

أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية

● غسان أبو السعود

ghas3an@yahoo.com

● خالد راجحة

khaledphd@yahoo.com

● أحمد أبو قلبين

qalbeein@yahoo.com

● جامعة العلوم التطبيقية، مملكة البحرين

● جامعة إربد الأهلية، الأردن

● الأكاديمية الملكية للشرطة، مملكة البحرين

أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الأردنية

غسان أبو السعود

جامعة العلوم التطبيقية، مملكة البحرين

خالد راجحة

جامعة إربد الأهلية، الأردن

أحمد أبو قليبين

الأكاديمية الملكية للشرطة، مملكة البحرين

ملخص

يعتبر هيكل الملكية أحد أهم العوامل المؤثرة على أداء الشركات وهذا ما أجمعت عليه كافة الدراسات العملية التي فحصت هذا الموضوع، مع أنها اختلفت في اتجاه هذا التأثير. وجاءت هذه الدراسة لفحص الآثار المتوقعة لتركيب هيكل الملكية على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية في قطاع الصناعة، وذلك من خلال نموذجي انحدار متعدد، شمل الأول: عينة مكونة من خمس وأربعين شركة مساهمة عامة صناعية دون التفرقة فيها ما بين شركة سيطرة عائلية أو بدون هذه السيطرة، والنموذج الثاني لعينة مكونة من اثنتين وعشرين شركة سيطرة عائلية في هيكل الملكية، كما تم تكرار هذه النماذج بمقاييس أداء هما: العائد على الأصول ROA، ومؤشر توبين كيو Tobin Q.

وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل الملكية الذي يتصف بالسيطرة العائلية لا يؤثر على الأداء بشكل مختلف عن الشركات التي لا تتواجد فيها هذه السيطرة، في حين وجدت الدراسة أن ملكية الداخلين، كما تم تعريفها في هذه الدراسة، وملكية كبار المساهمين، ومساهمة الحكومة في الشركات الصناعية لها تأثير مهم إحصائياً على أداء الشركات الصناعية الأردنية مقاساً بمؤشر توبين. كما تبين للدراسة أن كون المدير العام من نفس العائلة المسيطرة يكون له تأثير سلبي على أداء الشركات الصناعية العائلية، ويمكن تفسير هذه النتيجة بعدم كفاية قواعد حوكمة الشركات الحالية والحاجة إلى تطويرها وجعلها أكثر فعالية.

الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية، الملكية العائلية، ملكية الإدارة، ملكية الداخلين، حملة الأسهم الكبار، مشكلة الوكالة.

The Impact of Ownership Structure on the Performance of Jordanian Industrial Companies

Ghassan Abu Alsoud

Applied Science University, Kingdom of Bahrain

Khaled Rajhaa

Irbid National University, Jordan

Ahmed Abu Qalbein

Royal Academy of Police, Kingdom of Bahrain

Abstract

Equity structure is considered one of the most important factors that affect company performance. This has been proved by almost all empirical studies that examined this subject. This study examined the expected impacts of ownership structure on the performance of publicly-held companies in the Jordanian industrial sector, through two multiple regression models. The first includes a sample of 45 publicly held companies with no separation between family and non-family companies; and the second one contains a sample of 22 industrial family companies only. Two performance indicators were used: ROA and Tobin Q as a dependent variable through a panel regression.

The study found that the structure of ownership, which is characterized by family control, does not affect performance differently from companies free from family control. It was proved also that the ownership of insiders as defined by this study, major shareholders, and the contribution of government in managing industrial companies all have a significant impact on the performance of the Jordanian industrial companies measured using Tobin Q. the study also found that if the general director of the company is from the same family controlling the company this will affect the performance of the company negatively, this may refer to the need for further modernization, development and activation of current corporate governance rules.

Key words: Ownership structure, Family Ownership, management Ownership, Insiders ownership, Block holder, Agency Problem.

مقدمة

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركات المساهمة العامة المسجلة في بورصة عمان والمصنفة ضمن قطاع الصناعة الأردني، الذي يعتبر أحد أهم القطاعات المؤثرة على الاقتصاد الأردني، ويرتبط موضوع علاقة هيكل الملكية بالأداء بما يعرف بنظرية الوكالة Agency Theory. حيث تنبثق تكاليف الوكالة Agency Cost من تناقض المصالح ما بين الإدارة وحملة الأسهم أو ما بين حملة الأسهم والدائنين. وبشأن هذا التناقض من دوافع المديرين للتوجه نحو استراتيجيات وسياسات تعظم من مصالحهم الخاصة على حساب تعظيم ثروة المساهمين الذي يمثل الهدف الأساس الذي تم تعيينهم أساساً لتحقيقه.

ويرتبط بهيكل الملكية من حيث تأثيره على أداء الشركات المساهمة العامة أربعة محاور أساسية، الأول: مدى تشتت وتركز هذا الهيكل (Ownership Concentration)، والثاني: ما يعرف بملكية الإدارة (Management Ownership)، والثالث: وجود الحكومة في هيكل الملكية، وأخيراً: وجود العائلة في هذا الهيكل، وهو ما يدرس ضمن موضوع الشركة العائلية (Family Firm).

ويمكن أن تحسن الملكية المركزة ممثلة بوجود مجموعة من حملة الأسهم الكبار درجة الرقابة في الشركة بسبب قدرتهم على التأثير الإيجابي في أداء الإدارة مما يؤدي إلى تحسن الأداء بشكل عام، وفي نفس الوقت من الممكن أن تؤثر هذه الملكية المركزة سلباً على الأداء من حيث إنها قد تجعل حملة الأسهم الكبار يهتمون بمصالحهم الخاصة وليس بمصلحة حملة الأسهم الآخرين.

أما الإدارة المالكة فقد رأى كل من (Jensen, and Meckling, 1976) أنها يمكن أن تساعد في السيطرة على مشاكل الوكالة، لأنه كلما زادت ملكية مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين فإنهم يصبحون أكثر ميلاً لاتخاذ قرارات غير مضرّة بمصلحة الشركة بسبب ملكيتهم العالية، في حين يرى (Fama and Jensen, 1983) أنه عند المستويات الأعلى من ملكية الإدارة فإن المديرين يمتلكون سيطرة كافية لتحقيق أهدافهم الخاصة دون الخوف من عواقب ذلك على مصالح المالكين الآخرين، ويستطيع حملة الأسهم الكبار مراقبة الإدارة إلا أنهم يمتلكون القوة للتأثير سلباً على مصالح المساهمين الصغار ويمكن أن يصبحوا جزءاً من الإدارة العليا، أو يستطيعون أن يؤثروا عليها بسبب ملكيتهم العالية.

وفيما يتعلق بوجود الحكومة في هيكل الملكية فإن ممثل الحكومة في مجلس الإدارة يمثل ظاهرة «وكيل يمثل وكيلاً»، مما قد يضاعف من مشكلة الوكالة ويزيد من تكاليفها.

أما مسألة الملكية العائلية في الهيكل فقد وجد كل من (Shleifer and Vishny 1986) أن الشركات العائلية تمتلك مؤشر توبين كيو أقل من الشركات غير العائلية، بينما وجد (Anderson and Reeb, 2003) عكس ذلك. ويعتقد (Berle and Means, 1982) أن تركيز الملكية له تأثير إيجابي على القيمة لأنه يخفف من صراع المصالح بين المالكين والمديرين.

ومع أن إدارة العائلة تقلل من مشكلة الوكالة وأحياناً تزيلها على الإطلاق، الأمر الذي يكون له تأثير

إيجابي على قيمة إدارة العائلة، فقد يتم تعديل هذا التأثير بواسطة التكاليف العالية لإدارة العائلة خاصة إذا كان الموظفون المستخدمون هم مديرون أفضل من أفراد العائلة (Burkant et al, 2003). وتعتبر الدراسات المتعلقة بتأثير هيكل الملكية العائلية على أداء الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان من المواضيع المهمة التي لم يتطرق إليها كثير من الباحثين والدارسين في هذا المجال مع أن الملكية العائلية هي ظاهرة واضحة في الأردن، حيث يفضل المؤسسون إدارة شركاتهم الخاصة بهم أو الشركات التي يمتلكون فيها أكبر نسبة من الأسهم. وتعتبر الشركات العائلية واسعة الانتشار وخصوصاً في المصارف وشركات التأمين. وتحاول هذه الدراسة تحليل تأثير هيكل الملكية العائلية على أداء الشركات المساهمة العامة لقطاع الصناعة التي تم إدراج أسهمها في بورصة عمان.

مشكلة الدراسة وأستلها

تمتع الشركات العائلية بخصائص مميزة يمكن أن تزود الشركة بميزة تنافسية مهمة عن الشركات الأخرى، حيث تتمتع هذه الشركات برؤية طويلة الأجل ناجمة عن رغبة المؤسسين في بقاء الشركة للأجيال القادمة، كما أن القيم الثابتة للشركات العائلية تعطيها هوية واضحة في عالم تتزايد فيه المؤسسات ذات الهوية غير المعروفة.

لكن هنالك العديد من المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الشركات منها النزاعات التي قد تنشأ داخل العائلة خاصة بين أفراد العائلة الذين يعملون في الشركة وأفراد العائلة الذين هم مجرد حملة أسهم. ومع نمو الشركة فإن معادلة المالك / المدير تتغير ويزداد تعقد الأمور وتنشأ حاجة إلى أنظمة رسمية تضبط العلاقات ما بين الأجيال الجديدة من العائلة والمديرين من غير العائلة.

هنالك أيضاً مخاطر ناشئة عن توظيف وإدارة المستقبل المهني بمديرين من نفس العائلة والمديرين من خارج العائلة، فإن انتهاج سياسة تسمح بتوظيف أعضاء الأسرة يجب أن تتوازن مع نظام ترقية مستند على الكفاءة والأداء والذي يساوي ما بين المديرين من نفس العائلة والمديرين من خارج العائلة. كما أن هنالك حاجة إلى وجود عدالة وشفافية في أنظمة الحوافز المادية وغير المادية خاصة داخل العائلة وهو ما من شأنه أن يقضي على التوترات التي قد تنشأ بسبب عدم العدالة ما بين أفراد العائلة المالكة للشركة.

وهنا يبرز التساؤل: هل هذه المخاطر من شأنها أن تؤثر في أداء الشركات العائلية في الأردن؟ بلغة أخرى أكثر دقة: ما هو أثر هيكل الملكية العائلية على الأداء في الشركات المساهمة العامة الأردنية الصناعية؟ وهل هنالك فرق مهم في الأداء بين الشركات العائلية وغير العائلية؟ وما هي المتغيرات المرتبطة بتأثير الملكية العائلية (الإدارة والملكية العائلية) على أداء الشركات المساهمة الأردنية لقطاعي الصناعة والمصارف، وأية عوامل أخرى يمكن أن تؤثر على أدائها؟

فهل هيكل الملكية العائلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية هو أحد محددات الأداء المنخفض أو الأداء الجيد؟ وما هي أهمية ذلك العامل نسبة إلى العوامل الأخرى التي تؤثر على الأداء؟ ويلاحظ من خلال الاطلاع على نتائج الأبحاث التي تم إجراؤها على الأسواق المالية العالمية المتطورة، أن

نتائج هذه الأبحاث كانت مختلطة فيما يتعلق بتأثير هيكل الملكية، فهناك دراسات وجدت تأثيرات إيجابية وأخرى سلبية وأخرى لم تجد لهيكل الملكية أي تأثير وحسب علم الباحث فإن هناك دراسات محدودة في الأسواق الناشئة كبورصة عمان وهذا ما يزيد من أهمية الدراسة. وبشكل عام ستحاول الدراسة الإجابة على التساؤلات التالية:

1. هل يوجد أثر لنسبة ملكية المساهمين الداخليين ونسبة ملكية كبار المساهمين على أداء الشركات في قطاع الصناعة.
2. هل يوجد أثر لمساهمة الحكومة في الشركة على أداء الشركات في قطاع الصناعة سواء العائلية منها أو غير العائلية؟
3. هل يوجد أثر لكون الشركة عائلية على أدائها.
4. هل يوجد أثر لنسبة ملكية المساهمين الداخليين ونسبة ملكية كبار المساهمين من نفس العائلة على أداء الشركات العائلية.
5. هل يوجد أثر لكون المدير العام من نفس العائلة المالكة للشركة على أداء هذا النوع من الشركات؟

تعريف الشركة العائلية

هي الشركة التي يكون مؤسسها أو أحد أفراد عائلته هو رئيس مجلس الإدارة أو عضويه، أو مدير تنفيذي، أو مالك لـ 5% على الأقل من أسهم الشركة، كذلك هي الشركة التي يكون فيها أكثر من شخص واحد من نفس العائلة ويملك كل واحد منهم 5% فأكثر من أسهم الشركة (Anderson and Reeb, 2003) وعندما يكون هناك أكثر من مؤسس بسبب اندماج شركات عائلية، أو كانت أكثر من عائلة تملك ما يزيد عن 5% من الأسهم فتعتبر العائلة المؤسسة هي العائلة التي تمتلك أكبر مجموع من الأسهم أو الأصوات ضمن مجلس الإدارة.

أهداف الدراسة

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. التعرف على أثر نسبة ملكية المساهمين الداخليين ونسبة ملكية كبار المساهمين على أداء الشركات الصناعية.
2. التعرف على أثر مساهمة الحكومة في الشركة على أداء الشركات الصناعية وكذلك على الشركات العائلية الصناعية.
3. التعرف على أثر عائلية الشركة الصناعية على أدائها.
4. التعرف على أثر نسبة ملكية المساهمين الداخليين ونسبة ملكية كبار المساهمين من نفس العائلة على أداء الشركات العائلية.
5. التعرف على أثر عائلة المدير العام على أداء الشركات العائلية.

أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية موضوع هيكل الملكية باعتباره من المواضيع التي لقيت ولا تزال تلقى اهتمام الكثير من الباحثين بسبب تأثيره على الأداء، كما أن الملكية العائلية هي ظاهرة واضحة ومتجذرة في الشركات المساهمة العامة الأردنية. وهذا يُبرز التساؤل: هل لهذه الظاهرة أثر إيجابي على أداء هذه الشركات أم لا؟

إن تقديم موضوع أثر هيكل الملكية والملكية العائلية على أداء الشركات المساهمة لقطاع الصناعة والمدرجة في بورصة عمان يمكن أن يدعم ما تم التوصل إليه في مجال أبحاث هيكل الملكية والملكية العائلية في الدول المتقدمة باعتبارها دراسة تتم على سوق من الأسواق الناشئة هي بورصة عمان والتي فيها من الصفات ما يميزها عن الأسواق المتقدمة، ويكون مدخلاً جديراً بالاهتمام فيما يتعلق بالمشكلات التي تواجه أداء الشركات العائلية والكيفية التي يتم بها تحليل ومعالجة هذه المشكلات.

وتبرز أهمية هذه الدراسة أيضاً في محاولتها تسليط الضوء على تأثير هيكل الملكية بشكل عام والملكية العائلية بشكل خاص على أداء الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان والتي تمثل جزءاً مهماً من الاقتصاد الوطني. ويرتبط موضوع الملكية العائلية بما يعرف بهيكل الملكية وهو الذي بدوره يرتبط بمشكلة الوكالة التي تؤثر سلباً على الأداء، كما أن هذا الموضوع يرتبط بما يعرف بالحوكمة المؤسسية Corporate Governance. وستختبر الدراسة تأثير هذا العامل على الأداء الذي يعتقد الباحثون أنه أغفل في الدراسات التقليدية الخاصة بالأداء. ويأمل الباحثون أن تشجع هذه الدراسة الآخرين على إجراء مزيد من الدراسات والأبحاث حول موضوعها لكونه من المواضيع المهمة التي لم يتم التطرق إليها كثيراً من قبل الباحثين والدارسين في هذا المجال.

وهناك جانب آخر لأهمية الدراسة يتمثل في استخدام أكثر من مقياس للأداء هما العائد على الأصول وتوطين كيو لقياس الأداء، وهنالك فرقان مهمان بين هذين المقياسين الأول: هو البعد الزمني فالعائد على الأصول يعتمد على الربح المحاسبي الذي ينظر إلى الأداء السابق Backward Looking في حين أن مؤشر توطين له نظرة أمامية Forward Looking وبالتالي عند قياس تأثير هيكل الملكية على أداء الشركة فإنه يبرز التساؤل التالي: هل من الأفضل الاهتمام بتقدير يقيس ما أنجزته الإدارة أم ما سوف تحققة الإدارة؟ الفرق الثاني: يتمثل في من يقيس الأداء؟ ففي الربح المحاسبي فإن الذي يقيس الأداء هو المحاسب الذي يكون مقيداً بقواعد مهنة المحاسبة أما بالنسبة لمؤشر توطين فيشكل أساسي فإن مجتمع المستثمرين هم الذين يقيسون الأداء مقيدين بنظرتهم للمستقبل من حيث تفاؤلهم أو تشاؤمهم.

ويميل الاقتصاديون الذين يفهمون المحددات السوقية أكثر من المحددات المحاسبية إلى تفضيل مؤشر توطين كمؤشر أداء، وفي نفس الوقت فإن المؤشر المحاسبي لا يتأثر بنفسية المستثمرين، والتقديرات المستقبلية فيه محدودة في تقييم الاهتلاك. لذلك فإن هذه الدراسة ستستخدم المقياسين المقياس المحاسبي ممثلاً بالعائد على الأصول، والمقياس السوقي ممثلاً بتوطين كيو.

الدراسات السابقة

حفلت الدوريات الأجنبية بالعديد من الدراسات الميدانية التي استهدفت بحث العلاقة بين هيكل الملكية عندما يتضمن حملة أسهم مسيطرين (العائلات) والأداء. فعلى العموم يعتبر وجود حملة الأسهم الكبار في هيكل ملكية الشركات المساهمة العامة أمر له تأثير إيجابي على أداء الشركة. فهم وفقاً لكل من (Shleifer and Vishny, 1997) لديهم الموارد والدوافع الكافية للحصول على المعلومات عن أداء المديرين ومراقبتهم وهو ما يخفف بعض تكاليف الوكالة. في حين يرى كل من (Dyck and Zingales, 2004) أن المشكلة ليست في تضارب المصالح ما بين حملة الأسهم والمديرين بل تكمن في إمكانية استغلال حملة الأسهم المسيطرين لحقوق حملة الأسهم الأقلية. ويرى آخرون أن الشركات المسيطر عليها من قبل حملة الأسهم الكبار تتعرض لاتخاذ قرارات استثمارية غير مثلى لافتقارهم إلى التنوع حيث يكون جزء كبير من ثروتهم الإجمالية موجود في شركة واحدة، (Zhang, 1998) ولأنهم يولكون مهمة اتخاذ القرارات إلى أطراف يمتلكون قيمة منخفضة من الشركة، ولأنهم يمنعون قوى الابتكار من تغيير وتعديل تقنيات العمل القديمة في شركاتهم (Morck and Yeung, 2002).

ومن الدراسات المهمة والرائدة التي فحصت تأثير الملكية العائلية على أداء الشركات دراسة Anderson (2003) and Reep) اللذين وجدوا أن أداء الشركات العائلية يتفوق على أداء مثيلاتها من الشركات غير العائلية. وقد قدم (Miller and Le Breton-Miller, 2005) عرضاً شمولياً لكافة الأدبيات التي فحصت العلاقة بين الأداء والشركة المملوكة من قبل العائلة. لكن هذه البحوث لم تسفر عن صورة متجانسة. فالربط بين الأداء والعائلية يتأثر كثيراً بتعريف الشركات العائلية المستخدم في هذه البحوث، والمسألة الدقيقة التي يحاول الباحثون الإجابة عليها. والأدبيات التي عرضها (Miller and Le Breton-Miller, 2005) تتضمن دراسات تظهر أداءً متفوقاً للشركات العائلية على مختلف أبعاد الأداء المختلفة، بينما تظهر دراسات أخرى صورة أقل إيجابية لأداء الشركات العائلية. على سبيل المثال وجد (Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez and Wolfenzon, 2006) أن المديرين التنفيذيين من غير العائلة المسيطرة على الشركة بوجه عام يوفرون خدمات قيمة للمؤسسات التي يرأسونها، وهذا يدعم مقولة انخفاض أداء الشركات المدارة من قبل العائلة مقارنة مع الشركات غير العائلية. وفي سياق مماثل، يرى (Perez-Gonzalez, 2006) أن الشركات التي يكون فيها المدير التنفيذي الجديد ذو قرابة مع الرئيس التنفيذي المغادر، أو له صلة قرابة مع أحد المؤسسين، أو مع أحد المساهمين الكبار إما عن طريق الدم أو الزواج تعاني من انخفاضات كبيرة في العوائد التشغيلية إلى الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، بالمقارنة مع الشركات التي ترقي مديرها التنفيذي من أفراد ليس لهم قرابة مع مدير سابق أو مع مؤسس أو مع مساهم كبير. كما وجدت دراسات أخرى أن الممارسات الإدارية السيئة هي أكثر انتشاراً عند الشركات العائلية عندما يتم نقل السيطرة من المؤسس إلى الإبن البكر في العائلة (Bloom and van Reenen, 2006). ووجدت دراسة (Belen, 2004) أنه من أجل فهم ما إذا كانت الشركات العائلية أكثر أو أقل قيمة

من الشركات غير العائلية، وفهم متى تكون كذلك، يجب التمييز بين ثلاثة عناصر أساسية في الشركات العائلية هي: الملكية والسيطرة والإدارة. وقد تم فحص تأثير هذه العوامل على قيمة الشركة العائلية ووجدت الدراسة أن هنالك فروقاً في تأثير كل عنصر من هذه العناصر منفردة أو مجتمعة على قيمة الشركة، وتمثلت النتيجة العامة للدراسة في أنه إذا ما كانت الشركة العائلية بالمتوسط أكثر أو أقل قيمة من الشركة غير العائلية يتوقف على كيفية إدخال هذه العناصر في تعريف الشركة العائلية. فالملكية العائلية تخلق القيمة فقط عندما تدمج مع أشكال خاصة من السيطرة والإدارة العائلية، فالسيطرة العائلية التي تزيد عما تملكه العائلة من أسهم تحدث بسبب آليات مثل: الطبقات المتعددة من حملة الأسهم، أي أن تصدر الشركة أنواعاً مختلفة من الأسهم، مثل أسهم لها إمكانية التصويت وأخرى ليست لها هذه الإمكانية، ويكون لكل حامل سهم منتم لطبقة معينة حقوق مختلفة عن حامل السهم في الطبقة الأخرى، والملكية الهرمية وهي عندما تملك العائلة الشركة من خلال مؤسسة مالية وسيطة واحدة أو أكثر مثل صناديق الاستثمار المشتركة، أو أية مؤسسة أخرى لا تصل فيها ملكية العائلة إلى 100 %، والملكية المتقاطعة التي تحدث عندما تملك شركة أسهم شركات أخرى، واتفاقيات التصويت عندما يقوم اثنان أو أكثر من حملة الأسهم بتجميع أسهمهم التصويتية لتحقيق هدف مشترك، وهذه الآليات من شأنها أن تخفض من قيمة الشركة. كذلك وجدت الدراسة أن الإدارة العائلية تضيف إلى القيمة عندما يدير المؤسس الشركة ويساعده مدير تنفيذي رئيس من غير العائلة. أما عندما يعمل أحد الورثة كرئيس لمجلس الإدارة أو مدير تنفيذي رئيس فإن هذه الإدارة تقلل من القيمة، كما أن التفاعل بين السيطرة والإدارة العائلية تولد اختلافات مهمة في قيمة الشركات. فعلى سبيل المثال إن التأثير السلبي للسيطرة يخفض علاوة المؤسس بما مقداره 0.98 من مؤشر توبين أو ما مقداره 0.76 من مؤشر توبين على مستوى القطاع.

والشركات التي يكون المؤسس مدير تنفيذي رئيس فيها ويستخدم الآليات المحسنة للسيطرة أكثر قيمة بما نسبته 25 % من الشركات غير العائلية. أما الشركات التي يكون فيها أحد ورثة المؤسس مديراً تنفيذياً فإن آليات تحسين السيطرة المذكورة آنفاً يكون لها تأثير إيجابي خفيف على القيمة وهذا يعني أن هذه الآليات تلعب دوراً مختلفاً في هذه الشركات، فإن استخدام آليات تحسين السيطرة من قبل الورثة يمكن أن يستدل منها على أنه مناورة دفاعية لمقاومة تراجع ملكيتهم التي تحدث بسبب نمو الشركة أو العائلة، أما إذا وضع المؤسس نفسه هذه الآليات فإنه قد ينظر إليها على أنها مناورة لتحقيق منافع خاصة به. ومع ذلك فإن حملة الأسهم من غير العائلة في الشركات التي يديرها أحد ورثة المؤسس يكونون في وضع أسوأ مما لو كانوا يملكون الأسهم في شركة غير عائلية.

ومن أحدث الدراسات في مجال العلاقة بين الملكية العائلية والأداء دراسة Cucculelli and Micucci، 2008 التي فحصت الشركات الإيطالية متوسطة وصغيرة الحجم، على عكس الدراسات السائدة في مجال الملكية العائلية التي تركز على الشركات الكبيرة والمساهمة العامة بسبب صعوبة الحصول على معلومات موثوقة حول الشركات الصغيرة.

وبسبب الوجود المهم للشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم في القطاع الصناعي الإيطالي والتي تدار من قبل العائلات صار هذا القطاع ملائماً للفحص العملي لتأثير التوارث العائلي على أداء الشركات. وهذه الدراسة تعطي تفسيرات يمكن تعميمها على المجتمعات التي يشيع فيها توارث ملكية وإدارة الشركات حيث تشجع القيم الثقافية السائدة على بقاء ملكية الشركة ضمن السيطرة العائلية.

ومن النتائج الرئيسة لهذه الدراسة أن الإدارة المتجدرة من قبل العائلة تؤثر سلباً على أداء الشركة، وهذا الانخفاض في الأداء يتركز بين الشركات التي كان أداءها متميزاً عندما كانت تُدار من قبل المؤسس، وقبل أن يتولى الورثة إدارتها. وكان الانخفاض أيضاً أكبر في اثنين وعشرين قطاعاً كان لإبداع المؤسس الدور الرئيس في تحديد قيمة الشركة، وهذا يعني أن الأداء العالي للشركات العائلية مرده وجود المؤسس في إدارة الشركة، وأنه ليس صفة متجدرة في الشركات العائلية على العموم.

وتتميز دراستنا هذه بأنها الدراسة العملية الأولى التي تحاول فحص تأثير هيكل الملكية مع وجود الملكية العائلية ضمن هذا الهيكل في القطاع الصناعي الأردني، هذا القطاع الذي يعمل ضمن ثقافة عربية أردنية تشجع الملكية العائلية ويرغب الملاك في إدارة الشركات التي يملكونها. كما تتميز باستخدام تقريب توبين كيو كمؤشر أداء، وهو مؤشر أداء يندر استخدامه في الدراسات العربية، بالمقارنة مع المؤشر التقليدي والمتمثل بالعائد على الأصول.

فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسة الأولى

- H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات المرتبطة بهيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. ومن خلال هذه الفرضية يمكن صياغة الفرضيات الفرعية التالية:
1. H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة ملكية المساهمين الداخليين على أداء الشركات.
 2. H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة ملكية كبار المساهمين على أداء الشركات.
 3. H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمساهمة الحكومة في الشركة على أداء الشركات.
 4. H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعائلية الشركة على أداء الشركات.

الفرضية الرئيسة الثانية

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات المرتبطة بهيكل الملكية وللمتغيرات الضابطة على أداء الشركات الصناعية ذات السيطرة العائلية المدرجة على بورصة عمان. ومن خلال هذه الفرضية يمكن صياغة الفرضيات الفرعية التالية:

1. H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس العائلة على أداء الشركات الصناعية ذات السيطرة العائلية.

2. H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة ملكية كبار المساهمين من نفس العائلة على أداء الشركات الصناعية ذات السيطرة العائلية.
3. H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمساهمة الحكومة في الشركة على أداء الشركات الصناعية ذات السيطرة العائلية.
4. H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعائلة المدير العام على أداء الشركات الصناعية ذات السيطرة العائلية.

منهجية الدراسة

مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات ذات المساهمة العامة الصناعية في بورصة عمان، أما عينة الدراسة بالنسبة للفرضية الأولى فهي عينة عشوائية من الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية من 2001 - 2006، وقد بلغ عدد الشركات خمساً وأربعين شركة، وتتصف الشركات التي تم اختيارها بأنها شركات مستقرة ولم تتوقف عن العمل خلال مدة الدراسة، وتم الأخذ بالاعتبار التنوع في حجم الشركات عن طريق اختيار شركات صغيرة وكبيرة، حيث تنوعت شركات العينة ما بين شركات صناعية بإجمالي أصول يبلغ 800.000 دينار كحد أدنى وشركات بإجمالي أصول تبلغ 420.000 كحد أعلى.

أما عينة الدراسة للفرضية الثانية فقد اقتصر على الشركات المساهمة العامة الصناعية في بورصة عمان والتي فيها سيطرة عائلية، وبلغ عددها اثنين وعشرين شركة، وتم جمع بيانات هذه العينة للفترة الزمنية من 2001 - 2006 وتم اعتماد تعريف الشركة العائلية في هذه الدراسة للترقية بين الشركة المساهمة العامة ذات السيطرة العائلية والشركة التي لا يوجد فيها مثل هذه السيطرة.

متغيرات الدراسة

تم استخدام متغيرين مختلفين لقياس الأداء وهما: العائد على الأصول ومقياس توبين ولغايات تحقيق هذا الهدف تم اعتماد النموذج التالي:

$$P_{i,t} = a_t + b_1 INS_{i,t} + b_2 INDBH_{i,t} + b_3 GOV_{i,t} + b_4 FAM_{i,t} + b_5 SIZE_{i,t} + b_6 GROWTH_{i,t} + b_7 R_{i,t} + e_t \dots \dots \dots (1)$$

حيث ترمز إلى ما يلي:

مقياس الأداء للشركة I في الفترة t ، وسيتم بداية استخدام العائد على الأصول ومرة أخرى سيتم استخدام مقياس توبين.

نسبة ملكية المساهمين الداخليين من الشركة I في الفترة t .
 نسبة ملكية المساهمين الكبار الذين تزيد مساهمتهم عن 5% من الشركة I في الفترة t .
 متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حال كانت الحكومة مساهمة في الشركة I في السنة t و صفر في حال كانت الحكومة لا تمتلك مساهمة في الشركة I في السنة t .
 متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حال كانت الشركة عائلية وصفر في حال كانت الشركة غير عائلية وعبر سنوات الدراسة.
 حجم الشركة ممثلاً باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة I في الفترة t .
 معدل النمو في مبيعات الشركة I في الفترة t .
 نسبة مديونية الشركة I في الفترة t .
 هو معامل الخطأ.

من ناحية أخرى، تستهدف هذه الدراسة أيضاً التعرف على محددات أداء الشركات الأردنية العائلية المساهمة العامة باستخدام نموذج آخر خاص بالشركات العائلية لقطاعي الصناعة والمصارف كل على حدة باستخدام نموذج آخر خاص فقط، والمعادلة رقم (2) تبين هذا النموذج:

$$P_{i,t} = a_t + b_1 FAINS_{i,t} + b_2 FAINDBH_{i,t} + b_3 GOV_{i,t} + b_4 CEOF_{i,t} + b_5 SIZE_{i,t} + b_6 GROWTH_{i,t} + b_7 R_{i,t} + e_t \dots \dots \dots (2)$$

حيث ترمز إلى ما يلي:

مقياس الأداء للشركة العائلية I في الفترة t . وسيتم استخدام العائد على الأصول ومقياس تقريب توبين كيو.

نسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس العائلة في الشركة I في الفترة t .
 نسبة ملكية المساهمين الكبار من نفس العائلة و الذين تزيد مساهمتهم عن 5% من الشركة I في الفترة t .

متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة واحد في حال كانت الحكومة مساهمة في الشركة العائلية I في السنة t و صفر في حال كانت الحكومة لا تمتلك مساهمة في الشركة I في السنة t .
 متغير وهمي آخر يأخذ القيمة واحد في حال كان المدير العام للشركة I في السنة t من نفس العائلة وصفر في حال كان المدير العام للشركة I في السنة t ليس من العائلة.
 حجم الشركة ممثلاً باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة I في الفترة t .

معدل نمو الشركة I في الفترة t .

نسبة مديونية الشركة I في الفترة t .

معامل الخطأ.

التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة

تقسم متغيرات الدراسة إلى ثلاثة أقسام رئيسة هي المتغيرات التابعة، والمتغيرات المستقلة المرتبطة بهيكل الملكية، والمتغيرات المستقلة الضابطة Control Variables. وسيتم فيما يلي تناول هذه المتغيرات بشيء من التفصيل.

أولاً: المتغيرات التابعة

اشتملت الدراسة على متغيرين تابعين هما: العائد على الأصول ومقياس توبين كيو.

1. العائد على الأصول: يقيس هذا المتغير الربح على كل دينار مستثمر في أصول الشركة. وهو يعكس مدى كفاءة إدارة الشركة باستخدام الموارد المتاحة لديها لتحقيق الأرباح، بمعنى أنه يقيس الاستخدام الأمثل للأصول. ويتم احتسابه من خلال قسمة صافي الدخل على مجموع أصول الشركة (Brown, 2004).

2. توبين كيو: يعرف مقياس توبين كيو على أنه القيمة السوقية للشركة مقسوم على تكلفة إحلال أصولها، ولحساب قيمة توبين كيو يجب احتساب مكونات كل من القيمة السوقية للشركة، وتكلفة إحلال الأصول، والقيمة السوقية للشركة هي مجموع قيمة الأسهم العادية والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل، علماً أن الأسهم الممتازة غير موجودة في الشركات الأردنية. وقيمة السهم العادي هي سعر السهم في آخر يوم تداول من السنة والمعلن في موقع بورصة عمان. وتقاس تكلفة الإحلال كما وصفها (Lendneperg and Ross, 1981) وفقاً للمعادلة التالية:

$$RC_t = TA_t + RNP_t - HNP_t + RINV_t - HINV_t$$

حيث أن:

تكلفة الإحلال في السنة t	Replacement Cost in year t	(RC _{t})
إجمالي الأصول في السنة t	Total Assets in year t	(TA _{t})
صافي قيمة المعدات والألات بتكلفة الإحلال في السنة t	Net Plant at Replacement Cost in year t	(RNP _{t})
صافي قيمة المعدات والألات التاريخية في السنة t	Net Plant at Historical value in year t	(HNP _{t})
قيمة المخزون بتكلفة الإحلال في السنة t	Inventories at Replacement cost in year t	(RINV _{t})
قيمة المخزون بالقيمة التاريخية في السنة t	Inventories at Historical value in year t	(HINV _{t})

ولتجنب مشكلة عدم توفر المعلومات الخاصة بتكلفة الإحلال عند احتساب توبين كيو، فإن هذه الدراسة ستستخدم ما يسمى "تقريب توبين كيو" Tobin's Q Approximation وهو المتغير الأكثر استخداماً في

الدراسات الخاصة بهيكل الملكية والذي يتفادى صعوبات احتساب مؤشر توبين كيو الأصلي، ويحتسب التقريب وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{Tobin's } Q \text{ Approximation} = (\text{TMV} + \text{DEPT}) / \text{TA}$$

حيث:

Total Market Value (TMV): وهي القيمة السوقية للشركة والتي تساوي مجموع الأسهم المكتتب بها

مضروباً في سعر السهم في آخر يوم تداول من السنة.

Accrual value of debt (DEBT): هي القيمة المستحقة من الدين (الالتزامات)

Total Assets (TA): إجمالي الأصول.

من الناحية الاقتصادية إذا كانت نسبة توبين أكبر من (1) واحد فإن ذلك يعني أن القيمة السوقية لأصول الشركة هي أكثر من تكلفتها الفعلية، وهذا يعني أن وضع الشركة جيد، والعكس صحيح. وتدل القيمة العالية لمؤشر توبين على أن الشركات تمتلك حافزاً جيداً للاستثمار وذلك لأن السوق يقيم كل وحدة من الاستثمار أكثر من قيمتها الفعلية، أما قيمة توبين المنخفضة فهي تقلل من الحافز للاستثمار ولكنها تشجع الاستحواذ على الشركات من خلال سوق الأسهم لأن المستثمرين يدفعون مبلغاً أقل للأصول في السوق المالي مما كانت ستكلفهم لو أرادوا الحصول عليها من سوق السلع (Black, 1999).

وقد لجأ الباحثون لاستخدام هذا المقياس بسبب شيوع استخدامه في الدراسات الأجنبية وندرة ذلك في الدراسات المحلية، ولاخلافه عن المقاييس المالية التقليدية مثل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية من ناحية أنه مقياس تقييم غير مرتبط بالأرباح.

ثانياً: المتغيرات المستقلة المرتبطة بهيكل الملكية

تستخدم هذه الدراسة عدداً من المتغيرات المستقلة المرتبطة بهيكل الملكية للشركات الأردنية، وتتضمن

هذه المتغيرات:

1. نسبة ملكية المساهمين الداخليين (Insiders – INS) ونسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس

العائلة (Family Insiders – FAINS):

ونسبة ملكية المساهمين الداخليين هي عبارة عن نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين من الشركة الذين لهم تأثير مهم على مختلف القرارات التي تتخذ في الشركة. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال احتساب مجموع نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين من الشركة. أما نسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس العائلة فهي عبارة عن نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين من نفس العائلة. وتظهر نتائج الدراسات العملية تفسيرات مختلطة (Mixed) ما بين الإدارة المالكة والأداء. فوفقاً لنظرية تقارب المصالح فإن العلاقة بين المتغيرين علاقة طردية. أما وفقاً لنظرية التحصن فإن العلاقة بين المتغيرين عكسية. في حين ترى النظرية الحيادية أن الإدارة المالكة ليس لها تأثير على الأداء (Jenson, Meckling, 1976).

2. نسبة ملكية كبار المساهمين (Block-Holder – INDBH) ونسبة ملكية كبار المساهمين من نفس العائلة (Family Block-Holder – FAINDBH):

ونسبة ملكية كبار المساهمين هي عبارة عن نسبة ملكية الأفراد والمؤسسات المالكين أكثر من 5% من أسهم الشركة سواء كانوا خارج أو داخل مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية للشركة. ويقاس هذا المتغير بتأثير تركيز الملكية على الأداء، ويتم قياسه من خلال احتساب مجموع نسبة ملكية كبار المساهمين الذين يمتلكون 5% من أسهم الشركة سواء كانوا خارج أو داخل مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية للشركة. نسبة ملكية كبار المساهمين من نفس العائلة وهي عبارة عن نسبة ملكية المساهمين الكبار من نفس العائلة والذين يمتلكون أكثر من 5% من أسهم الشركة. ويقاس هذا المتغير مدى سيطرة العائلة على الشركة. ويتم قياسه من خلال احتساب مجموع نسبة ملكية المساهمين الذين يمتلكون أكثر من 5% من أسهم الشركة ومن نفس العائلة المسيطرة على الشركة.

والعلاقة النظرية بين هذا المتغير والأداء هي علاقة طردية تتمثل في قدرة حملة الأسهم الكبار على التأثير على قرارات مجلس الإدارة لتكون في صالح حملة الأسهم الآخرين، كما أنهم أقدر على الرقابة على هذه القرارات الصادرة عنهم. وقد يكون اتجاه العلاقة عكسية فإن حملة الأسهم الكبار أيضاً هم الأقدر على التأثير على الشركة لتحقيق مصالحهم خاصة. (Fama and Jensen, 1983).

3. مساهمة الحكومة في الشركة (GOV): وهو عبارة عن متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة واحد في حالة وجود مساهمة حكومية في الشركة وصفر في حالة عدم وجود مساهمة للحكومة. والهدف من استخدام هذا المتغير هو اختبار أثر وجود مساهمة حكومية في هيكل ملكية الشركة على أداء تلك الشركة. والعلاقة النظرية المفترضة بين هذا المتغير والأداء هي علاقة سلبية لأن ممثلي الحكومة في مجلس الإدارة يمثل ظاهرة الوكيل الذي يمثل وكيل، حيث الوكيل الثاني هو صاحب القرار في المؤسسة الحكومية الذي قام بترسيخ الوكيل الأول في مجلس الإدارة مما سيعمل على مضاعفة تأثير الوكالة السلبي على الأداء (Turnbull, 1994).

4. عائلية الشركة (Family – FAM): هو متغير وهمي يعكس ما إذا كانت الشركة عائلية أم لا، حيث يأخذ القيمة واحد في حال كانت الشركة عائلية وصفر في حال كانت الشركة غير عائلية. وتعرف الشركة العائلية بأنها الشركة التي يكون مؤسسها أو أحد أفراد عائلته بالدم هو رئيس أو عضو مجلس إدارة، أو مدير، أو مالك لـ 5% على الأقل من أسهم الشركة بشكل فردي أو جماعي، أو الشركات التي يكون فيها أكثر من شخص واحد من نفس العائلة ويمتلك كل واحد منهم 5% فما فوق من أسهم الشركة (Anderson and Reeb, 2003).

والعلاقة النظرية بين هذا المتغير والأداء هي علاقة طردية لأن الشركات العائلية تمتلك أسهماً مركزة فهي تمتلك قدرة عالية على تقليص تكاليف الوكالة، وكذلك يفترض أن العائلة تحرص على اتخاذ قرارات طويلة الأجل لأن المالكين من العائلة ينظرون للشركة على أنها رصيد يجب تمريره للأجيال اللاحقة مما يجعلهم يتمسكون تمسكاً شديداً بهدف زيادة قيمة الشركة (Jemes, 1999).

5. عائلة المدير العام (CEO): هو متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حال كان المدير العام من نفس العائلة المسيطرة على الشركة والقيمة صفر في حال كان المدير العام من خارج العائلة المسيطرة على الشركة (Anderson and Reeb, 2003).

العلاقة بين هذا المتغير والأداء هي علاقة عكسية لأن مالكي العمل العائلي ربما يقصرون المناصب الإدارية العليا على أفراد العائلة بدلاً من استخدام مديريين مؤهلين وكفؤين الأمر الذي يؤثر سلباً على الأداء (Demsetz and Lehn, 1985).

ثالثاً: المتغيرات المستقلة الضابطة

لغايات عزل أثر العوامل الأخرى ذات التأثير الكبير على الأداء، فقد تم إدراج هذه المتغيرات كمتغيرات ضابطة في نموذج الدراسة، ليعكس النموذج الأثر الصافي للمتغيرات المرتبطة بهيكل الملكية على الأداء. وتتضمن هذه المتغيرات:

1. حجم الشركة (Size Company Size): وقد تم قياس هذا المتغير بواسطة اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، فمن المعروف أن الشركات كبيرة الحجم عادةً ما تتمتع بوفورات ناتجة عن حجمها الكبير، كما تكون قدرتها على التنوع كبيرة مما يجعلها أقل عرضة لمخاطر الإفلاس. إضافة لذلك فمن المتوقع أن تكون تكلفة التمويل لمثل هذه الشركات أقل. بناءً على ذلك يمكن توقع وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وبين مقاييس الأداء المختلفة (Bai, et. al, 2004).
2. نسبة المديونية (Leverage Ratio - LR): هي عبارة عن نسبة الالتزامات الكلية إلى مجموع الأصول. وحيث إن التمويل باستخدام الدين ضمن الهيكل التمويلي يعتبر حافزاً وهدفاً للكثير من الشركات لزيادة العائد على حقوق المساهمين بسبب انخفاض تكلفة الدين بالمقارنة مع تكلفة الملكية، فإن أثر المديونية يتوقع أن يكون إيجابياً على الأداء لأن زيادة نسبة الاقتراض كمصدر رخيص للتمويل سوف يترتب عليه انخفاض في كلفة الأموال وبالتالي زيادة حجم الأرباح المحاسبية الأمر الذي يؤثر إيجابياً في زيادة قيمة الشركة. (حماد، 2004) ويتم قياس نسبة المديونية للشركات الصناعية بإجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول.
3. النمو (Growth): تقيس نسب النمو مدى التوسع والتقدم الذي تحققه الشركة على مر الزمن. فالنمو هدف مرغوب به إذ أنه يمكن من توسيع الشركة وتطوير منتجاتها. ولدراسة نمو شركة نجري حساب معدلات النمو للمتغيرات ذات الأهمية مثل المبيعات، الأرباح، سعر السهم. ويقاس النمو للشركات الصناعية بإجمالي المبيعات والعلاقة النظرية بين النمو والأداء علاقة موجبة (الميداني محمد، 1999).

أساليب جمع البيانات

تم الاعتماد على البيانات الثانوية المستخلصة من التقارير المالية السنوية لشركات عينة الدراسة والمنشورة في موقع بورصة عمان وهيئة الأوراق المالية للفترة من 2001-2006. وفيما يتعلق بملكية مجلس

الإدارة فوفقاً لقانون الإفصاح تقوم الشركات الأردنية بنشر ملكية مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين ضمن جداول خاصة داخل التقرير السنوي بالإضافة إلى ملكية زوجاتهم أو أبنائهم وملكياتهم في الشركات التي لها حصص في الشركة التي يديرونها. أما ملكية أولئك الذين تزيد ملكيتهم عن 5% فهي أيضاً تتشر ضمن نفس التقارير بالإضافة إلى نشرها من خلال هيئة الأوراق المالية. وتم اعتماد التعريف الوارد في الدراسة للترفة بين الشركة العائلية والشركة غير العائلية وهو التعريف الذي ورد في دراسة (Anderson and Reeb, 2003).

الأساليب الإحصائية

لتحقيق هدف الدراسة سيتم استخدام الأسلوب الإحصائي المسمى بتحليل الانحدار المشترك (Panel Regression) وذلك بالاعتماد على الحزمة الإحصائية (E-views 5.0). وهذا الأسلوب هو الأنسب للبيانات التي تتخذ شكل السلسلة الزمنية لعدة شركات أي البيانات ذات الطبيعة المزدوجة (المقطعية والزمنية).

وفي تحليل الانحدار المشترك تم استخدام تقنية وايت White للتخلص من مشكلة عدم تجانس التباين و Heteroscedacity التي تتصف بها البيانات، حيث إن تجانس التباين هو أحد الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها تحليل الانحدار. أما فيما يتعلق بافتراض عدم وجود ارتباط ذاتي خطي بين قيم المتغير التابع (Autocorrelation)، فقد تم تصحيحه تلقائياً لأن التحليل يستند على البواقي وليس على القيم الفعلية للمتغيرات. وأخيراً فإن افتراض عدم وجود علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity متحقق لأن التحليل يستند على البواقي وليس على القيم الفعلية للمتغيرات.

تستخدم هذه الدراسة ثلاثة طرق لاحتساب المعاملات وهي طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square) وطريقة الأثر الثابت (Fixed-effects) وطريقة الأثر العشوائي (Random-effects). ويقوم نموذج المربعات الصغرى باحتساب معاملات المتغيرات المستقلة التي تعبر عن علاقتها بالمتغير التابع، وهو يفترض وجود مقطع ثابت يعبر عن قيمة المتغير التابع عندما تتساوى المتغيرات المستقلة مع الصفر، وهذا المقطع لا يتغير بين وحدة مقطعية وأخرى أو بين فترة زمنية وأخرى، وهذا النموذج يلغي إذا ما استخدم للبيانات ذات الطبيعة المزدوجة Panel بعدي المساحة والزمن لهذه البيانات، أي أنه يراكم المشاهدات لكل وحدة مقطعية في كل فترة زمنية فوق بعضها البعض، فإذا كان المتغير يتكون من عشرين مشاهدة مختلفة وكل مشاهدة تمثل سنة واحدة، وكانت هذه البيانات لأربع شركات مثلاً فإن مجموع المشاهدات لهذا المتغير تصبح ثمانين مشاهدة.

وعند تقدير الانحدار وفقاً لهذا النموذج فإن هنالك احتمالاً كبيراً لأن يكون مؤشر ديرين واتسون منخفضاً، الأمر الذي قد يعني وجود ارتباط ذاتي كبير بين المتغيرات، كما أن هذا النموذج يفترض أن مقطع الانحدار لكل الوحدات المقطعية متشابه وأن معاملات المتغيرات المستقلة متشابهة بين الوحدات المقطعية وهذه افتراضات محددة لصحة النموذج. وقد يشوه ذلك الصورة الحقيقية للعلاقات ما بين

المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ما بين الوحدات المقطعية ولا بد بالتالي من إيجاد طريقة تأخذ بعين الاعتبار الطبيعة الخاصة لكل وحدة مقطعية.

وإحدى طرق أخذ تميز الوحدة المقطعية بعين الاعتبار هي ما يدعى بطريقة الأثر الثابت وهي إحدى طرق الانحدار المشترك Panel Regression والذي يتضمن أن نترك المقطع أو معاملات المتغيرات المستقلة يتغيران لكل وحدة مقطعية أو لكل فترة زمنية. وهنالك أربعة افتراضات تصف هذه الطريقة:

1. الافتراض بأن معاملات المتغيرات المستقلة ثابتة وأن المقطع يتغير بين الوحدات المقطعية.
2. الافتراض بأن معاملات المتغيرات المستقلة ثابتة وأن المقطع يتغير عبر الوحدات المقطعية والزمن.
3. الافتراض بأن كل المعاملات (المقطع ومعاملات المتغيرات المستقلة) تتغير عبر الوحدات المقطعية.
4. الافتراض بأن كل المعاملات (بما فيها المقطع ومعاملات المتغيرات المستقلة) تتغير عبر الوحدات المقطعية والزمن.

ويتم جعل المقطع ومعاملات المتغيرات المستقلة يتغيران بين الوحدات المقطعية أو عبر الزمن من خلال استخدام المتغيرات الوهمية Dummy Variable التي تمثل المقطع أو معاملات المتغيرات المستقلة التي تتغير عبر الوحدة المقطعية أو عبر الزمن (Gujarati, D, 2005).

إلا أن طريقة الأثر الثابت تعاني من العيوب والمخاطر التالية:

- أولاً: إذا تم استخدام متغيرات وهمية كثيرة فإن هذا سيقبل من درجات الحرية.
- ثانياً: إذا ازداد عدد المتغيرات المستقلة فإن احتمالية حدوث الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity تزداد مما يجعل التقدير الدقيق للمعاملات صعباً.
- ثالثاً: إذا تم إدخال متغيرات لا تتغير مع الزمن Time Invariant إلى النموذج مثل الجنس والعمر فإن هذه الطريقة قد لا تتمكن من تعريف أثر مثل هذه المتغيرات.

أما طريقة الأثر العشوائي Random-effects وهي الطريقة الثانية لإجراء الانحدار المشترك فإنها تتجاوز هذه العيوب وذلك من خلال أخذ التغيرات التي تحدث في المقطع أو معاملات المتغيرات المستقلة من خلال متغير للانحراف Disturbance Term. فبدلاً من معاملة المقطع على أنه ثابت فإننا نفترض أنه متغير عشوائي له قيمة وسطى وأن قيمة المقطع لأي وحدة مقطعية يمكن أن يعبر عنها بالمتوسط مضافاً له خطأ عشوائي. وهذا الخطأ مختلف عن الخطأ العشوائي للانحدار العادي الذي يكون متوسطه صفر وانحرافه 2σ والاختلافات في المقطع أو معاملات المتغيرات المستقلة بين الوحدات المقطعية أو عبر الزمن تكون متضمنة في هذا الخطأ العشوائي الجديد.

ولمقارنة نموذج الأثر الثابت مع العشوائي سيتم استخدام اختبار هوسمان (Hausman test) والذي يقوم على أساس اختبار كاي تربيع (Chi square test) ومن خلاله يمكن اختيار النموذج الأفضل والأفضل.

تحليل النتائج

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الهدف من استعراض الإحصائيات الوصفية هو الحصول على وصف عام لمتغيرات الدراسة من حيث متوسطاتها ومداهها وتوزيعها وطبيعة سلوكها عبر الزمن. وفي هذا الصدد سيتم عرض هذه الإحصائيات لجميع الشركات الصناعية الأردنية الداخلة في العينة ومن ثم للشركات الصناعية العائلية.

الإحصاءات الوصفية لجميع الشركات الصناعية الداخلة في العينة

يعرض الجدول رقم (1) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي تخص جميع الشركات الصناعية التي دخلت في عينة الدراسة.

جدول رقم (1) الإحصائيات الوصفية لجميع الشركات الصناعية

	ROA	TQ	INS	INDBH	GOV	FAM	SIZE	GRTH	LR
Mean	0.056	1.273	0.449	0.500	0.235	0.444	38.70*	0.073	0.315
Median	0.053	1.123	0.389	0.513	0.000	0.000	12.30*	0.088	0.286
Maximum	0.462	3.710	0.973	0.972	1.000	1.000	417.00*	0.850	0.844
Minimum	-0.325	0.486	0.063	0.079	0.000	0.000	0.80*	-0.853	0.008
Std. Dev.	0.070	0.638	0.242	0.224	0.425	0.498	74.70*	0.203	0.192
Skewness	0.279	1.161	0.435	-0.073	1.250	0.225	3.213	-0.464	0.594
Kurtosis	9.852	4.918	2.029	2.224	2.561	1.051	12.919	5.502	2.669
Jarque-Bera	527.77	101.22	18.99	6.96	71.88	44.69	1559.9	79.5	16.98
Probability	0.000	0.000	0.000	0.031	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Observations	270	270	270	270	270	270	270	270	270
Cross sections	45	45	45	45	45	45	45	45	45

* الأرقام بملايين الدنانير الأردنية

وبالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الجدول السابق يمكن ملاحظة ما يلي:

بلغ متوسط العائد على الأصول لجميع الشركات الصناعية خلال فترة الدراسة بلغ 5.6% وتراوح هذا العائد من - 33% إلى 46% وبانحراف معياري بلغ 7%. وكان متوسط مقياس توبين حوالي 1.27 وتراوح بين 0.462 و 3.7 تقريباً وبانحراف معياري بلغ 0.64. وهذا يدل على أن أداء الشركات الصناعية الأردنية بالمتوسط كان أداءً جيداً لكون قيمة مؤشر توبين أكبر من واحد إلا أن ارتفاع الانحراف المعياري يدل على وجود تباين واضح في أداء الشركات الصناعية. ويلاحظ انخفاض الانحراف المعياري لمقياس العائد على الأصول مقابل الارتفاع في مؤشر توبين. ويمكن أن يعزى هذا الاختلاف إلى أن بورصة عمان تقيم بعض الشركات بأكثر مما تستحقه.

أما متوسط نسبة ملكية المساهمين الداخليين فقد بلغ حوالي 45 %، وتراوحت النسبة بين 6.33 % لشركة السلفوكيموايات الأردنية و 97 % تقريباً للشركة الوطنية للدواجن. وفي هذا دلالة واضحة على ارتفاع نسبة ملكية المساهمين الداخليين مما يؤكد على رغبة الملاك الأردنيين في إدارة الشركات التي يملكونها، في حين يدل الانحراف المعياري على وجود فروق كبيرة بين الشركات الصناعية الأردنية. وكانت نسبة ملكية كبار المساهمين حوالي 50 % وتراوحت بين 7.9 % للشركة الوطنية لصناعة الكلورين و 97 % تقريباً للشركة الوطنية للدواجن. وتدل هذه الإحصائيات على ارتفاع نسبة ملكية المساهمين الكبار في الشركات الصناعية الأردنية، مما يشير إلى حد ما إلى وجود تركيز مرتفع في الملكية. وبلغ عدد المشاهدات الداخلة في الدراسة 270 مشاهدة (45 شركة × 6 سنوات) لكل متغير. وبلغ عدد الشركات الصناعية الداخلة في التحليل خمس وأربعين شركة. وتدل إحصائية (Jarque-Bera) على أن التوزيع لجميع المتغيرات لا يتبع التوزيع الطبيعي.

الإحصاءات الوصفية للشركات الصناعية العائلية فقط

يعرض الجدول رقم (2) الإحصائيات الوصفية للمتغيرات التي تم اعتمادها في هذه الدراسة والتي تخص الشركات الصناعية العائلية فقط.

جدول رقم (2) الإحصائيات الوصفية للشركات الصناعية العائلية فقط

	ROA	TQ	FAINS	FAINDBH	GOV	GEOF	SIZE	GRTH	LR
Mean	0.056	1.243	0.346	0.416	0.115	0.641	21.299*	0.122	0.313
Median	0.058	1.086	0.290	0.384	0.000	1.000	11.751*	0.089	0.286
Maximum	0.462	3.710	0.865	0.974	1.000	1.000	281.00*	1.365	0.958
Minimum	-0.325	0.093	0.010	0.068	0.000	0.000	0.836*	-0.853	0.008
Std. Dev.	0.075	0.597	0.227	0.244	0.320	0.481	31.641*	0.483	0.201
Skewness	0.322	1.216	0.767	0.596	2.421	-0.589	5.033	6.066	1.001
Kurtosis	13.070	5.493	2.746	2.513	6.863	1.347	37.683	55.448	4.345
Jarque-Bera	555.75	66.19	13.18	9.05	209.44	22.49	7118.97	15818	31.74
Probability	0.000	0.000	0.001	0.011	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Observations	132	132	132	132	132	132	132	132	132
Cross sections	22	22	22	22	22	22	22	22	22

* الأرقام بملايين الدنانير الأردنية

ومن خلال الإحصائيات الواردة في الجدول السابق يمكن ملاحظة أن متوسط العائد على الأصول للشركات الصناعية العائلية خلال فترة الدراسة بلغ 5.6 %، وهو نفس معدل العائد لجميع الشركات الصناعية. ويتراوح هذا العائد من - 33 % إلى 46 % وبانحراف معياري يبلغ 7 % . وكان متوسط مقياس توبين حوالي 1.24 وتراوح بين 0.462 و 3.7 تقريباً وبانحراف معياري 0.6

تقريباً. وهذا يدل عموماً على حسن أداء الشركات الصناعية العائلية بشكل عام لأن قيمة مؤشر توبين أكبر من واحد، كما كان هنالك تباين في أداء الشركات الصناعية العائلية. بلغ متوسط نسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس العائلة حوالي 35 %، وتراوح النسبة بين 1 % لشركة اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي و 87 % تقريباً للشركة الوطنية للدواجن. كانت نسبة ملكية كبار المساهمين من نفس العائلة حوالي 42 % وتراوح بين 6.8 % للشركة الوطنية لصناعة الألمنيوم و 97 % تقريباً للوطنية للدواجن. وتدل هذه الإحصائيات على ارتفاع نسبة ملكية المساهمين الكبار في الشركات الصناعية العائلية، مما يشير إلى حدٍ ما إلى وجود تركيز في الملكية. وبلغ عدد المشاهدات الداخلة في الدراسة 132 مشاهدة (22 شركة × 6 سنوات) لكل متغير. ووصل عدد الشركات الصناعية العائلية الداخلة في التحليل إلى اثنين وعشرين شركة. وتدل إحصائية (Jarque-Bera) على أن التوزيع لجميع المتغيرات لا يتبع التوزيع الطبيعي.

تطور مقاييس الأداء عبر الزمن

يعرض الجدول رقم (3) تطور مقاييس الأداء لشركات العينة عبر الزمن، حيث يوضح التغير في مقياسي العائد على الأصول ومؤشر توبين للشركات الصناعية خلال فترة الدراسة من 2001 إلى 2006.

جدول رقم (3) تطور مقاييس الأداء عبر الزمن

الشركات الصناعية				Year
TQ		ROA		
العائلية	الجميع	العائلية	الجميع	
1.1164	1.0082	0.0814	0.0597	2001
1.1437	1.0949	0.0710	0.0570	2002
1.2610	1.3472	0.0444	0.0518	2003
1.3148	1.4428	0.0442	0.0572	2004
1.4331	1.6006	0.0320	0.0476	2005
1.1884	1.1355	0.0651	0.0646	2006
1.243	1.272	0.056	0.056	المتوسط العام

وبلاحظ من الجدول ما يلي:

أ- بالنسبة لمعدل العائد على أصول الشركات الصناعية، فقد كان أعلى في بعض السنوات لجميع الشركات وأعلى في باقي السنوات للشركات العائلية. وكان المتوسط العام للعائد على الأصول متساوياً لجميع الشركات الصناعية وللشركات الصناعية العائلية مما يشير إلى أن الأداء لا يتأثر بهيكل الملكية للشركة نسبياً.

ب- حدث ازدياد مطرد في مؤشر توبين لجميع الشركات الصناعية وللشركات العائلية باستثناء السنة الأخيرة 2006 والتي شهدت انخفاضاً في المؤشر. وكان المتوسط العام لجميع الشركات الصناعية أعلى من متوسط الشركات الصناعية العائلية مما يشير إلى أن أداء الشركات غير العائلية أفضل من أداء الشركات العائلية.

ج- بناءً على ما تقدم، يمكن القول بأن أداء الشركات غير العائلية سواءً حسب مقياس العائد على الأصول أو مؤشر توبين كيو كان أفضل من أداء الشركات العائلية.

تحليل الانحدار المشترك لنماذج الدراسة

في السياق التالي سيتم عرض نتائج تحليل الانحدار المشترك (Panel Data Regression) لنموذج الدراسة الأول مع جميع الشركات، و لنموذج الدراسة الثاني مع الشركات العائلية.

تحليل الانحدار المشترك لنموذج الدراسة الأول مع جميع الشركات الصناعية الأردنية

الداخلية في العينة

يعرض الجدول رقم (4) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الأول وتم تطبيق هذا النموذج على جميع الشركات الصناعية الأردنية الداخلة في عينة الدراسة سواءً كانت شركات عائلية أو غير عائلية. ويهدف هذا النموذج إلى التعرف على ما إذا كان هناك فرق بين أداء الشركات الصناعية العائلية وغير العائلية.

جدول رقم (4) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الأول مع جميع الشركات الصناعية الأردنية

$$P_{i,t} = a_t + b_1INS_{i,t} + b_2INDBH_{i,t} + b_3GOV_{i,t} + b_4FAM_{i,t} + b_5SIZE_{i,t} + b_6GROWTH_{i,t} + b_7R_{i,t} + e_t$$

Variable	ROA			TQ		
	OLS	Fixed	Random	OLS	Fixed	Random
α	-0.153*	-	-0.105	-0.573	-	-0.994
β_1	0.068*	-0.027	0.019	-0.493*	-0.785**	-0.796***
β_2	-0.061*	0.046	-0.011	0.847***	1.595***	1.197***
β_3	-0.016	0.008	-0.008	-0.094	-0.181	-0.112
β_4	0.000	-0.004	-0.008	-0.066	-0.025	-0.037
β_5	0.014**	0.016**	0.011**	0.127***	0.228*	0.151***
β_6	0.088***	0.063***	0.070***	0.389**	0.187**	0.266*
β_7	-0.121***	-0.087**	-0.114***	-0.722***	-0.414**	-0.598**
Hausman Test Chi square		6.2596**			10.2004***	
R ²	0.2747	0.5495	0.4188	0.1634	0.5856	0.4761
Adj. R ²	0.2480	0.4201	0.4028	0.1364	0.4665	0.4617
Durbin-Watson	1.7969	1.8401	1.7991	1.8967	1.8941	1.8889
F-statistic	6.5611	42.4547		6.0536	49.1713	
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000		0.0000	0.0000	

***, **, and * denote that coefficient is significant at 1%, 5%, and 10% respectively.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

ويمكننا من الجدول السابق استنتاج ما يلي:

1. فيما يتعلق بنتائج تحليل الانحدار مع المتغير التابع الأول (العائد على الأصول):
 - كان هناك بعض التفاوت في نتائج التحليل حسب طرق الاحتساب الثلاث من حيث المتغيرات المستقلة ذات الأهمية الإحصائية.
 - كان لنسبة ملكية المساهمين الداخليين أثر موجب ومهم إحصائياً على العائد على الأصول حسب طريقة المربعات الصغرى مما يشير إلى أن ارتفاع نسبة ملكية المساهمين الداخليين تؤدي لتحسين معدل العائد على الأصول، وهذا يتطابق مع ما هو معروف بنظرية التقارب في المصالح والتي تقول أنه كلما كانت الملكية الإدارية أكبر قل الميل لدى المديرين لتحويل المصادر بعيداً عن زيادة قيمة الشركة، والأقلية من المساهمين لن يقوموا ببذل مزيد من الجهد في مراقبة سلوك المديرين، الأمر الذي يقلل من تكاليف الوكالة، وبالتالي فإن أداء الشركة يتحسن بشكل كبير. كما كان لنسبة ملكية كبار المساهمين أثر سالب ومهم إحصائياً على العائد على الأصول، مما يشير إلى أن ارتفاع نسبة ملكية كبار المساهمين تؤدي لتخفيض معدل العائد على الأصول، وهذا يدل على أنه كلما ازداد تركيز ملكية الشركات المساهمة العامة في قطاع الصناعة الأردني كلما انخفض الأداء.
 - لم يكن لعائلية الشركة أي أثر ذو أهمية إحصائية على العائد على الأصول تحت طرق الاحتساب الثلاث.
 - كانت قيمة اختبار هوسمان حوالي 6.3 وهي مهمة إحصائياً عند مستوى دلالة 5%. وهذا يعني بأننا سنعمد على طريقة الأثر الثابت بدلاً من طريقة الأثر العشوائي.
 - يشير مؤشر ديربن واتسون (Durbin-Watson) إلى انعدام الارتباط المتسلسل في البواقي. وأخيراً فإن قيمة F-Statistic وأهميتها تشير إلى ملاءمة النموذج الأول المعتمد في الدراسة والذي يستخدم العائد على الأصول كمتغير تابع.
2. فيما يتعلق بنتائج تحليل الانحدار مع المتغير التابع الثاني (مؤشر توبين):
 - وجود تجانس كبير بين نتائج تحليل الانحدار حسب طرق الاحتساب الثلاث المستخدمة.
 - لم يكن لعائلية الشركة أي أثر على الأداء مقاساً بمؤشر توبين.
 - كان لنسبة ملكية المساهمين الداخليين أثر سالب ومهم إحصائياً على مؤشر توبين حسب طرق الاحتساب الثلاث، وهذا يتوافق مع نظرية التحصن، والتي تقترح علاقة سالبة بين الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة مع الأداء وتحديث هذه العلاقة كما يلي: كلما كانت النسبة المئوية للأسهم التي يمتلكها المديرون أكبر كلما قلت إمكانية أن يجبرهم المساهمون الآخرون على إدارة الشركة وفق مصالحتهم.
 - وطبقاً لدراسة (Fama and Jensen, 1983) فإن المديرين الذين يمتلكون أسهماً كافية للسيطرة على مجلس الإدارة، يمكن أن يعملوا على تخفيض ثروة الشركة. فمثلاً يستطيع المدير المساهم

بحصة كبيرة أن يدفع لنفسه راتباً كبيراً ويفاوض في صفقات (ودية) مع الشركات الأخرى التي يسيطر عليها وهذا في النهاية يزيد من تكاليف الوكالة. والملكية الكبيرة للأسهم من قبل المديرين يمكن أن تقودهم للقلق على مصالحهم الخاصة وليس على مصالح المساهمين الآخرين مما يقود في النهاية إلى أداء ضعيف.

ويمتلك أعضاء مجلس الإدارة في الأردن نفوذاً قوياً يمكنهم من التدخل في شؤون الشركة حتى في التفاصيل الصغيرة، كما يمتلكون القدرة على إنهاء خدمات المسؤول التنفيذي مما لا يمكن المسؤول التنفيذي من معارضة قرارات مجلس الإدارة.

كما أن نظرية التحصن تتلاءم مع البيئة الاجتماعية في الأردن لأن المستثمرين الأردنيين يعتقدون ويؤمنون بالعمل في الشركة التي يمتلكونها، ويرى الباحثون أن التشريعات والقوانين في قانون الشركات الأردني لا تجبر الإدارة على العمل لمصلحة المساهمين، وتميل قرارات مجالس الإدارة لأن تكون ليست في مصلحة أداء الشركة وأنها غالباً ما تتعارض مع أصحاب المصالح الآخرين في الشركة، بينما كان لنسبة ملكية كبار المساهمين أثر موجب ومهم إحصائياً على مؤشر توبين، وهذا يدل على أنه كلما ازداد تركيز ملكية الشركات المساهمة العامة في قطاع الصناعة الأردني كلما تحسن الأداء، وهذا يتوافق مع ما تم تبريره في دراسة (Sheifer and Vishny, 1998) بأن المساهمين الكبار في الأردن يمارسون رقابة إدارية على مجالس الإدارة، وأن الأخيرة ستهتم برأي حملة الأسهم الكبار ولا تتخذ قرارات تضر بمصالحهم، في حين أن هذه النتيجة تتعارض مع ما توصل إليه (Jenson, Meckling, 1976) في أن المساهمين الكبار يمتلكون من الشركة ما يجعلهم قادرين على التأثير سلباً على مصالح المالكين الآخرين، حيث يصبحون جزءاً من الإدارة العليا التي تضر بمصالح الشركة.

كانت قيمة اختبار هوسمان حوالي 10.2 وهي مهمة إحصائياً عند مستوى دلالة 1%. وهذا يعني أننا نستخدم على طريقة الأثر الثابت بدلاً من طريقة الأثر العشوائي. ويشير مؤشر ديربن واتسون إلى انعدام الارتباط المتسلسل بين قيم المتغير التابع. وأخيراً فإن قيمة F-Statistic وأهميتها تشير إلى ملاءمة النموذج الأول المعتمد في الدراسة.

تحليل الانحدار المشترك لنموذج الدراسة الثاني مع الشركات الصناعية العائلية يعرض الجدول رقم (5) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الثاني والمبين تحت عنوان الجدول. وقد تم تطبيق هذا النموذج على الشركات الصناعية العائلية الداخلة في عينة الدراسة. ويهدف هذا النموذج للتعرف على محددات أداء الشركات الصناعية العائلية.

جدول رقم (5) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الثاني مع الشركات الصناعية العائلية

$$P_{i,t} = a_i + b_1 FAINS_{i,t} + b_2 FAINDBH_{i,t} + b_3 GOV_{i,t} + b_4 CEOF_{i,t} + b_5 SIZE_{i,t} + b_6 GROWTH_{i,t} + b_7 R_{i,t} + e_i$$

Variable	ROA			TQ		
	OLS	Fixed	Random	OLS	Fixed	Random
α	-0.077	-	0.005	0.565	-	1.228
β_1	-0.098**	-0.073	-0.093	-0.755***	-0.143*	-0.780**
β_2	-0.001	0.002	0.018	0.603***	2.247***	1.109***
β_3	0.049**	0.005	-0.033	0.046*	0.874**	0.359*
β_4	0.011	0.100	0.030	0.067	-0.415***	-0.023
β_5	0.028	-0.025	0.011	0.099	0.188*	-0.042
β_6	0.020*	0.021*	0.021*	0.061	-0.023	-0.006
β_7	-0.102***	0.007	-0.070	-0.132	0.462	0.352
Hausman Test Chi square			0.094599		15.18236***	
R ²	0.1989	0.4908	0.3574	0.1047	0.6599	0.4991
Adj. R ²	0.1691	0.3147	0.31330	0.0932	0.5424	0.4647
Durbin-Watson	1.9659	1.8310	1.8969	1.6462	1.7702	1.7999
F-statistic	2.6559	13.0104		2.0742	26.1971	
Prob(F-statistic)	0.0243	0.0000		0.0491	0.0000	

***, **, and * denote that coefficient is significant at 1%, 5%, and 10% respectively.

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

ومن خلال الجدول السابق يمكننا استنتاج ما يلي:

1. فيما يتعلق بنتائج تحليل الانحدار مع المتغير التابع الأول (العائد على الأصول):

- كان هناك تفاوت واضح بين نتائج التحليل حسب طرق الاحساب الثلاث من حيث المتغيرات المستقلة ذات الأهمية الإحصائية، ولم يكن هنالك تأثير مهم إحصائياً لأي من المتغيرات المستقلة بطريقة الأثر الثابت أو العشوائي في حين كان لنسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس العائلة أثر سالب ومهم إحصائياً على العائد على الأصول حسب طريقة المربعات الصغرى مما يعني أن زيادة نسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس العائلة تؤدي إلى تقليل العائد على الأصول كما كان لمساهمة الحكومة في الشركة أثر موجب ومهم إحصائياً على معدل العائد على الأصول حسب

طريقة المربعات الصغرى فقط. مما يعني أن مساهمة الحكومة في الشركة العائلية تؤدي إلى تحسين الأداء.

- كانت قيمة اختبار هوسمان حوالي 0.09 وهي ليست مهمة إحصائياً. وهذا يعني أننا سنعتمد على طريقة الأثر العشوائي بدلاً من طريقة الأثر الثابت. ويشير مؤشر ديربن واتسون إلى انعدام الارتباط المتسلسل. وأخيراً فإن قيمة F-Statistic وأهميتها تشير إلى ملاءمة النموذج الأول المعتمد على العائد على الأصول.

2. فيما يتعلق بنتائج تحليل الانحدار مع المتغير التابع الثاني (مؤشر توبين):

- كان هناك تجانس كبير بين نتائج الانحدار حسب طرق الاحتساب الثلاث المستخدمة.
- كان لنسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس العائلة أثر سالب ومهم إحصائياً على مؤشر توبين كيو حسب طرق الاحتساب الثلاث، مما يعني أن زيادة نسبة ملكية المساهمين الداخليين من نفس العائلة تؤدي إلى تقليل مؤشر توبين كيو. واتفقت هذه النتيجة مع النتيجة التي تم التوصل إليها في قطاع الصناعة لجميع الشركات.
- كان لنسبة ملكية كبار المساهمين من نفس العائلة أثر موجب ومهم إحصائياً على مؤشر توبين حسب طرق الاحتساب الثلاث، مما يعني أن زيادة نسبة ملكية كبار المساهمين من نفس العائلة تؤدي إلى زيادة مؤشر توبين، اتفقت هذه النتيجة مع النتيجة التي تم التوصل إليها في قطاع الصناعة لجميع الشركات.
- كان لمساهمة الحكومة في الشركة أثر موجب ومهم إحصائياً على مؤشر توبين حسب طرق الاحتساب الثلاث. مما يعني أن مساهمة الحكومة في الشركة العائلية تؤدي إلى تحسين الأداء، ويمكن تبرير ذلك بدور مؤسسة الضمان الاجتماعي الإيجابي في مراقبة وضبط قرارات وتصرفات مجلس الإدارة وتوجيهها نحو القرارات التي لا تضر بمصالح الأطراف الأخرى المرتبطة بالشركة، مع ملاحظة أن مؤسسة الضمان الاجتماعي هي الجهة الأكثر تمثيلاً لمشاركة الحكومة في مجالس إدارة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.
- كان لعائلة المدير العام أثر سالب ومهم إحصائياً على مؤشر توبين حسب طريقة الأثر الثابت. مما يشير إلى أن الشركات الصناعية العائلية التي يكون فيها المدير العام من نفس العائلة المسيطرة على الشركة يكون أدائها أضعف من الشركات الصناعية العائلية التي يديرها فرد من خارج العائلة، وأن الملكية الكبيرة للأسهم من قبل المديرين يمكن أن تقودهم إلى القلق على مصالحهم الخاصة وليس على مصالح المساهمين الآخرين مما يقود في النهاية إلى أداء سيء.
- يرى الباحثون أن انخفاض أداء مديري الشركات العائلية يعود للأسباب التالية:
 - عدم محاسبة المسؤولين عن الإدارة في حالة التقصير في العمل بغض النظر عن مكانتهم ونفوذهم داخل العائلة.

- عدم تهيئة قيادات جديدة من داخل العائلة مؤهلة بالشهادات العلمية والخبرات العملية لتحمل القيادة في المستقبل مما يساعد على تطور ونمو الشركة، أي عدم اختيار المسؤولين عن إدارة الشركة العائلية تحت ضغط النفوذ أو الملكية الأكبر وتجاهل الكفاءة العلمية.
 - عدم وضع معايير وقواعد ملزمة للجميع تهدف إلى عدم التدخل في شؤون مجلس الإدارة والعمل على الفصل بين الشؤون العائلية والشؤون الخاصة بالعمل.
 - عدم إنشاء مراكز تدريب لتأهيل كوادر إدارية من داخل العائلة أو خارجها على أحدث أساليب الإدارة الحديثة.
- ويتعلق انخفاض أداء الشركات الصناعية العائلية بالمخاطر الداخلية التي تتضمن التنافس بين أفراد العائلة للوصول إلى إدارة الشركة بحجة إدخال أفكار جديدة وطرق حديثة، ومخاطر خارجية تتعلق بعدم قدرة الشركة على التطوير والتجديد.
- ويرى الباحثون أن على الشركات العائلية كي تتجنب هذه المخاطر اللجوء إلى أهل الخبرة والمستشارين المتخصصين سواء كانوا من داخل العائلة أو خارجها.
- كان لحجم الشركة أثر موجب ومهم إحصائياً على مؤشر توبين حسب طريقة الأثر الثابت. كما كانت قيمة اختبار هوسمان حوالي 15.1 وهي مهمة إحصائياً عند مستوى دلالة 1%. وهذا يعني أننا سنعتمد على طريقة الأثر الثابت بدلاً من طريقة الأثر العشوائي. ويشير مؤشر ديرين واتسون إلى انعدام الارتباط المتسلسل. وأخيراً فإن قيمة F-Statistic وأهميتها تشير إلى ملاءمة النموذج الأول المعتمد في الدراسة.

الاستنتاجات والتوصيات

إن تحليل الانحدار الأول الذي يتضمن كافة الشركات الصناعية دون تفرقة بين العائلية منها وغير العائلية يظهر عدم تأثير أي عامل من عوامل هيكل الملكية المفحوصة على العائد على الأصول، في حين يظهر هذا الأثر جلياً عند استخدام مؤشر توبين باستثناء عائلية الشركة ووجود الحكومة في هيكل الملكية، وهذا يعني أن هذين العاملين محايدان في تأثيرهما على أداء الشركات الصناعية الأردنية. ويعود عدم تأثير وجود الحكومة في ملكية الشركات إلى كون المشارك الرئيس الحكومي في الأردن هو مؤسسة الضمان الاجتماعي التي تتصف محفظتها بالتنوع الجيد وعليه فإنها لا تتدخل بشكل فعال في قرارات مجلس الإدارة للشركات المساهمة فيها.

كما تم إثبات أن ظاهرة الإدارة المألقة هي ظاهرة مؤكدة في القطاع الصناعي الأردني. وأن هذه الظاهرة تؤثر سلباً على أداء الشركات الصناعية عند مستوى ثقة يبلغ 5%، سواء أكانت هذه الشركات عائلية أو غير عائلية، وهذا التأثير السلبي يعني أن نظرية التحصن هي النظرية الأقرب التي تفسر سلوك مجالس الإدارة في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة المحدودة. كما تبين أيضاً وجود تأثير إيجابي واضح لملاك الأسهم الكبار على أداء الشركات الصناعية الأردنية والذي يمكن أن يعزى إلى قدرة هؤلاء

الملاك على ممارسة نوع من الرقابة على أداء مجلس الإدارة في هذه الشركات. أما من ناحية الشركات العائلية، فإن أداء الشركات الصناعية يشبه إلى حد كبير الأداء العام للقطاع، وكان الاختلاف ينحصر في الدور الإيجابي لوجود ممثل الحكومة في مجلس الإدارة الذي تم إثباته من خلال النموذج الثاني. وعلى ما يبدو أن وجود الحكومة في الشركات الصناعية العائلية يقلل من الآثار السلبية التي تحدثها مجالس الإدارة المتحصنة خلف ملكيتها المرتفعة. كما أظهر النموذج الثاني أن الشركات العائلية التي يديرها مدير تنفيذي من نفس العائلة يكون أداءها أقل من الشركات التي يديرها مدير تنفيذي من خارج العائلة حيث تم إثبات العلاقة السلبية بين متغير المدير التنفيذي والأداء ممثلاً بمؤشر توبين. وأخيراً تجدر الإشارة إلى أن متغيرات هيكل الملكية في الأردن لها تأثير أكبر على مقاييس الأداء السوقية مقارنة بالمقاييس المحاسبية، حيث أن المستثمرين في بورصة عمان يهتمون كثيراً على ما يبدو بأسماء وعائلات الأشخاص الذين يديرون الشركات، وأن دخول عائلة أو خروج أخرى من الإدارة له تأثير واسع على أداء الشركة في السوق.

التوصيات

- بالرغم من أن متوسط مقاييس أداء الشركات الأردنية كانت جيدة، إلا أن هناك عدداً كبيراً من الشركات ذات الأداء الضعيف. ومن هنا فمن الضروري أن تتخذ هذه الشركات التدابير اللازمة لرفع سوية أدائها واستكشاف العوامل المؤثرة فيه، وعلى هذه المؤسسات البحث عن أسباب هذا الانخفاض وتجنبها في الأعوام المقبلة.
- إن هنالك حاجة ماسة في الشركات الصناعية المساهمة العامة إلى نظام متكامل للحكومة يأخذ شكل القانون، وعدم الاقتصار على بنود متفرقة في قانون الشركات، وهيئة الأوراق المالية، وذلك بهدف التقليل من الآثار السلبية لهيكل الملكية في هذه الشركات.
- بما أن العائد على الأصول لجميع الشركات الصناعية أعلى من العائد على أصول الشركات الصناعية العائلية فإن على تلك الشركات أن تسعى إلى عدم تركيز الملكية ضمن نفس العائلة. أما بالنسبة للشركات العائلية التي تكون للعائلة سيطرة عليها فعلى العائلة المسيطرة أن تحاول أن تفصل بين الملكية والإدارة، وتعطي الإدارة صلاحيات تنفيذية مستقلة واسعة.
- إن أي دراسة عملية تتعلق بأداء الشركات في الأردن يجب أن تتضمن النموذج الاحصائي المستخدم في الدراسة مؤشراً ممثلاً لهيكل الملكية والملكية العائلية، وإن عدم الاهتمام بهذا المؤشر يوقع الباحث في الأداء بأخطاء تحديد النموذج المعروفة.

المراجع

المراجع العربية

- البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 2001 - 2006.
- حماد. طارق عبد العال، "حوكمة المؤسسات - المفاهيم والمبادئ والتجارب"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004.
- مؤتمر الشركات العائلية، التحديات التي تواجه الشركات العائلية، الأردن، 2007.
- الميداني محمد - الإدارة التمويلية في الشركات - منشورات جامعة الملك فهد للبترول والمعادن لسنة 1999 الطبعة الثانية، مكتبة العبيكات.
- هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي 2001 - 2006.

المراجع الأجنبية

- Anderson, R. & David R. (2003). Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance* 58, 1301-1328.
- Bai, Ch., Liu, Q., Lu, J., Song, F., & J., Zhang. (2004). Corporate Governance and Market Valuation in China . SSRN Working paper.
- Belen, A. (2004). How Do Family Ownership Control and Management Effect Firm Value. *An International Review* 2 (3), 151-60
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Perez-Gonzalez, F., Wolfenzon, D. (2006). Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance, Working Paper, Columbia University.
- Berle, A. and Gardiner M. (1982). *The Modern Corporation and Private Property*, New York (Macmillan).
- Bloom, N., & Van Reenen, J. (2006). Measuring and explaining management practices across firms and countries. Discussion Paper. Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London, UK.
- Brown, L. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*, PhD dissertation, Georgia State University.
- Cuccuelli, M., & Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms, Working paper, Marche Polytechnic University, Ancona, Italy.
- Demsetz, H. & Kenneth L. (1985). The structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

- Dyck, A. & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*, 59(2), 537–600.
- Fama, E.F. & M.C, Jensen. (1983). Separation of Ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–326.
- Gujarati, D. (2005). “*Basic Econometrics*”, New York, USA: McGraw-Hill.
- James, H. 1999. Owners as Managers, Extended Horizon and the Family Firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6, 41–56.
- Jensen, Michael. & William M. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Lendneperg. J.H., & Ross, J.J. (1981). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19–39
- Mike B., & Andrei S. (2003 October). Family Firms. *Journal of Finance*, 8 (5), 23-31.
- Miller, D. Le-Breton-Miller, I. (2005). Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Morck, R, & Bernard Y. (2002). Inherited wealth, corporate control, and economic growth?, in Morck Randall, ed. *Concentrated Corporate Ownership (NBER Conference Volume*, University of Chicago Press, Chicago, IL).
- Perez-Gonzales, F. (2006). *Does Inherited Control Hurt Firms' Performance?* Ph.D. dissertation, Harvard University.
- Turnbull, S. (1994 April). Competitiveness and Corporate Governance. *Corporate Governance. An International Review*, 2, 2, 90–96.
- Walid, Ben – Amar & Paul Ander. (2006 April). Separation of Ownership From Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (3) & (4), 517-543.
- Zhang, G.(1998). Ownership Concentration, Risk Aversion and the Effect of Financial Structure on Investment Decisions, *European Economic Review*, 42, 1751–78.