تنص على ان عدد اعضاء مجلس الادارة لا يقل عن خمسة اعضاء ولا يزيد عن ثلاث عشرة عضو. أظهرت النتائج

أيضاً أن قيمة الوسط الحسابي لنسبة استقلالية اعضاء مجلس الادارة (0.2036) على الرغم من أن دليل قواعد الحاكمية المؤسسية الباب الثاني

(مجلس ادارة الشركة المساهمة) الفقرة الأولى تنص على أن يكون ثلث اعضاء المجلس على الأقل من الأعضاء المستقلين. كما وأظهرت النتائج

أنالوسط الحسابي لعدد كبار المساهمين هو (3.56) وهو ما يوضح ان اغلب عدد كبار المساهمين في الشركات الاردنية (4)، إلا أن هناك

شركات بلغ بها عدد كبار المساهمين (8) و (1).

جدول: (2) الاحصاء الوصفي لسيولة سوق الاسهم واليات الحاكمة المؤسسية ومتغيرات التحكم

| الجزء الأول: المتغيرات المستمرة | | | | | |
|---|---------------|-------------|-------------------|---------|----------|
| المتغيرات | الوسط الحسابي | الوسط | الانحراف المعياري | أقلقيمة | أعلىقيمة |
| السيولة | 0.0327 | 0.0322 | 0.0086 | 0 | 0.1106 |
| حجم مجلس الإدارة | 7.66 | 7 | 1.357 | 5 | 12 |
| نسبة الأعضاء المستقلين | 0.2036 | 0.2036 | 0.03745 | 0.12 | 0.43 |
| كبار المساهمين | 3.56 | 4 | 1.768 | 1 | 8 |
| العائد على حقوق الملكية | 0.00738 | 0.0003 | 0.031578 | -0.129 | 0.177 |
| حجم الشركة | 7.72675 | 7.38201 | 0.909238 | 5.921 | 10.39 |
| الجزء الثاني : المتغيرات الوهمية | | | | | |
| المتغيرات | التكرار (1) | التكرار (0) | عدد المشاهدات | | |
| الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة | 88 | 247 | 335 | | |

- نتائج اختبار معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

الجدول رقم (3) يوضح مصفوفة الارتباط بين سيولة سوق الاسهم، والتي تقاس بمعامل الانتشار والحاكمة المؤسسية ومتغيرات التحكم.

أوضحت النتائج أن هناك علاقة عكسية بين تكلفة سيولة سوق الاسهم وكل من نسبة عدد الاعضاء المستقلين بالمجلس والفصل بين مهام الرئيس

التنفيذي والإدارة والربحية وحجم الأصول. في حين كانت العلاقة بين تكلفة سيولة سوق الاسهم و نسبة الاعضاء المستقلين بالمجلس ($r = -0.311$)

تمثل أعلى قيمة ارتباط . هذا ما يدل على أن زيادة نسبة عدد الأعضاء المستقلين بالمجلس يعزز في تخفيض مستوى الانتشار، الأمر الذي ينعكس

على مستوى منخفض من تكلفة سيولة سوق الاسهم.

الجدول (3) اختبار معامل الارتباط بين سيولة سوق الاسهم واليات الحاكمة المؤسسية ومتغيرات التحكم

| المتغيرات | السيولة | حجم مجلس الإدارة | نسبة الأعضاء المستقلين | الفصل بين مهام | | اللوغاريتم لحجم الشركة |
|--------------------------------|---------|------------------|------------------------|-----------------|-----------------|------------------------|
| | | | | الرئيس التنفيذي | العائد على حقوق | |
| | | | | الإدارة | كبار المساهمين | الملكية |
| السيولة | 1 | | | | | |
| حجم مجلس الإدارة | -0.091 | 1 | | | | |
| نسبة الأعضاء المستقلين | -.311** | .589** | 1 | | | |
| الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي | | | | | | |
| الإدارة | -.141** | 0.1 | 0.091 | 1 | | |
| كبار المساهمين | 0.069 | .257** | -.161** | -.469** | 1 | |
| العائد على حقوق الملكية | -.167** | .217** | 0.076 | .110* | -.035- | 1 |
| اللوغاريتم لحجم الشركة | -.252** | .805** | .629** | -.308** | 0.028 | -.244** |

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

- اختبار التداخل الخطي

تبين نتائج اختبار معامل تضخم التباين في الجدول (4) انها انحصرت بين (1.0907) و(3.822) ويلاحظ أن جميع القيم كانت اقل من

10، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة في التداخل الخطي ما بين المتغيرات المستقلة، حيث تعتمد قوة النموذج الخطي العام أساساً على فرضية

استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة، وأن الحصول على قيمة (VIF) أقل من (10) يدل على عدم وجود مشكلة في التداخل الخطي وهذا ما

أشار له³⁵ كما تبين قيم التباين المسموح به (tolerance) والذي يعتبر مؤشرا على العلاقة الخطية بين المتغيرات الوسيطة والذي عادة ما يتم قبول قيمه إذا كانت اكبر من 0.2 على اعتبار انه يساوي مقلوب معامل تضخم التباين (ا / vif).

جدول رقم (4) اختبار مدى التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة

| التداخل الإحصائي | | المتغيرات |
|------------------|-----------|---|
| VIF | Tolerance | |
| 3.7411 | 0.2673 | حجم مجلس الإدارة |
| 2.1454 | 0.4661 | نسبة الأعضاء المستقلين |
| 1.6282 | 0.6141 | الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة |
| 1.8294 | 0.5466 | كبار المساهمين |
| 1.0907 | 0.9168 | العائد على حقوق الملكية |
| 3.8220 | 0.2620 | اللوائحيتيم لمجموع الأصول |

- تحليل الإنحدار المتعدد واختبار الفرضيات

أجري تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وذلك لأن الإنحدار الخطي المتعدد من الأساليب الإحصائية المتقدمة والتي

تضمن دقة الإستدلال من أجل تحسين نتائج البحث عن طريق الإستخدام الأمثل للبيانات في إيجاد علاقات سببية بين الظواهر موضوع البحث،

اضافة الى أن النموذج القياسي للدراسة يمثل الإنحدار الخطي المتعدد.

يبين الجدول رقم (5) أدناه أن قيمة قيمة $R^2 = 0.193$ وهذا يدل على أن آليات الحاكمية المؤسسية تشكل (19.3%) من التباين في

تكلفة سيولة سوق الأسهم، حيث تعتبر قيمة R^2 مؤشرا على مقدار التباين او الاختلاف الذي قد يحصل في المتغير التابع (تكلفة سيولة سوق

الأسهم)، بحيث يكون منسوبا او بسبب المتغير المستقل(آليات الحاكمية المؤسسية)، وكذلك تعبر عن قدرة المتغير المستقل في التنبؤ بالمتغير التابع

وعادة ما تدل القيمة الاكبر على قيمة افضل بحيث ان اعلى قيمة قد تصل الواحد صحيح وقد بلغت هذه القيمة بسبب تكلفة السيولة ما نسبته

(19.3%). ويلاحظ أيضاً أن قيمة Adjusted R2 قريبة من قيمة R2، حيث أنه إذا تم طرح Adjusted R2 من R2 (0.178-0.193) =

0.015 ، هذا الرقم (0.015) يعني أنه إذا تضمن مجتمع الدراسة كاملاً ضمن نموذج الدراسة، سيكون هناك (0.015) إنحراف في النتائج وهي

قيمة صغيرة جداً، وهذا يدل على أن قدرة آليات الحاكمية المؤسسية المستخدمة في هذه الدراسة في التنبؤ بمؤشر الإنتشار ضمن شركات عينة

الدراسة ممثلة احصائياً لقدرة آليات الحاكمية المؤسسية لشركات مجتمع الدراسة في التنبؤ بمؤشر الإنتشار. كما ويتضح من الجدول (5) أدناه التأثير

الكلي للمتغيرات المستقلة والضابطة على المتغير التابع، حيث يتضح من الجدول أدناه أن قيمة P-value هي (0.000) وهي أعلى من مستوى

الدلالة (0.05) حيث أن قيمة F-value هي (13.093) ، وهذا يدل على أن آليات الحاكمية المؤسسية لها تأثير ذو دلالة إحصائية على تكلفة

سيولة سوق الأسهم عند مستوى دلالة (0.05)، وبناءً عليه يتم رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل للفرضية الرئيسية الأولى.

كما وأظهرت النتائج أيضاً في الجدول رقم (5) أن قيمة الدلالة الإحصائية كانت أقل من مستوى المعنوية (0.05) لكل من حجم مجلس

الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة، كبار المساهمين، وهذا يدل على أن كل من آليات الحاكمية المؤسسية

لها تأثير ذو دلالة احصائية على تكلفة السيولة، وبناءً عليه يتم رفض الفرضيات العدمية وقبول الفرضيات البديلة للفرضيات الفرعية الأربعة.

الجدول رقم (5) اختبار الانحدار المتعدد لسيولة سوق الاسهم واليات الحاكمية المؤسسية

| Sig. | t-statistics | β Coefficients | | المتغيرات |
|-------|--------------|-----------------------------|--|---|
| | | Unstandardized Coefficients | | |
| 0.000 | 13.377 | 5.479 | | الثابت |
| 0.000 | 5.133 | 0.314 | | حجم مجلس الإدارة |
| 0.000 | -5.706 | -9.569 | | نسبة الأعضاء المستقلين |
| 0.048 | -1.982 | -0.246 | | الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة |

| | | | | |
|-----------------------|--------------------|--------------------|-------------------------|----------|
| 0.008 | -2.688 | -0.088 | كبار المساهمين | |
| 0.002 | -3.098 | -0.044 | العائد على حقوق الملكية | |
| 0.002 | -3.149 | -0.290 | اللوغاريتم لحجم الشركة | |
| F-significance | F-statistic | Adjusted R2 | R² | R |
| 0.000 | 13.093 | 0.178 | 0.193 | 0.44 |

• عرض الإستنتاجات والتوصيات

- الإستنتاجات

تناولت هذه الدراسة أثرآليات الحاكمية المؤسسية والمتمثلة بكل من حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام

الرئيس التنفيذي والإدارة، وكبار المساهمين على سيولة سوق الأسهم للشركات المالية المساهمة العامة المدرجة سوق عمان المالي خلال الفترة

2009 – 2013، وبناء على نتائج هذه الدراسة، فإن هذه الدراسة توصلت إلى الاستنتاجات التالية:

1 - أظهرت معاملات الارتباط لهذه الدراسة أن أغلب مبادئ الحاكمية المؤسسية ترتبط ارتباط عكسي مع تكلفة سيولة سوق الأسهم للشركات

المالية الأردنية المساهمة العامة وتتفق هذه النتيجة مع دراسة¹⁹ وهذا يدعم أن الشركات التي لديها آليات حاكمية مؤسسية فعالة فإنه من

المرجح أن تكون أسهمها تتمتع بسيولة عالية وتكلفة سيولة أقل وذلك بسبب الشفافية المالية، مما يقلل في النهاية من تباين المعلومات وفرض

المزيد من الرقابة على المدراء.

2 - بينت نتائج الدراسة أن حجم مجلس الإدارة له تأثير موجب ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم وهذه النتيجة تتفق مع كل من

^{22,41} حيث أوضحت نتائج دراستهم أن حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على السيولة، حيث تدعم هذه النتائج أن

هناك العديد من المشاكل التي من الممكن أن تنشأ والمرتبطة بكل من التنسيق والإتصال وصنع القرار نتيجة الزيادة في عدد أعضاء مجلس

الإدارة وبالتالي تؤدي الى زيادة المخاطر المرتبطة بالسيولة و صنع القرارات المرتبطة بكل من ممارسات الشركة وسياساتها واستراتيجية الشركة

المرتبطة بعنصر السيولة تكون غير فعالة، نتيجة لزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة.

- 3 - تبين أيضاً، أن نسبة الأعضاء المستقلين لها تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية الأردنية وتتفق هذه النتيجة مع^{43,17} والذين وجدوا أن نسبة الأعضاء المستقلين تقلل من تباين المعلومات وتحسن من السيولة. وتدعم هذه النتيجة أن الشركات المالية الأكثر نسبة من الأعضاء المستقلين تكون أكثر تحفظاً تجاه مخاطر السيولة.
- 4 - أيضاً أظهرت نتائج الدراسة أن الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة له تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية الأردنية. وهذا يوضح أن عدم الازدواجية في منصب المدير التنفيذي تزيد من فرصة حصول المتداولين بشفافية على معلومات تتعلق بالمدراء وعلاقتهم بأسعار الأسهم وأن زيادة سيولة الأوراق المالية وانخفاض تكاليف التداول تؤدي إلى تشجيع المتداولين الحصول على معلومات أكثر شفافية عن المدراء وعلاقتهم بأسعار الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة¹⁴ حيث أوضحت نتائج دراستهم أن مؤشر الانتشار (تكلفة السيولة) يكون أقل في الشركات التي يكون بها عدم ازدواجية في منصب المدير التنفيذي.
- 5 - وأظهرت نتائج الدراسة أيضاً أن عدد كبار المساهمين لهم تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم، على الرغم من أن الدراسات السابقة أشارت إلى أن نسبة كبار المساهمين تقلل من سيولة سوق الأسهم ومن أمثلة ذلك دراسة¹⁵ والتي أشارت إلى أن الملكية الكبيرة تلعب دوراً هاماً في تقييم أداء الشركة واتخاذ القرارات المناسبة والتي بدورها تقلل من سيولة سوق الأسهم. إضافة إلى دراسة¹⁵ والتي أشارت إلى أن ملكية كبار المساهمين تقلل من سيولة سوق الأسهم من خلال تقليل أعمال التداول.
- 6 - أيضاً، أظهرت نتائج الدراسة أن العائد على حقوق الملكية لها تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة⁴⁶ حيث أوضحت نتائج دراستهم أنه من المهم في الشركات المالية والبنوك أن تقوم الإدارة بإدارة السيولة بشكل جيد ، حيث أن امتلاك هذه الشركات كمية مناسبة من الأصول التي تتمتع بسيولة عالية تؤدي إلى تحسين الربحية، حيث أن السيولة الكافية تساعد الشركات في التقليل من مخاطر السيولة والأزمات المالية. وفي النهاية أظهرت نتائج الدراسة أن اللوغاريتم لحجم الشركات المالية له تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم وتدعم هذه النتيجة إلى أن الشركات المالية صغيرة الحجم يكون مستوى تباين المعلومات بها أقل ومستوى الانتشار بها عالي وبالتالي تكون أقل سيولة⁴⁴.

- التوصيات

بناء على نتائج الدراسة يوصي الباحثين بما يلي:

- 1 - يوصي الباحثون بدراسة العدد الأمثل لعدد أعضاء مجلس الإدارة بما يتناسب مع ممارسة واستراتيجية الشركة المرتبطة بعنصر السيولة.
- 2 - ضرورة تركيز الدراسات المستقبلية على نسبة الملكية لدى كبار المساهمين وأثرها على السيولة.
- 3 - استخدام آليات أخرى من الحاكمية المؤسسية وعلاقتها مع السيولة، لتعميم أثر الحاكمية المؤسسية بمختلف آلياتها على سيولة سوق الأسهم في الشركات الأردنية.
- 4 - استخدام مقاييس أخرى لمتغير السيولة لملاحظة الفروقات في النتائج، وبالتالي اعتماد أفضل مقياس لمتغير السيولة يقيس العلاقة مع آليات الحاكمية المؤسسية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع العربية

1. أبو قحف، عبد الغفار حنفي عبد السلام، *الإدارة الحديثة في البنوك التجارية*، (ط1)، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 1993 .
2. طالب، علاء فرحان و المشهداني، إيمان شبحان، *الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجية للمصارف*، (ط1)، دار صفاء، 2011.
3. عبد المطلب، عبد الحميد، *البنوك الشاملة عملياتها - اداراتها* ، (ط1)، الاسكندرية: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع ، 2006.
4. علي ، لؤي زين العابدين ،"الحوكمة وأثرها في تنشيط الاستثمار في السوق المصرية "، *مجلة المحاسب، جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 10 (240)، 2004، 260.
5. لطفي، أمين السيد أحمد، *المراجعة وحوكمة الشركات*، الإسكندرية: الدار الجامعية، ص: 132، 2010.
6. مطر، محمد و نور ، عبدالناصر "مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية: دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي والصناعي". *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، 3 (1)، 46-71، 2007.
7. هيئة الأوراق المالية، الأردن، <https://www.JSC.gov.jo>

المراجع الأجنبية:

8. Abdul Rahman, R., & Haneem Mohamed Ali, F. "Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence". *Managerial Auditing Journal*, 21(7), 783–804, 2006.
9. Acker, D., Stalker, M. & Tonks, I. "Daily closing inside Spreads and Trading Volumes around Earnings Announcements", *Journal of Business Finance & Accounting* 29(9/10), 1149–1179, 2002.
10. Al-Sharif, F., Bino, A., & Tayeh, M. "The Impact of Ownership Structure on Stock Liquidity: Evidence from Amman Stock Exchange". *Jordan Journal of Business Administration*, 11(1), 239–251, 2015.
11. Anderson, E. W., Fornell, C., & Lehmann, D. R. "Customer satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings from Sweden". *The Journal of Marketing*, 53–66, 1994.
12. Attig, N., Fong, W. M., Gadhoun, Y., & Lang, L. H. "Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity". *Journal of Banking & Finance*, 30(10), 2875–2892, 2006.
13. Baker, H. K. "Trading Location and Liquidity: An analysis of U.S. Dealer and Agency Markets for Common Stocks". *Financial Markets, Institutions & Instruments* 5(4), 1–5, 1996.
14. Bar-Yosef, S., and Prencipe, A. "The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(3), 292–316, 2013.
15. Brockman, P. Chung, D. Y. & Yan, X. S. "Block ownership, Trading Activity, and Market Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(06), 1403–1426, 2009.
16. Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. "Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems", *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 167–201, 2004.
17. Cai C.X., Keasey K. and Short H. "Corporate Governance and Information Efficiency in Security Markets", *European Financial Management*, 12(5), 762–787, 2006.

18. Christine, A. *Handbook on International Corporate Governance*, (1st ed.). London: Edward Elgar publishing limited, 2006.
19. Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. C. "Corporate Governance and liquidity". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 265–291, 2010.
20. Craven, K.S. and Wallace, W.A. "A framework for determining the influence of the corporate board of directors in accounting studies", *Corporate Governance*,. 9(1). 2-23. 2001.
21. Davis, G. F., & Greve, H. R. "Corporate elite networks and governance changes in the 1980s" *American journal of sociology*, 103(1), 1–37, 1997.
22. Delis, D.M. Gaganis, C and Pasiouras, F. Bank liquidity and the board of directors. Retrieved from https://mpra.ub.unimuenchen.de/18872/1/Bank_liquidity_and_board.pdf. 2009.
23. Demsetz, H., & Lehn, K. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and consequences" *The Journal of Political Economy*, 155–1177, 1985.
24. Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. "Ownership Structure and top Executive Turnover" *Journal of financial economics*, 45(2), 193–221, 1997.
25. Eisenhardt, K. M. "Agency Theory: An Assessment and Review" *Academy of Management Review*, 26(2), 301–325, 1989.
26. Fabozzi, F.J. *Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments*, (1st ed.), New Jersey: John Wiley & Sons Inc, 2008.
27. Fama, E. F. "Agency Problems and the Theory of the Firm" *The journal of political economy*, 288–307, 1980.
28. Fama, E. F. and Jensen, M. C. "Separation of Ownership and Control" *Journal of Law and Economics*, 301–326, 1983.
29. Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. "CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command". *Academy of Management journal*, 37(5), 1079–1108, 1994.
30. Fleming, G., Heaney, R. and McCosker, R. "Agency Costs and Ownership Structure in Australia" *Pacific Basin Finance Journal*, 13, 29–52, 2005.
31. Fosberg, R. H. "Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effect, Corporate Governance" *The international journal of business in society*, 4(1), 31–38, 2004.

32. Ginglinger, E., & Hamon, J. "Ownership, Control and Market Liquidity" *Finance Journal*, 33(2), 61–99, 2012.
33. Gjerde, T., Mahenthiran, S., & Cademartori, D. "Effect of ownership, governance, and transparency on liquidity—Chilean evidence" *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(2), 183–202, 2013.
34. Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. "Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders" *Journal of financial economics*, 14(1), 71–100, 1985.
35. Gujarati, D. N. & Porter, D. C. *Basic econometrics*, (5th ed.). New York: The McGraw–Hill Companies Inc, 2009.
36. Haddad, A. E., AlShattarat, W. K., & Nobanee, H. "Voluntary Disclosure and Stock Market Liquidity: evidence from the Jordanian Capital Market" *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5(3), 285–309, 2009.
37. Haniffa, R. M. and Hudaib, M. "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies" *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1–29, 2006.
38. Heflin, F., & Shaw, K. W. "Blockholder ownership and market liquidity" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(04), 621–633, 2000.
39. Holderness C. "The diffuse ownership in the United States" *Rev. Finance. Stud.* 22(4), 377–408, 2009.
40. Hutchinson, M. R., Percy, M., & Erkurtoglu, L. "An investigation of the association between corporate governance, earnings management and the effect of governance reforms" *Accounting Research Journal*, 21(3), 239–262, 2008.
41. Huther, J., "An empirical test of the effect of board size on firm efficiency" *Economics Letters*, 54(1), 259–264, 1997.
42. Ilmanen, A, *Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards (1st ed.)*, John Wiley & Sons Ltd , the Britain, 2011.
43. Kanagaretnam K., Lobo G.J. and Whalen D.J., "Does Good Corporate Governance Reduce Information asymmetry around quarterly Earnings Announcements?" *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497–522, 2007.
44. Khan, R., Dharwadkar, R., & Brandes, P. "Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination" *Journal of Business Research*, 58(8), 1078–1088, 2005.

45. Kyle, A. S. "Continuous auctions and insider trading *Econometrica*", *Journal of the Econometric Society*, 1315–1335, 1985.
46. Lartey, V. C., Antwi, S., &Boadi, E. K. "The relationship between liquidity and profitability of listed banks in Ghana" *International Journal of Business and Social Science*, 4(3), 48–56, 2013.
47. Lee, C. M. C. &Swaminathan, B. "Price Momentum and Trading Volume" *The Journal of Finance* 55(5), 2000.
48. Lev, B. "Toward a theory of equitable and Efficient Accounting Policy". *Accounting Review*, 63(1), 1–22, 1988.
49. Levesque, T. J., Libby, T., Mathieu, R., & Robb, S. W. "The effect of director monitoring on bid and ask spreads" *Journal of International Accounting Research*, 9(2), 45–65, 2010.
50. Li, M. and Simerly, R. L. "The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship" *Strategic Management Journal*, 19(1), 169–179, 1998.
51. Loukil, N., &Yousfi, O. "Does Corporate Governance affect Stock Liquidity in the Tunisian Stock Market?" *International Conference of the French Finance Association*, 29(1), 1–26., 2010.
52. OECD, Principles of Corporate Governance, Organization for economic cooperation and development publication service, [https://www. OECD org](https://www.OECD.org), 2004.
53. Omet, G. "Ownership Structure and Stock Liquidity: Some Evidence from the Jordanian Capital Market" *Corporate Ownership & Control*, 4(2) 292–296, 2007.
54. Reed, D. "Corporate governance reforms in developing countries" *Journal of Business Ethics*, 37(3), 223–247, 2002.
55. Saleh, N. M., Iskandar, T. M., &Rahmat, M. M. "Earnings management and board characteristics: Evidence from Malaysia" *Journal Pengurusan*, 24(4), 77–103, 2005.
56. Sarin, A., Shastri, K. A., &Shastri, K. "Ownership structure and stock market liquidity". *Intl. J. Accoun*, 38, 465–491, 2000.
57. Shleifer, A., &Vishny, R. W. "Management entrenchment: The case of manager-specific investments" *Journal of financial economics*, 25(1), 123–139, 1989.
58. Williamson, O. E. "Corporate Finance and Corporate Governance" *The journal of finance*, 43(3), 567–591, 1988.

59. Winkler, A. "Corporate law or the law of business?: stakeholders and corporate governance at the end of history". *Law and Contemporary Problems*, 109–133, 2004.
60. Wyss, R. "*Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market*" UniversitÄur Economic. Moscow, Russia, 2004.
61. Xie, B., Davidson, W. N., & Dalt, P. J. "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee" *Journal of corporate finance*, 9(3), 295–316, 2003.
62. Yermack D., "Higher Market Valuation of Companies with a small Board of Directors" *Journal of Financial Economics* 40(1), 185–211, 1996.

Copy Rights

**THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES ON
THE STOCK MARKET LIQUIDITY: EMPIRICAL STUDY ON
FINANCIAL JORDANIAN PUBLIC CORPORATION**

Suhayeb Ayedh Alkahtani*, Abdel Naser.I.Nour, Omar Shaher Arabiat*****

*Accepted for Publication in Zarqa Journal For Research and Studies in
Humanities-Zarqa University- Jordan*

Date of submitted: 31-1-2016, and Date of Accepted 18-4-2016

ABSTRACT

This study aimed to identify the impact of corporate governance principles on the liquidity of the stock market in the financial companies listed on the Amman Stock Exchange (ASE) for the period from 2009 to 2013. Corporate governance principles are represented by board size, board composition, CEO duality and block holders.

To achieve the objective of the study, descriptive statistics, correlation analysis and multiple regression analysis were used. The study sample includes (67) financial company. The study results showed that most of the corporate governance mechanisms contribute to the reduction of the liquidity cost for the financial Jordanian public corporation. Based on the results of the study it has been proposed several recommendations, the most important is the need to study the optimum number of the members of the board of directors in line with the company's strategy and practice associated with the element of liquidity and examine the ownership percentage for block holders and its impact on liquidity.

Key Words: Corporate governance, Liquidity, liquidity cost, corporate governance principles, Jordanian financial companies.

Copy Rights