

الحاكمية المؤسسية الداخلية

وأثرها على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية

د. / عبد الوهاب سلامة المطارنة*

Abstract:

The study aimed to explore effect of internal corporate governance mechanism on cost of capital in Jordanians industrial corporation. the population of the study consisted of all Industrial Companies listed in Amman stock exchange and braved 70 companies. The study sample amounted to 30 companies and 43% roughly. For the purpose of achieving the objective of the study. the researcher developed a questionnaire was distributed to a number of owners of leadership positions working in companies involved in the study sample addition to the external auditor to gather the necessary information to conduct the study , in addition to the information that has been obtained from the financial statement.

Key words: Internal corporate, Governance, Cost of capital.

ملخص:

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الحاكمية المؤسسية الداخلية على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية، وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 70 شركة أما عينة الدراسة فبلغت 30 شركة وبنسبة 43% تقريبا، وقد تم تصميم استبانة تم توزيعها على عدد من العاملين في الشركات عينة الدراسة من أصحاب المناصب القيادية بالإضافة إلى المدقق الخارجي لجمع المعلومات اللازمة لإجراء الدراسة كما تم الحصول على البيانات اللازمة الأخرى من القوائم المالية المنشورة للشركات عينة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: المؤسسية الداخلية، الحاكمية، تكلفة رأس المال.

* أستاذ مساعد، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء، الأردن

مقدمة:

أدت الأزمات الاقتصادية المتلاحقة التي حدثت في العديد من الدول في أمريكا الشمالية واسبيا وأوروبا إلى تزايد الإهتمام بالحاكمة المؤسسية، خاصة في أعقاب الإنهيارات الاقتصادية التي حدثت في نهاية القرن الماضي وبداية هذا القرن للعديد من الشركات العملاقة. حيث عزاها الكثير من الدارسين والباحثين إلى ضعف الحاكمة المؤسسية. (Asian Development Bank Institute, 2004). وتعود جذور الحاكمة المؤسسية للشركات إلى بداية القرن التاسع عشر، حيث ظهرت الشركات المساهمة العامة، ورافق نشأت هذه الشركات مشاكل فصل الملكية عن الإدارة الأمر الذي أدى إلى ظهور ما يعرف اليوم بنظرية الوكالة، (Jensen et al, 1976) والتي تشير إلى تضارب المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين الأمر الذي استوجب وضع الضوابط والتعليمات التي تحد من تغول الإدارة والحفاظ على اموال المساهمين وحقوقهم.

وقد أظهرت الدراسات أن الحاكمة المؤسسية الجيدة تؤدي إلى تحسين الأداء في المنشأة (Jerab, 2009) كما أنها تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة، (Garmese,etal,25004) لأن المستثمرون يقبلون بدفع سعر أعلى للأسهم الشركات التي تمتلك حاكمة مؤسسية جيدة لعلمهم أن استثماراتهم في مثل هذه الشركات لن تتعرض للمخاطر، أو أن المخاطر تكون أقل بشكل ملحوظ، وترجع الدراسات سبب ذلك إلى أن الحاكمة الجيدة تؤدي إلى خفض تكلفة الوكالة.

تكمن أهمية هذه الدراسة في محاولتها الجادة بيان أثر الحاكمة المؤسسية الداخلية على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية. حيث قام بعض الباحثين ببيان أثر الحاكمة المؤسسية على الأداء، أو على موثوقية التقارير المالية، وأعلى أمور أخرى كثيرة، لكن هذه الدراسة تحاول بيان أثر الحاكمة الداخلية على تكلفة رأس المال، وهل يؤدي التطبيق الجيد للحاكمة الداخلية إلى زيادة تكلفة رأس المال أم إلى تخفيض هذه التكلفة؟

تعمل معظم الشركات على تطبيق مبادئ الحاكمة المؤسسية بشكل عام ومن ضمن هذه المبادئ مبادئ الحاكمة المؤسسية الداخلية لضمان فاعلية وكفاءة العمليات وموثوقية القوائم المالية والأمتثال للقوانين والأنظمة بالإضافة إلى الحفاظ على أصول المنشأة، ولكن السؤال هو: ما أثر هذا على تكلفة رأس مال الشركة التي تأخذ على عاتقها تطبيق مبادئ الحاكمة المؤسسية الداخلية؟

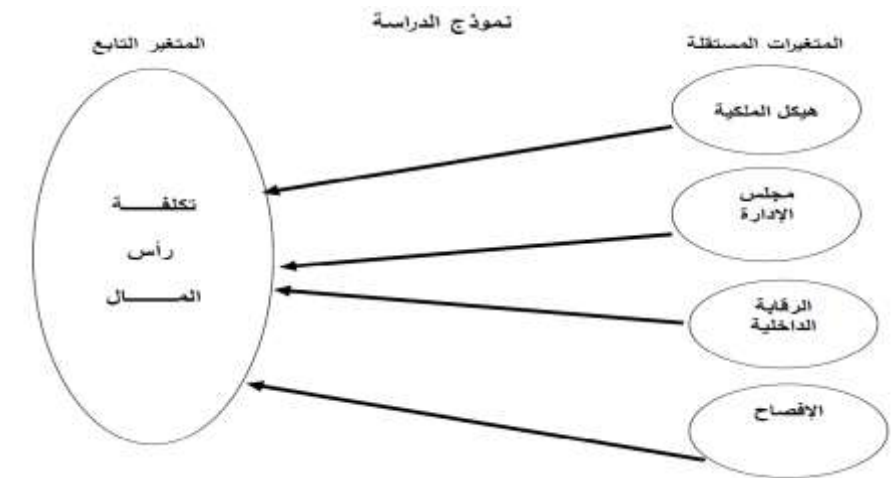
على ضوء مشكلة الدراسة وأسئلتها تم تحديد فرضيات الدراسة وعلى النحو التالي:

الفرضية الأولى:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للحاكمة المؤسسية الداخلية (متوسط مبادئ الحاكمة الداخلية) على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$)

والفرضية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمة المؤسسية الداخلية (تركز المكيه، مجلس الإدارة، الرقابة الداخلية، الإفصاح) على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$).



لقد تم الجمع في هذه الدراسة بين الدراسة الميدانية والدراسة النظرية، حيث اعتمدت الدراسة على المناهج البحثية التالية:

1- المنهج الوصفي التحليلي: حيث تم استخدام هذا المنهج لعرض المعلومات المتعلقة بموضوع الدراسة.

2- المنهج القياسي الكمي: حيث استخدم هذا المنهج في تحليل البيانات وعرضها من خلال استخدام الأساليب الإحصائية المختلفة، كما تم الإستعانة ببرامج التحليل الإحصائي المستخدمة على جهاز الحاسوب بإستخدام برمجية

Statistical Packages For social Sciences (SPSS).

تم جمع البيانات والمعلومات اللازمة لإتمام هذه الدراسة من المصادر التالية:

1- المصادر الأولية: تم الحصول على البيانات الأولية للدراسة من القوائم المالية المنشورة للشركات عينة الدراسة بالإضافة إلى استبانة تم تصميمها لجمع المعلومات عن الحاكمية المؤسسية ومستوى تطبيقها في الشركات المعنية.

2- والمصادر الثانوية: لقد تم الحصول على البيانات الثانوية المتعلقة بهذه الدراسة بالرجوع إلى الكتب والبحوث والمقالات العلمية والدراسات الجامعية والتقارير والنشرات الصادرة عن الجهات المعنية، مثل سوق عمان المالي وهيئة الأوراق المالية والشركات التي تشكل عينة الدراسة.

الدراسات السابقة:

يوجد الكثير من الدراسات التي تحدثت عن الحاكمية المؤسسية، ولكن الدراسات المذكورة تالياً من أكثرها ملاءمة لهذه الدراسة.

(1) دراسة (خوري، 2003) بعنوان:

أين يقف الأردن من التحكم المؤسسي

أجريت الدراسة في الأردن وهدفت إلى بيان أثر الإطار التشريعي والرقابة الحكومية المتعلقة بالحاكمة المؤسسية الأردنية والمتمثلة في الشركات العائلية بشكل خاص. كما تناولت الدراسة المستوى العام لتطبيق الحاكمية في الأردن. قدم الباحث مجموعة من التوصيات كان من أهمها استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وأن يكون أعضاء مجلس الإدارة من أصحاب الخبرة والاختصاص.

(2) دراسة (مطر ونور، 2007) بعنوان:

مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية

وهي دراسة تحليلية مقارنة حيث قارنت بين القطاع الصناعي والقطاع المصرفي من حيث تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية وقد أجريت الدراسة على عينة شملت القطاع الصناعي والقطاع المصرفي في الأردن وقد أظهرت الدراسة أن مستوى التزام الشركات المساهمة في القطاعين يتراوح ما بين قوي وضعيف جداً، كما بينت الدراسة أن سبب هذا التفاوت بين الشركات في القطاعين يعود إلى عدم التزام مجالس إدارة هذه الشركات بتطبيق الحاكمية المؤسسية وعدم الإلتزام بقواعد السلوك المهني.

(3) دراسة (الجعدي، 2007) بعنوان:

مستوى الحاكمية المؤسسية وأثره في أداء الشركات

هدفت الدراسة إلى تكييف وتطبيق نموذج (Credit Lyonnais Securities Asia) (CLSA) لقياس مستوى الحاكمية المؤسسية في الأردن ومن ثم قياس العلاقة ما بين مستوى الحاكمية المؤسسية والأداء المؤسسي المناظر (الأداء المالي، والأداء التشغيلي، وأداء الأسهم، والأداء السوقي). وقد توصلت الدراسة التي تم جمع معلوماتها من خلال الاستبانة إلى أن الحاكمية تؤثر بقوة في الأداء المالي والأداء التشغيلي وأداء الأسهم مع تفاوت ملحوظ في هذا التأثير بين القطاعات المختلفة، كما أظهرت الدراسة أن أثر الحاكمية كان ضعيفاً على القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة، وقد أوصت الدراسة بتطوير نموذج (CLAS) والمستخدم في قياس مدى تطبيق الحاكمية المؤسسية في الشركات.

(4) دراسة (الشريف، 2008) بعنوان:

جودة الأرباح وعلاقتها بالحاكمة المؤسسية

هدفت الدراسة إلى بيان العلاقة بين الحاكمة المؤسسية وجودة الأرباح، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لاسهم الشركة وجودة الأرباح ووجود علاقة ارتباط طردية بين استقلالية لجنة التدقيق وجودة الأرباح من جهة أخرى، وإما بقية عناصر الحاكمة فلم تظهر الاختبارات الإحصائية وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينها وبين جودة الأرباح.

(5) دراسة (Hollis, 2004, et al.) بعنوان:

Corporate Governance and the Cost of Equity Capital

أجريت الدراسة في الولايات الأمريكية المتحدة، وهدفت إلى التعرف على العوامل التي تؤدي إلى خفض مخاطر وتكلفة الوكالة. ولتحقيق ذلك استخدم الباحث الأبعاد التالية في دراسته والتي تشكل عناصر الحاكمة المؤسسية وهي (1) جودة المعلومات المحاسبية (2) هيكل الملكية (3) حقوق المساهمين (4) مجلس الإدارة. وقد توصلت الدراسة إلى أن الفصل بين الملكية والرقابة (السيطرة) يؤدي إلى عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين الأمر الذي يعرض المساهمين إلى ارتفاع مخاطر وتكلفة الوكالة كما كان من نتائج الدراسة أن الإفصاح والشفافية يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، كما أظهرت الدراسة أن هناك علاقة ارتباط سالبة بين تكلفة رأس المال ومجلس الإدارة المستقل.

(6) دراسة (Dey, 2005) بعنوان:

Corporate governance and Financial Reporting Credibility

هدفت الدراسة إلى بيان العلاقة بين الحاكمة المؤسسية وجودة المعلومات المنشورة في التقارير المالية، حيث تم اختبار العلاقة بين الحاكمة المؤسسية ومصداقية الأرقام الظاهرة في القوائم المالية، وقد كان المقياس لجودة الحاكمة المؤسسية هو مدى التزامها بتطبيق مبادئ الحاكمة المؤسسية للشركات. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين كل من استقلالية مجلس الإدارة ولجنة التدقيق وحقوق حملة الأسهم وبين مصداقية التقارير المالية وبالتالي فإن هذه النتيجة تقود إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين الحاكمة المؤسسية وجودة التقارير المالية.

(7) دراسة (Kevin, et, al.2006) بعنوان:

Legal Protection of investors, corporate governance and the cost of equity capital

هدفت الدراسة إلى بيان أثر التشريعات القانونية والحاكمية المؤسسية على تكلفة رأس المال في أسواق الدول الناشئة، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الحاكمية الجيدة تؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال في هذه الدول أي أن العلاقة عكسية. كما أظهرت الدراسة أن الأثر يكون بيناً وواضحاً وملموساً عندما تكون التشريعات القانونية لا توفر الحماية الكافية للمستثمرين حيث تعمل الحاكمية المؤسسية كبديل للتشريعات والقوانين في هذه الدول. وقد كانت نتائج الدراسة مشابهة لدراسة (Coombes and Watson, 2000) التي أظهرت أن المستثمر على استعداد لدفع سعر أعلى للسهم في الشركة ذات الحاكمية المؤسسية الجيدة في البلدان التي لا يتوفر فيها قوانين وتشريعات كافية لحماية الاستثمارات والمستثمرون.

(8) دراسة (Brian, et al, 2008) بعنوان:

Corporate governance and Firm Performance

هدفت هذه الدراسة إلى الإجابة عن الأسئلة التالية:

- (1) كيف يتم قياس حوكمة الشركات؛
 - (2) ما نوع العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء المنشأة.
- وقد قام الباحثون بالرجوع إلى الأدب المحاسبي في هذا الجانب لبيان نوع العلاقة بين ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة وفصل الإدارة عن الملكية من جانب وأداء المنشأة من جانب آخر حيث تبين أن العلاقة موجبة. وقد أجابت هذه الدراسة عن الأسئلة مع الأخذ بعين الاعتبار تأثير بعض العوامل الداخلية الأخرى على أثر الحاكمية المؤسسية على الاداء المؤسسي والملكية وهيكل رأس المال.

(9) دراسة (Jerab , 2010) بعنوان:

The effect of internal corporate governance. mechanism on corporate performance.

هدفت الدراسة إلى بيان أثر الحاكمية المؤسسية الداخلية (هيكل الملكية ومجلس الإدارة والرقابة الداخلية والإفصاح والشفافية) على تكلفة رأس المال. وقد أظهرت الدراسة أن الحاكمية المؤسسية لها تأثير مهم على أداء المنشأة، حيث تم قياس أداء المنشأة من خلال الأداء المالي ومعدل نمو المنشأة والكفاءة وتخفيض المخاطرة، وقد أظهرت نتائج الدراسة التي أجريت في تركيا أن هناك أثر واضح وملحوظ للحاكمية المؤسسية على أداء المنشأة ويظهر الأثر بوضوح أكثر في المدى المتوسط والطويل حيث لا يمكن ملاحظته في المدى القصير.

الإطار النظري للدراسة

تعرف الحاكمية انها مجموعة من العمليات والسياسات والقوانين التي تؤثر على الأسلوب والطريقة التي تدير بها المنظمة عملياتها (Dawad Jerab, 2009) كما عرفها (Williamson, 1996, P.3) بأنها الأسلوب الذي يحدد قدرة المنظمة على تحقيق أهدافها اخذة بعين الإعتبار الإطار الأخلاقي والحق والعدالة في التعامل مع جميع أصحاب المصالح. أما (Matheson, 2003) فقد عرف الحاكمية المؤسسية بأنها المنهجية أو الطريقة التي تبحث في كيفية ضمان أن تقوم الإدارة بعملها وفقاً للقوانين والتشريعات والتعامل مع جميع اصحاب المصالح بعدالة. وعرفت منظمة التعاون والاقتصاد الدولية على أنها مجموعة العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والملاك وجميع الأطراف التي لها علاقة مع الشركة، حيث يتم تحديد الأسلوب الذي يمكن الشركة من تحقيق أهدافها ومراقبة الأداء والنتائج والأسلوب الأمثل لممارسة السلطة لتحقيق أهداف الشركة.

إن الهدف الرئيسي للحاكمية هو تحسين عملية إتخاذ القرارات وتحديد الأهداف الاستراتيجية للوصول إلى تحقيق اداء متميز وربحية جيدة وانتاجية كفاءة وبالتالي زيادة القيمة السوقية وزيادة العائد للملاك. حيث تتضمن الحاكمية المؤسسية الأمور التالية:

1. تحديد الأهداف الاستراتيجية الفعالة
2. وضع الهيكل التنظيمي المناسب الذي يساعد على تحقيق الأهداف وتنفيذ الاستراتيجية.
3. ضمان حقوق المساهمين وحقوق جميع اصحاب المصالح.
4. تطبيق القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها بالإضافة إلى الاجراءات الداخلية المطبقة في الشركة.

إن تطبيق الحاكمية المؤسسية في الشركة يؤدي إلى النتائج التالية: (1) فعالية وكفاءة العمليات. (2) موثوقية التقارير المالية (3) الإمتثال للقوانين والأنظمة (4) الحفاظ على أصول الشركة (Dawad Jerab, 2009). وقد اتفق الباحثون والدارسون والجهات المعنية على أن المبادئ العامة للحاكمية المؤسسية تتكون مما يلي:

1. الحفاظ على حقوق المساهمين والعملاء.
2. ضمان مبدأ الإدارة الفعالة.
3. ضمان تقاسم السلطة بين الجهات الإدارية والرقابية في الشركة.
4. تنفيذ عمليات الرقابة المناسبة على النشاط المالي والإقتصادي.
5. ضمان الإفصاح الكامل والشفافية.
6. تطبيق كامل للقوانين والأنظمة والأخذ بمبادئ الحق والأخلاق.

إن التطبيق الجيد للحاكمية، يعود بالنفع الكبير على الدولة والمجتمع بشكل عام. حيث يعزز اداء الشركة وكفاية رأس المال ويزيد من القيمة السوقية للشركة، كما يحسن العلاقات بين الشركة وجميع اصحاب المصالح، ويؤدي إلى زيادة السيولة ويحد من المخاطر ويحمي حقوق المساهمين، كما أن الحاكمية المؤسسية تساعد على خلق مجتمع أكثر إنفتاحاً وشفافية، وتساعد على بسط سيادة القانون والحد من الفساد وتعزيز العدالة والأخلاق كما أن أثرها على الإقتصاد ملحوظ (Botosan, et al, 2002)، إذ يزداد الإستثمار في المدى المتوسط والطويل كما تزداد التنمية المستدامة والمنافسة وتساعد على

تحسين جودة المنتجات والخدمات وزيادة الابتكار والتطوير والحد من الفساد والرشوة والإفلاس (Chen, et al, 2008).

أطراف الحاكمية المؤسسية للشركات:

إن الأطراف المعنية بحوكمة الشركات هي الجهات التي تقوم على إدارة عمليات الشركة المختلفة بطريقة مباشرة وغير مباشرة وتشمل: (أ) المدير التنفيذي، (ب) مجلس إدارة الشركة، (ج) المساهمون، (د) المدقق الخارجي وأصحاب المصالح الآخرين (Stakeholders) أما المعنيون بالحوكمة فهم الموردون وموظفو الشركة والدائنون والعلماء والجهات الحكومية المعنية والإعلام والمجتمع بشكل عام، ولكن الجهات الأكثر إهتماماً من بين جميع الأطراف السابقة فهم المساهمون ملاك الشركة وأعضاء مجلس الإدارة وهم القيمون على الشركة والأمناء على أصولها والمدير العام للشركة (الوكيل) والمخول باستخدام أصول الشركة.

المبادئ الجوهرية للحاكمية المؤسسية:

1 - المساءلة:

وتعني التأكد من أن إدارة المنظمة مسؤولة ومسؤولة مباشرة عن جميع القرارات والأعمال التي تتخذها وتقوم بها أمام مجلس الإدارة كما أن مجلس الإدارة مسؤول مسؤولة مباشرة عن جميع القرارات والأعمال التي يقوم بها أمام الهيئة العامة للشركة (المساهمون).

2 - العدالة:

حماية حقوق المساهمين والتأكد من أن جميع المساهمين بما في ذلك اصحاب الحقوق غير المسيطر عليها يعاملون بعدالة.

3 - الشفافية (الأفصاح):

الكشف الدقيق والإفصاح عن جميع العمليات المالية وغير المالية التي تؤثر على الشركة وعن الأداء والملكية في الوقت المناسب.

4 - الاستقلالية:

التأكد من أن جميع الإجراءات والهيكل التنظيمي للمنظمة في وضع يمنع أو يقلل إلى أدنى حد ممكن من تضارب المصالح بين الأطراف المختلفة، بالإضافة إلى استقلال الإدارة، وحريتها التامة في اتخاذ القرارات دون تأثرها بالضغوط الخارجية.

إن النموذج السائد والمتعارف عليه لنشأة الحاكمية في الشركة يتضمن:

- يقوم حملة الأسهم (الملاك) بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة والذي سيمثلهم قانونياً ويتحمل مسؤولية إدارة الشركة واتخاذ القرارات.
- يقوم مجلس الإدارة بالتصويت عند اتخاذ القرارات الهامة حيث تتخذ القرارات بالأغلبية.
- تتخذ القرارات التي يجب أن تراعي مصلحة الملاك والمجتمع بمنتهى الشفافية.
- على مجلس الإدارة أن يلتزم بنطبق القوانين والأنظمة المعمول بها بالإضافة إلى المعايير الوطنية أو الدولية.
- على مجلس الإدارة أن يقوم بإصدار تقارير مالية وأدارية موثوقة تفصح عن جميع العمليات والأحداث المالية وغير المالية التي حدثت خلال الفترة المالية.
- وعلى مجلس الإدارة أن يتأكد من وجود رقابة داخلية جيدة وفعالة.

متغيرات الحاكمية المؤسسية الداخلية:

تتطلب الحاكمية المؤسسية الجيدة للشركات والمنظمات المختلفة، تبني معايير وإجراءات عمل للتأكد من أن نتائج أعمال المنشأة تتسجم والأهداف التي تسعى المنظمة لتحقيقها، مع مراعاة الإستخدام الأمثل لموارد المنظمة المتاحة. أما المتغيرات الداخلية لحوكمة الشركات فتشمل ما يلي:

1- هيكل الملكية:

ويعني هيكل الملكية نسبة الأسهم المملوكة من قبل كبار المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة سواء كانوا اشخاصاً أو شركات أو مؤسسات ومدى تركيز ملكية هذه الاسهم.

2- مجلس الإدارة:

إن مجلس الإدارة هو المسؤول المباشر عن إدارة الشركة كما أنه هو الممثل القانوني للمساهمين حيث يقوم بالرقابة على القرارات الإستراتيجية التي تتخذها الإدارة العليا في الشركة، ويملك مجلس الإدارة السلطة في تعيين الإدارة العليا وإنهاء خدماتها وتقديم الحوافز لها، كما أن مجلس الإدارة يقوم بالدور الرئيسي والمباشر من أعمال الحاكمية المؤسسية في الشركة.

3- إجراءات الرقابة الداخلية والتدقيق الداخلي:

تعني الرقابة الداخلية الإجراءات والسياسات التي تتخذها الإدارة العليا في الشركة لضمان تحقيق أهداف الشركة، وضمان تطبيق القوانين والأنظمة المرعية والحفاظ على أصول الشركة وسجلاتها المختلفة.

4- الإفصاح والشفافية:

حيث يعني الإفصاح والشفافية أنه على المنظمة الإعلان عن جميع الأحداث المالية المهمة نسبياً التي تحدث في المنظمة وتوصيل هذه المعلومات إلى المستخدمين في الوقت المناسب، كما عليها أيضاً الإعلان عن الأهداف الإستراتيجية والمشاريع الإستثمارية المستقبلية.

الطريقة والاجراءات:

مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي لعام 2013، وسيتم استثناء الشركات التي لا تتوفر عنها معلومات لهذا العام. وقد بلغ عدد الشركات التي تنطبق عليها الشروط 70 شركة. أما عينة الدراسة فقد كانت عينة قصدية تألفت من 30 شركة تتوفر فيها شروط العينة ومن جميع القطاعات الصناعية.

عينة الدراسة:

تألفت عينة الدراسة من 30 شركة توفرت فيها الشروط ومن جميع القطاعات الصناعية (عينة قصدية) حيث تم توزيع الإستبانة على عضو مجلس ادارة ورئيس قسم الرقابة الداخلية ورئيس قسم المحاسبة في كل شركة من الشركات عينة الدراسة.

إجراءات الدراسة:

- بعد تحديد مجتمع وعينة الدراسة قام الباحث بإجراءات الدراسة على النحو التالي:
- 1- جمع البيانات اللازمة للدراسة من التقارير المالية السنوية التي تصدرها الشركات عينة الدراسة.
 - 2- معالجة البيانات كي تصبح متوافقة وأغراض الدراسة.
 - 3- توزيع استبانة لجمع المعلومات الضرورية المتعلقة ببعض مفردات الحاكمية المؤسسية وذلك لتقدير مستوى تطبيق الحاكمية المؤسسية في الشركات عينة الدراسة.
 - 4- إجراء المعالجات الإحصائية الضرورية لاختبار الفرضيات باستخدام برنامج (SPSS).

متغيرات الدراسة:

المتغيرات المستقلة:

- 1- المتغير المستقل SC هيكل ملكية رأس المال
- 2- المتغير المستقل BD مجلس الإدارة
- 3- المتغير المستقل IC الرقابة الداخلية
- 4- المتغير المستقل DIS الإفصاح

المتغيرات التابعة:

المتغير التابع r تكلفة رأس المال

المتغيرات الضابطة:

- Beta معامل المخاطرة
BM نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية
BV القيمة الدفترية
INFL معدل التضخم
MV القيمة السوقية

قياس الحاكمية المؤسسية الداخلية:

لقياس الحاكمية المؤسسية في الشركات عينة الدراسة , استخدم الباحث الاستبانة لجمع المعلومات اللازمة لعملية القياس، حيث تم الاستعانة بالاستبانة التي صممها مؤسسة كريدي ليونيه للإدارة المالية في آسيا (CLNA) والتي يتم استخدامها لقياس الحاكمية في الشركات. وقد تم استخدام هذه الاستبانة من قبل العديد من الباحثين منهم على سبيل المثال لا الحصر (Kevin et al, 2009) وقد قام الباحث بإجراء بعض التعديلات على الاستبانة المذكورة لتتلاءم مع بيئة الشركات الأردنية حيث تم منح نقطة واحدة لكل إجابة موجبة وصفر للإجابة السالبة، وبهذا يمكن حساب متوسط الحاكمية المؤسسية لكل عنصر من عناصر الحاكمية، وكذلك متوسط الحاكمية للشركة لكل من مبدأ مجلس الإدارة ومبدأ الرقابة الداخلية ومبدأ الإفصاح وفقاً للمعادلة التالية:

$$DS = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n d_i \quad \text{المعادلة رقم (1)}$$

والجدول التالي يبين مفردات الاستبانة.

جدول رقم (1) : مفردات قياس مستوى عناصر الحاكمية المؤسسية

مجلس الإدارة	
1	رئيس مجلس الإدارة مستقل عن الإدارة التنفيذية للشركة
2	مجلس الإدارة مستقل تماماً عن الإدارة التنفيذية للشركة
3	لجنة التدقيق مستقلة عن الإدارة التنفيذية للشركة
4	لجنة الأجور والمكافآت مستقلة عن الإدارة التنفيذية للشركة
5	المدقق الخارجي مستقل وليس له علاقة في الشركة
6	يوجد ممثلين للبنوك أو أي جهات مقرضنة في مجلس الإدارة
7	يعالج مجلس الإدارة والإدارة العليا في الشركة قضايا المساهمين ويهتمون بها
الرقابة الداخلية	
1	لجنة التدقيق منضلة عن الإدارة التنفيذية في الشركة
2	يوجد فصل بين المهام في الشركة
3	يوجد فصل بين السجلات والأصول في الشركة
4	ترتبط الرقابة الداخلية مع مجلس الإدارة مباشرة
5	لجنة التدقيق في الشركة قادرة على الإشراف ومتابعة الرقابة الداخلية
6	تقوم لجنة التدقيق بترشيح تعيين المدقق الخارجي
الإفصاح	
1	يتم إصدار التقارير المالية في نهاية السنة في الوقت المحدد
2	يتم إصدار التقارير المالية المرحلية في الوقت المحدد
3	تعد القوائم المالية وفقاً للمبادئ المحاسبية والمعايير الدولية
4	التقارير المالية هي المصدر الوحيد للمعلومات عن الشركة
5	يتم الإفصاح عن الأهداف المالية للشركة
6	يتم الإفصاح عن نتائج الفترة المالية في الوقت المحدد
7	يتم تحديث معلومات الموقع الإلكتروني للشركة باستمرار
8	يتم الإفصاح عن جميع الأحداث المالية المهمة نسبياً

وأما هيكل ملكية رأس المال فقد أثبتت الدراسات أن لتشتت الملكية تأثير إيجابي في اختيار السياسات المحاسبية المتحفظة الأمر الذي يحد من قيام الأكثرية باستغلال الأقلية وممارسة السلوك النفعي من خلال المبالغة في تقدير الأرباح والأصول وبالتالي إصدار تقرير مالي متحفظ الأمر الذي يؤدي إلى التأثير على تكلفة رأس المال (يوسف، 2012). وسيتم قياس هيكل الملكية من خلال معرفة نسبة تركيز ملكية رأس مال الشركة لأكثر خمسة مساهمين لكل شركة من الشركات عينة الدراسة. وللتأكد من الثبات والاتساق الداخلي لمفردات الاستبانة تم استخدام معادلة (Cronbach's Alpha) حيث كان المعدل (89.6%) وهذا يدل على أن الثبات والاتساق الداخلي للدراسة جيد.

تقدير تكلفة رأس المال:

تعتبر تكلفة رأس المال العنصر الأساسي في عملية اتخاذ قرار الإستثمار وكيفية تمويل هذا الإستثمار، وتعرف تكلفة رأس المال بأنها المتوسط المرجح لكلفة مكونات رأس مال المشروع (المطارنة، 2007). وهناك العديد من النماذج الرياضية المستخدمة في عملية تحديد تكلفة رأس المال ومن أشهر النماذج المستخدمة في هذا المجال:

- 1- نموذج (Gebhardt , Lee and Swaminathan (RGLS 2001)
- 2- نموذج (Claus and Thomas (Rct , 2001)
- 3- نموذج (Ohlson and Juettner (Roj , 2005)
- 4- نموذج (Rpeg, 2004) وهو نموذج Easton المعدل.

وقد اختار الباحث منهجية Easton لقياس تكلفة رأس المال في هذه الدراسة لدقتها وسهولة تقديرها ويتم احتسابها وفقاً للمعادلة التالية: معادلة رقم (2)

$$r = \frac{eps_{t+1} - eps_{t-1}}{P}$$

حيث r = (The Cost of Equity Capital) = تكلفة رأس المال

$$eps_{t+1} = \text{معدل (Forecasted One Year-ahead Earnings per share)}$$

العائد على السهم المتوقع في نهاية السنة القادمة .

$$eps_{t+2} = \text{معدل (Forecasted Two Year-ahead Earnings per share)}$$

العائد على السهم المتوقع في نهاية السنة التالية للسنة القادمة

$$P = \text{سعر السهم الجاري (Current Stock Price)}$$

وقد تم احتساب العائد على السهم المتوقع للعام القادم والذي يليه من خلال احتساب متوسط العائد على السهم للسنوات الخمس السابقة لكل من العام القادم والعام الذي يليه.

قياس المتغيرات المحاسبية الضابطة:

لقد تم الحصول على المعلومات المتعلقة بالمتغيرات الضابطة من القوائم المالية للشركات عينة الدراسة المنشورة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان في نهاية عام 2013 أما معدل التضخم فقد تم الحصول عليه من دائرة الإحصاءات العامة، أما فيما يتعلق بمعدل المخاطرة (BETA) لكل شركة من الشركات عينة الدراسة فقد تم احتسابها من قبل الباحث لعدم توفرها لدى الجهات المختصة وفقا للمعادلة التالية (الزبيدي 2004):

$$\beta = \text{cov} (RsRm) / \sigma^2 RM$$

معامل المخاطرة "بيتا"	β	حيث تشير =
عائد الشركة	R_s	
عائد محفظة السوق	R_M	
معامل التباين لعائد الشركة	$\sigma^2 R_s$	
معامل التباين لعائد السوق	$\sigma^2 R_M$	
الانحراف المعياري لعائد السوق	σR_m	
التباين المشترك بين عائد الشركة R_s وعائد السوق R_m	$\text{Cov} (R_s R_m)$	

قياس أثر المتغيرات المستقلة على تكلفة رأس المال:

استخدم الأدب المحاسبي نماذج رياضية مختلفة لقياس أثر الحاكمية المؤسسية على تكلفة رأس المال ومن هذه النماذج النموذج الذي استخدمه كيفين (Kevin, et al, 2009) والذي سيتم استخدامه في هذه الدراسة لبساطته وسهولة تطبيقه والنموذج هو على الشكل التالي

$$R_{t,j} = \beta_1 CG_{t,j} + \sum \gamma \text{Control}_{t,j} + \epsilon_{t,j}$$

معدل المبادئ الحاكمية المؤسسية الداخلية	= CG	حيث :
المتغيرات الضابطة	= Controls	
المنشأة	= j	
السنة أو الفترة المالية	= t	

سيتم تعويض مبادئ الحاكمية المؤسسية الداخلية بدلاً من CG وتعويض المتغيرات الضابطة بدلاً من Control لاختبار الفرضيات (Kevin, et all, 2009) وعلى النحو التالي:

الفرضية الأولى : معادلة رقم (3)

$$r_{t,j} = \beta + \beta_1 CG_{t,j} + \beta_2 BETA_{t,j} + \beta_3 BM_{j,t} + \beta_4 BV_{j,t} + \beta_5 INFL_{j,t} + \beta_6 MV_{j,t} \cdot \epsilon_{t,j}$$

الفرضية الثانية : معادلة رقم (4)

$$r_{t,j} = \beta + \beta_1 SC_{t,j} + \beta_2 BD_{t,j} + \beta_3 IC_{t,j} + \beta_4 DIS_{t,j} + \beta_5 BETA_{t,j} + \beta_6 BM_{j,t} + \beta_7 BV_{j,t} + \beta_8 INFL_{j,t} + \beta_9 MV_{j,t} \cdot \epsilon_{t,j}$$

التحليل الوصفي لعينة الدراسة:

لقد تم اختيار الشركات عينة الدراسة بحيث تكون ممثلة لجميع القطاعات الصناعية، كما أن عدد شركات العينة من كل قطاع تتناسب وعدد شركات هذا لقطاع والجدول رقم (2) يبين أسماء القطاعات التي تعود لها الشركات عينة الدراسة وعدد الشركات في كل قطاع من هذه القطاعات.

جدول رقم (2) أسماء القطاعات الصناعية التي تنتمي إليها الشركات عينة الدراسة وعدد الشركات في كل قطاع.

النسبة المئوية	عدد الشركات	القطاع
6.7%	2	قطاع صناعة الألبسة
16.7%	5	قطاع صناعة الكيماويات
6.7%	2	قطاع صناعة الورق والكرتون
3.3%	1	قطاع صناعة الطباخة والتغليف
13.3%	4	قطاع صناعة الأغذية والمشروبات
3.3%	1	قطاع صناعة التبغ والسجائر
16.7%	5	قطاع الصناعات الأستخراجية
13.3%	4	قطاع الصناعة الهندسية والانشائية
6.7%	2	قطاع الصناعات الكهربائية
6.7%	2	قطاع صناعة الملابس والجلود
6.7%	2	قطاع الصناعات الخزفية والزجاجية
100%	30	المجموع

وأما الجدول رقم (3) فيبين الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأكبر وأصغر قيمة لمتغيرات الدراسة المستقلة والضابطة. ونلاحظ من الجدول المذكور ارتفاع معدل مبادئ الحاكمية المؤسسية الداخلية في الشركات الصناعية الاردنية، إذ جاءت الرقابة الداخلية في المركز الأول وبمعدل 75% ومجلس الإدارة في المرتبة الثانية وبلية الإفصاح ومن ثم هيكل الملكية.

جدول رقم (3) الأحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	الوسط الحسابي	الأنحراف المعياري	أكبر قيمة	أصغر قيمة
R	16.3567	.77934	18.1	14.9
SC	.6347	0.22688	.98	0.17
BD	.7417	.0631	.87	.61
IC	0.7607	.07408	.88	.61
DIS	.7197	.07388	.82	.60
BETA	1.7357	.31363	3.061	1.1
Log(BV)	7.3481	.74588	9.2347	6.5212
BM	2.2996	1.84682	9.1910	0.711
INFL	5.5	5.5	5.5	5.5
Log (MV)	7.1094	.2079	6.1257	8.6247

وأما الجدول رقم (4) فيبين العلاقة (معامل ارتباط بيرسون) بين متغيرات الدراسة المستقلة المختلفة والمتغير التابع والمتغيرات المستقلة مع بعضها البعض.

جدول رقم (4) مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات

	r	SC	BD	IC	DIS	BETA	BM	BV	INFL	MV
r		-0.136	.240	-.696	-.633	0.212	0.030	-.163	.399	0.115
SC	-0.136		0.144	.009	.066	-.164	-.139	.04	-.297	0.343
BD	.240	.144		.057	.130	-.076	.254	.401	-.135	0.422
IC	-.696	.009	.057		.559	-.068	.004	.378	-.153	0.096
DIS	-.633	.066	.130	.559		-.284	-.01	.165	.097	0.316
BETA	.212	-.164	-.076	-.068	-.284		-.136	.132	-.097	0.054
BM	.030	-.139	.254	.004	-.01	-.136		.359	-.038	0.297
BV	-.163	.040	.401	.378	.165	.132	.359		.098	0.313
INFL	.399	-.287	.135	-.153	-.073	.097	-.038	.098		0.182
MV	-0.226	0.082	0.037	0.277	0.091	-0.314	-0.111	-0.093	-0.172	

ونلاحظ من جدول رقم (4) وجود علاقة ارتباط سالبة بين تكلفة رأس المال ومبادئ الحاكمية المؤسسية ما عدا مجلس الإدارة (BD) حيث جاءت العلاقة موجبة كما أظهر الجدول أيضا وجود علاقة ارتباط سالبة بين تكلفة رأس المال وكل من الإفصاح (DIS) وحجم المشروع (FM) وعلاقة ارتباط موجبة مع بيتا (BETA) ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (BM) ومعدل التضخم (INFL) وهذه العلاقات هي معقولة ومتوقعة فعلى سبيل المثال تزداد تكلفة رأس المال كلما ازدادت قيمة بيتا والتي تمثل معامل المخاطرة لكنها تنقص كلما ازداد حجم رأس مال الشركة وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسات Kevin et al (2009)، ودراسة (Dawad Jerab, 2009) على سبيل المثال لا الحصر.

أختبار الفرضيات

قاعدة القرار لقبول الفرضيات ورفضها:

لقد تم استخدام الإنحدار الخطي المتعدد لإختبار فرضيات هذه الدراسة كما استخدمت قيمة (P-value Sig) التي تعد أصغر مستوى اختبار لقياس المعنوية الإحصائية وقد جاءت كبديل عن الاختبار التقليدي الذي يقارن بين (F) الجدولية عند قيمة محددة (α) وقيمة (F) المحسوبة لذلك فإن قاعدة القرار تكون على النحو التالي:

- نقبل الفرضية العدمية (Ho) إذا كانت (P-Value Sig) أكبر من نسبة الخطأ (مستوى المعنوية المحددة سلفاً) المطلوب (α) وهي 0.05 ونرفض الفرضية البديلة (H1).
- نرفض الفرضية العدمية (Ho) إذا كانت (P-Value Sig) أقل أو تساوي نسبة الخطأ (مستوى المعنوية المحددة سلفاً) المطلوب (α) وهي 0.05 ونقبل الفرضية البديلة (H1).

اختبار الفرضية الاولى:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للحاكمية المؤسسية الداخلية (متوسط مبادئ الحاكمية المؤسسية الداخلية) على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$).

بعد أن قام الباحث بإجراء المعالجات الرياضية اللازمة للبيانات المتعلقة بالحاكمية المؤسسية الداخلية في الشركات عينة الدراسة كي تصبح ملائمة ومتوافقة مع أغراض هذه الدراسة، استخدم الباحث تحليل الإنحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) لمعرفة أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية الداخلية مجتمعة على تكلفة رأس المال، وذلك وفقاً للمعادلة رقم (3) حيث تم إيجاد معدل مبادئ الحاكمية المؤسسية الداخلية مجتمعة، وقد تبين من خلال نتائج هذا التحليل أن مجموع ما تفسره أبعاد المتغيرات المستقلة من تباين متغير تكلفة رأس المال (r) كان (0.504) كما هو وارد في جدول رقم 5 (ملخص تحليل الإنحدار).

جدول رقم (5) ملخص تحليل الانحدار

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F change	df1	Df2	Sig
1	0.801	0.641	0.504	0.54864	0.641	4.690	5	24	0.002

a. Predictors: (Constant), MV, BD, BETA, BM, INFL,CG

كما تشير النتائج الظاهرة في جدول تحليل التباين ANOVA جدول رقم (6) إلى أن قيمة (P- Value Sig) كانت (0.002) وهي ذات دلالة إحصائية على مستوى (α) تساوي أو أقل من (0.05) لذلك نرفض الفرضية العدمية (H0) التي تفترض عدم وجود أثر للحاكمية المؤسسية الداخلية على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية ونقبل الفرضية البديلة (H1). والتي تشير إلى وجود أثر للحاكمية المؤسسية الداخلية على تكلفة رأس المال.

جدول (6) تحليل تباين الانحدار

Model	Sum of square	df	MEAN Square	F	Sig
1 Regression	11.293	5	1.412	4.690	0.002
Residual	6.321	24	0.301		
Total	17.614	29			

a. Predictors: (Constant), INFL, BM, BD, BETA, MV,CG

b. Dependent Variable: r

وقد تبين من خلال قيم BETA الموضحة في الجدول رقم (7) أن قيمة متغير الحاكمية المؤسسية كان (-0.116) وهو ذو دلالة إحصائية على مستوى أقل من (0.05) أما المتغير المستقل BETA فقد بلغت قيمته (0.360) لكنها غير دالة إحصائياً، أما بقية المتغيرات فكانت ذات إشارة سالبة أي أنها تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال كما أنها

دالة احصائياً ما عدا المتغير INFL (التضخم) حيث كانت إشارته موجبة أي أنه يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال وهو دال احصائياً أيضاً.

جدول رقم (7) نتيجة تحليل الانحدار المتعدد

Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	14.256	2.171		5.531	.000
CG	-.627	.644	-.116	-.973	.002
BETA	3.245	1.038	.360	3.125	.334
BM	-.563	.654	-.097	-.136	.027
INFL	1.152	.988	.097	1.825	.015
MV	-1.325	.702	-.185	-1.609	.037

a. Dependent Variable: r

اختبار الفرضية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية الداخلية (تركز الملكية، مجلس الإدارة، الرقابة الداخلية، الإفصاح) على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$.
أستخدم تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) لمعرفة أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية الداخلية كل على حدة على تكلفة رأس المال، وذلك وفقاً للنموذج التالي:

$$R_{j,t} = \beta + \beta_1 SC_{t,j} + \beta_2 BD_{t,j} + \beta_3 IC_{t,j} + \beta_4 DIS_{t,j} + \beta_5 BETA_{t,j} + \beta_6 BM_{j,t}$$

$$+ \beta_7 FM_{j,t} + \beta_8 INFL_{j,t} + \beta_9 FEER_{j,t}, \epsilon_{t,j}. \quad (Kevin, et all, 2009)$$

وقد تبين من خلال نتائج هذا التحليل أن مجموع ما تفسره (المتغيرات المستقلة) من تباين متغير تكلفة رأس المال (r) كان (0.644) {انظر جدول ملخص تحليل الانحدار رقم (5)} وهذا يعني ان المتغيرات المستقلة المستخدمة في الدراسة تستطيع من خلال النموذج المقترح تفسير (0.644) من التباين في المتغير التابع وهو تكلفة رأس المال (r) وهذا مؤشر على العلاقة الخطية للنموذج المقترح.

جدول رقم (5) ملخص تحليل الانحدار

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F change	df 1	df 2	Sig
1	0.869	0.755	0.644	0.46469	0.755	6.841	5	24	0.000

a. Predictors: (Constant), MV,BD,DIS,SC,BM, INFL, BETA, MV,IC

كما تشير النتائج الظاهرة في جدول تحليل التباين ANOVA جدول رقم (6) الى ان قيمة (P- Value Sig) كانت (0.000) وهي ذات دلالة إحصائية على مستوى (α) تساوي أو أقل من (0.05) لذلك نرفض الفرضية العدمية (H0) التي تقترض عدم وجود أثر للحاكمية المؤسسية الداخلية على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية ونقبل الفرضية البديلة (H1). والتي تشير إلى وجود أثر للحاكمية المؤسسية الداخلية على تكلفة رأس المال.

جدول رقم (6) تحليل تباين الانحدار

Anova					
Model	Sum of square	df	Mean Square	F	Sig
1 Regression	13.295	9	1.477	6.841	0.000
Residual	4.319	20	0.216		
Total	17.614	29			

a. Predictors: (Constant),MV,BD,DIS,SC,BM, INFL, BETA, MV,IC

b. Dependent Variable: r

ويتضح من الجدول رقم 7 جدول تحليل الانحدار المتعدد أن قيم Beta كانت للمتغير المستقل (IC) الرقابة الداخلية (-0.403) وهو الاكثر اثرا من بين المتغيرات المستقلة وذات دلالة إحصائية على مستوى أقل من (0.05) ويليه في الأثر المتغير المستقل (DIS) الإفصاح حيث بلغت قيمة (-Beta 0.390) وهو ذو دلالة إحصائية أيضاً، ويأتي في المرتبة الثالثة المتغير المستقل هيكل ملكية رأس المال (SC)، حيث بلغت

قيمة (0.072) Beta ولكنها غير دالة إحصائياً أما المتغير المستقل مجلس الإدارة (BD) فقد بلغت قيمة (0.342) Beta، وهو ذو دلالة إحصائية ولكن إشارته موجبة أي أن هذا المتغير يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال ويرى الباحث أن السبب في ذلك يعود إلى عدم استقلالية مجالس الإدارة في بعض الشركات وذلك من خلال إشغال بعض أعضاء المجلس لمناصب تنفيذية في الشركة.

جدول رقم (7) نتيجة تحليل الانحدار المتعدد

Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	18.122	2.560		7.097	0.000
SC	-0.243	0.415	-0.072	-0.587	0.564
BD	4.249	1.576	0.347	2.697	0.014
IC	-4.564	1.804	-0.403	-2.531	0020
DIS	-4.014	1.490	-0.390	-2.695	0.014
BETA	0.144	0.285	0.066	0.504	0.620
BM	-0.007	0.055	-0.016	-0.120	0.001
BV	-0.117	0.155	-0.112	-0.755	0.459
INFL	0886	0.459	0.242	1.931	0.046
MV	-.057	.201	-.036	-.231	.780

a. Dependent Variable: r

خاتمة:

- أظهرت الدراسة النتائج التالية:
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة: مجلس الإدارة، هيكل الملكية، الرقابة الداخلية والإفصاح على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية.
 - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمجلس الإدارة على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية.
 - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل ملكية رأس المال على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية.
 - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرقابة الداخلية على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية.
 - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للإفصاح على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية.

ومن التوصيات:

- على ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة يوصي الباحث بما يلي:
- زيادة الترويج للحاكمية المؤسسية من قبل الجهات المعنية لتشجيع الشركات الأردنية على تطبيق مبادئ وقواعد الحاكمية المؤسسية.
- إجراء المزيد من الدراسات لمعرفة أثر الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات الأردنية.

الهوامش والمراجع:

- الجعدي (2007): مستوى الحاكمية المؤسسية وأثرها في أداء الشركات.
- خوري (2003): أين يقف الأردن من التحكم المؤسسي.
- الشريف (2008) جودة الأرباح وعلاقتها بالحاكمة المؤسسية.
- مطر، محمد نور، عبدالناصر (2007): مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية (دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي والصناعي).
- Biswas P. K. & Bhuiyan H. U. (2008): "Corporate Governance and Firm performance.
- Botosan. C. and M. Plumlee. 2004. "Assessing the Construct Validity of Alternative Proxies for Expected Cost of Equity Capital," forthcoming, Accounting Review.
- Brian Bolton & Sanjai Bhagat, (2008): Corporate governance and firm performance.
- Brown L. D. and Marcus L. Caylor, (2004): "Corporate governance and firm performance.
- Chen, K.C.W., Chen, Z.H., Wei, K.C.J., 2008. Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital. Working paper, Hong Kong University of Science and Technology.
- Claus, J., Thomas, J., 2001. Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. Journal of Finance 56, 1629- 1666.
- Coombes, P., Watson, M., 2000. Three surveys on corporate governance. The McKinsey Quarterly 2000 number 4: Asia revalued.
- Cremers, M., and V. B. Nair, 2004. "Governance Mechanisms and Equity Prices," Forthcoming in The Journal of Finance.
- Dawad, Jerab: The Effect of internal corporate governance mechanisms on corporate performance.
- Eisenhardt, K.M. (1989) "Agency Theory: An Assessment and Review". Academy of Management Review, Vol. 14, pp. 57-74
- Garmaise, M. and J. Liu. 2004. "Corruption, Firm Governance, and the Cost of Capital," Working paper, UCLA.
- Gebhardt, W.R., Lee, C.M.C., Swaminathan, B., 2001. Toward an implied cost of capital. Journal of Accounting Research 39, 135-176.
- Hollis, A. Daniel, W.Ryan Lafond. 2004. Corporate Governance and the Cost of Equity Capital.
- Kevin C.W. Chen a, Zhihong Chen b, K.C. John Wei: Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital.
- Klapper, L.F., Love, I., 2002. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. World bank policy research working paper 2818.

- Ohlson, J.A., Juettner-Nauroth, B.E., 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. Review of Accounting Studies 10, 349-365.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 3, 305-360.
- Ross, S.A. (1973) "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem". The American Economic Review, Vol. 63, No. 2, pp. 134-139.
- Padilla, A. (2002) "Can Agency Theory Justify The Regulation Of Insider Trading". The Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol. 5, No. 1, pp. 3-38
- Williamson, O. (1996) "The Mechanisms of Governance".