

The Impact of Corporate Governance Principles on the Stock Market Liquidity: An Empirical Study on Financial Jordanian Public Corporation

Suhayeb Ayedh Alkahtani
Department of Accounting
The School of Business
The University of Jordan-Jordan
Suhayb.a@hotmail.com

Prof. Abdel Naser Nour
Department of Accounting
Faculty of Economics & Administrative
Sciences
Zarqa University- Jordan
Naser1966@yahoo.com

Omar Shaher Arabiat
Department of Accounting
The School of Business
The University of Jordan-Jordan
Omar_Arabiat@hotmail.com

Received 31/1/2016

Accepted 18/4/2016

Abstract:

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

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

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

تأثير مبادئ الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية

عمر شاهر عربيات
قسم المحاسبة - كلية الأعمال
الجامعة الأردنية - الأردن
Omar_Arabiya@hotmail.com

أ.د. عبد الناصر نور
قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
جامعة الزرقاء - الأردن
Naser1966@yahoo.com

صهيب عايض القحطاني
قسم المحاسبة - كلية الأعمال
الجامعة الأردنية - الأردن
Suhayb.a@hotmail.com

تاريخ قبول البحث ٢٠١٦/٤/١٨

تاريخ استلام البحث ٢٠١٦/١/٣١

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٣. تتمثل مبادئ الحاكمية المؤسسية بكل من حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة وبين إدارة الشركة، كبار المساهمين.

لإنجاز أهداف الدراسة قام الباحثون بإجراء اختبار الإحصاء الوصفي وتحليل الارتباط وتحليل الانحدار المتعدد. تضمنت عينة الدراسة (٦٧) شركة مالية. وأظهرت نتائج الدراسة أن أغلب مبادئ الحاكمية المؤسسية تساهم في التخفيض من تكلفة سيولة سوق الأسهم للشركات المالية الأردنية المساهمة العامة. وبناء على نتائج الدراسة تم اقتراح توصيات عدة، أهمها: دراسة العدد الأمثل لعدد أعضاء مجلس الإدارة بما يتناسب مع إستراتيجية الشركة وممارساتها المرتبطة بعنصر السيولة، ودراسة نسبة الملكية لدى كبار المساهمين وأثرها على السيولة. الكلمات المفتاحية: الحاكمية المؤسسية، السيولة، تكلفة السيولة، مبادئ الحاكمية المؤسسية، الشركات المالية الأردنية.

مقدمة

بين المستثمرين الخارجيين^{١٩}. ولقد اهتم الأكاديميون والمهنيون على حد سواء (الجهات التنظيمية أو المحللون الماليون) بمسألة كيفية زيادة سيولة الأسهم^{٢٠}. عليه -وفي ضوء ما سبق- سوف تبحث هذه الدراسة فيما إذا كانت مبادئ الحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة المالية الأردنية تؤثر بشكل إيجابي على سيولة سوق الأسهم.

مشكلة الدراسة وأسئلتها

تتخذ الأسواق المالية موقعا مهماً في واقع النشاط الاقتصادي لشركات الأعمال والمستثمرين المحليين والأجانب وأصحاب المصالح، ولا شك أن هناك العديد من المؤشرات التي تحكم نشاط السوق المالي، ومن تلك المؤشرات سيولة السوق. وفي ظل وجود حاكمية مؤسسية غير مطبقة بفاعلية، سيضعف ذلك من قدرتها في الحد من تباين المعلومات، التي قد تؤدي إلى التأثير على أسعار الأسهم بشكل صحيح، والتي من خلالها قد تضعف الثقة لدى المستثمرين في الاستثمار في تلك الشركة، لأن الإدارة قد تكون في مستوى أقل من الشفافية. وبناءً على ما سبق؛ يمكن صياغة مشكلة الدراسة على النحو التالي:

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

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

يرجع مفهوم سيولة السوق المالي إلى القدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على السعر، فضلاً عن أن السيولة تعطي المستثمرين المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة، وتحقق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول في الأمد القصير من التداول في الأمد الطويل^{٢٢}. كما توفر السيولة العديد من المزايا، من بينها: السماح للبنك المركزي من الاستفادة من الأدوات النقدية غير المباشرة، والمساهمة في تحقيق آلية للتحوّل النقدي، كذلك تتيح للمؤسسات المالية فرصة قبول التزامات كبيرة متعلقة بالأصول، كما أنها تساعد في تقديم الأصول المالية إلى عملاء أكثر جاذبية يستطيعون التحرك معها بسهولة أكبر^{٢٦}.

إن الحاكمية المؤسسية الفعالة تحسن من مستوى شفافية المعلومات المالية لدى الشركة، وبذلك فإنها تقلل من تباين المعلومات بين المطلعين، على سبيل المثال: الإدارة وكبار المساهمين، وكذلك

يكفل لها تحقيق تلك الأهداف بقدرتها الذاتية بعيداً عن تسلط أي فرد فيها، وذلك بالقدر الذي لا يتضارب ومصالح الآخرين ذوي العلاقة.

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

كما هو واقع الأمر، فإن الحاكمة المؤسسية للشركات تسمح للمساهمين بأن يكونوا قادرين على مراقبة السلوك الإداري ورصده من خلال هذه الآليات؛ مثل: مجالس الإدارة، ولجان المراجعة، والمراجعين الخارجيين¹¹. وبالتالي فإن الاهتمام بالحاكمة المؤسسية قد ازداد بعد ظهور الأزمات والانهيارات المالية التي حدثت في مختلف أنحاء العالم، فقد أشارت دراسة¹⁸ إلى أن الحاكمة المؤسسية جاءت رداً على تعاطف سطوة الإدارات التنفيذية في الشركات المساهمة العامة في سعيها لتغليب مصالحها الخاصة على حساب مصالح الملاك والأطراف الأخرى ذات العلاقة، أمثال: المستثمرين، والمقرضين، والموظفين، والموردين، والعملاء والمجتمع عامة. فالحاكمة المؤسسية تعتبر الآلية التي بموجبها يتم تحفيز جميع الأفراد العاملين في الشركة -وأياً كانت مواقعهم فيها- لجعل سلوكياتهم وممارساتهم الفعلية تتناغم مع إستراتيجية الشركة ورؤيتها الهادفة إلى تعظيم قيمتها المضافة، ومن ثم تحقيق مبدأ العدالة والتوازن بين مصالح الإدارة التنفيذية من جهة، ومصالح الأطراف الأخرى بما فيها الملاك من جهة أخرى. وتجدر الإشارة إلى أنه لم يتم الاتفاق على استخدام مرادف محدد باللغة العربية لمصطلح Corporate Governance، فقد أشارت دراسة مطر ونور⁶ إلى وجود مرادفات عدة لهذا المصطلح؛ مثل: حوكمة الشركات، والإدارة الرشيدة، والإدارة الحكيمة، والإجراءات الحاكمة. في حين يؤيد مجمع اللغة العربية في الأردن استخدام الحاكمة المؤسسية، وبناءً عليه سوف يتم استخدام مصطلح الحاكمة المؤسسية في هذه الدراسة.

تتمثل الحاكمة المؤسسية في مجموعة العلاقات التي تجمع بين الإدارة التنفيذية للشركة ومجلس إدارتها من جهة، ومساهميها وأصحاب المصالح الآخرين من جهة أخرى؛ إذ تعتبر الآلية التي يتم من خلالها تحديد إستراتيجية الشركة وأهدافها، ومن ثم الوسائل المناسبة لتحقيق هذه الأهداف. وبناءً عليه تلقى الحاكمة المؤسسية اهتماماً متزايداً في شتى أقطار العالم، المتقدمة منها والناشئة على حد سواء، وذلك نظراً لدورها الحاسم في تجنب الشركات مخاطر التعثر والفشل المالي والإداري، فضلاً عن دورها في تعظيم القيمة السوقية للشركة بما يضمن لها عنصر النمو والاستمرارية⁵⁴. وتوفر الحاكمة

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

أهداف الدراسة وأهميتها

تهدف هذه الدراسة على نحو رئيس إلى معرفة فيما إذا كانت مبادئ الحاكمة المؤسسية -والمتمثلة في خصائص مجلس الإدارة- تزيد من سيولة سوق الأسهم للشركات المالية المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك لأهمية السيولة والحاكمة المؤسسية لدى الأسواق المالية من جانب اهتمام الباحثين والمحللين الماليين والمستثمرين؛ إذ إن سيولة السوق المالي تضمن استمرارية نشاط الشركات، والتي بدورها تزيد من فرص النمو لهذه الشركات، وبالتالي تنبع أهمية هذه الدراسة من خلال تقديمها دليلاً إضافياً لأثر آليات الحاكمة المؤسسية على سيولة الشركات المالية المدرجة في سوق عمان المالي.

الإطار النظري والدراسات السابقة

تعود نظرية الوكالة إلى اقتناع مديري الشركات أساساً بأنانية النظرة المادية، عن طريق تحقيق مكاسب خاصة بهم، بحيث يعملون على استثمار المصالح الشخصية الخاصة بهم بدلاً من النظر إلى مصالح المساهمين، وبالتالي فإن نظرية الوكالة تعتمد على العلاقة بين المالكين والمديرين، ووفقاً لذلك، فإن الفصل القائم بين الملكية والإدارة في الشركات الحديثة يؤدي إلى خلق نظرية الوكالة، لذلك فإن نظرية الوكالة تبدأ عندما تتعارض أهداف أصحاب الشركات والمساهمين فيها ومصالحهم وتوجهاتهم مع المديرين²⁰. ومن أجل الحد من تكاليف الوكالة افترض²⁸ أن الشركات يجب أن يكون لها نظام قادر على فصل قرارات الإدارة عن قرارات مجلس الإدارة. وقد أشار الباحثون إلى أن آليات الحاكمة المؤسسية للشركات تساعد على الحد من هذا الاستغلال بطريقة إدارية^{27, 28, 57, 58}.

فقد عرّف الحاكمة المؤسسية بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة الشركات ومساهميها وأصحاب المصالح فيها، وذلك من خلال إيجاد الإجراءات والهياكل التي تستخدم لإدارة شؤون الشركة، وتوجيه أعمالها من أجل ضمان تعزيز الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة بالشركة، وتعظيم الفائدة للمساهمين على المدى الطويل، مع مراعاة مصالح الأطراف المختلفة. كما وعرّفها⁹ بأنها نظام للتوجيه والتحكم والرقابة على نشاط الشركات المساهمة، مبني على تنظيم عملية اتخاذ القرار في هذه الشركات، وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين الأطراف الرئيسية في الشركة، وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكل عام. وعرّفها² على أنها إستراتيجية تتبناها الشركة في سعيها لتحقيق أهدافها الرئيسية، وذلك ضمن منظور أخلاقي ينبع من داخلها، باعتبارها شخصية معنوية مستقلة، لها من الأنظمة واللوائح الداخلية والهيكلي الإداري ما

الدراسة؛ سيتم استخدام كل من: استقلالية المجلس، وحجم مجلس الإدارة، والفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة؛ كمقياس لمجلس الإدارة. لذلك فإننا سوف نركز في دراستنا على هذه المقاييس على النحو التالي:

- استقلالية المجلس

هي واحدة من أهم المراكز أو الآليات الرئيسية في مجال الحاكمية المؤسسية⁴⁰. حيث إنه يجب على مجلس الإدارة أن يشمل أعضاء مستقلين، وهم المديرون الخارجيون والمديرون التنفيذيون ومجلس الإدارة الذين لديهم سلطة لاتخاذ القرار المالي في الشركات⁵⁵، ويمكن للمديرين المستقلين تحسين الأداء وتقليل صراع الوكالة لأنها تعتبر آلية مستقلة عن الإدارة²⁰.

- الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة

يوصي دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي في الباب الثاني (مجلس إدارة الشركة المساهمة) فقرة رقم (٥) بأنه لا يجوز الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي آخر في الشركة، حيث أشارت دراسة²⁹ إلى أنه من الممكن للرئيس التنفيذي للشركة الحصول على إمكانية الوصول المباشر إلى التقارير المالية والتلاعب في البيانات المالية إذا كان لديه الكثير من الصلاحيات في الشركة، وفقاً لذلك؛ يجب الفصل بين مهام الرئيس والمدير التنفيذي في الشركة.

- حجم المجلس

يعد حجم المجلس أيضاً عاملاً حاسماً في ملامح المجلس الذي قد يؤثر في الحد من تلاعبات أو قصور في أداء الإدارة⁸. حيث بين دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي في الباب الثاني الفقرة (١) أن يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن خمسة أشخاص ولا يزيد على ثلاثة عشر وفقاً لما يحدده نظام الشركة من أجل الحفاظ على استقلاليتهم. أما⁶¹ فقد شرح مزايا وعيوب حجم مجالس الإدارة (الكبيرة والصغيرة). فحجم مجلس الإدارة الصغير قد يكون أكثر فعالية في تحقيق مهام وظائفه ويصبح أقل ارتباطاً مع المشاكل البيروقراطية التي بدورها تجعل حجم صغر المجلس يرصد التقرير المالي بطريقة فعالة. في حين، قد يكون كبير حجم مجلس الإدارة سبباً لتمتعه بمجموعة واسعة من الخبرة.

• كبار المساهمين

إن كبار المساهمين لهم دور مهم في الحاكمية المؤسسية، بسبب حصصهم الكبيرة التي تمنحهم القدرة في مراقبة أعمال الإدارة. وقد ازداد عدد كبار المساهمين في الشركات حول العالم، حيث يرى²⁹ أن ٩٦% من الشركات الأمريكية تحتوي على واحد على الأقل من كبار المساهمين (الذي يملك على الأقل ٥% من الشركة). إن كبار المساهمين لديهم حوافز أكبر لمواءمة الإدارة ومصالح المساهمين^{٥٠}.

المؤسسية معايير الأداء الكفيلة بالكشف عن حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة، ويقدر يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في أسواق المال والعمل على استقرار تلك الأسواق، كما تلعب دوراً مهماً في إنجاح تطبيق برامج الخصخصة وتجنيد الشركات الانزلاق في مشاكل محاسبية تؤدي إلى انهيارات فيهان وتقود إلى انهيارات لاحقة في الأجهزة المصرفية وأسواق المال⁵⁹.

ولم تكن بيئة الأعمال هنا في الأردن هي الأخرى بمعزل عن الحاكمية المؤسسية، فعلى المستوى التشريعي -مثلاً- سارعت جهات الرقابة والإشراف بتضمين اللوائح والأنظمة والتشريعات التي تحكم جميع جوانب النشاط الاقتصادي؛ مثل: قانون الشركات، وقانون البنوك، وقانون السوق المالي، وقانون مزاوله مهنة المحاسبة، وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية وغيرها؛ مجموعة من القواعد ذات الصلة بالحاكمة المؤسسية. وكان من أبرز التشريعات التي وضعت في هذا المجال تضمنين التعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية شرطاً يوجب على كل شركة تدرج في السوق المالي أن تشكل فيها لجنة تدقيق. وفي ضوء التطور الذي يشهده الاقتصاد الوطني الأردني على كافة الأصعدة وضمن إطار عمل هيئة الأوراق المالية لتطوير سوق رأس المال الوطني والأطر التشريعية والتنظيمية فيه، فقد تم إعداد دليل يحتوي على قواعد للحاكمة المؤسسية للشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي، تهدف إلى وضع إطار واضح ينظم العلاقات والإدارة فيها، ويحدد الحقوق والواجبات والمسؤوليات، بما يحقق أهداف الشركة وغاياتها، ويحفظ حقوق الأطراف ذوي المصالح المرتبطة بها. وتستند هذه القواعد بشكل أساسي إلى عدد من التشريعات، من أهمها قانون الأوراق المالية والتشريعات الصادرة بمقتضاه، وقانون الشركات، إضافة إلى المبادئ الدولية التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية Organization of Economic Cooperation and Development (OECD).

إن الدليل المشار إليه واجب التطبيق اعتباراً من ٢٠٠٩/١/١، ويتضمن قواعد إلزامية حكماً، وهي القواعد الآمرة والعامّة التي استندت إلى نصوص قانونية ملزمة وردت في التشريعات النافذة، وأخرى قواعد إرشادية ينبغي الالتزام بها من قبل إدارات الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. وفي حال عدم الالتزام بأي من هذه القواعد يتوجب توضيح الأسباب التي أدت إلى عدم الالتزام في التقرير السنوي⁷.

وبما يتعلق بالآليات الحاكمية المؤسسية المستخدمة في هذه الدراسة سوف يتم إيجازها على النحو التالي:

• مجالس الإدارة

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

إن مقاييس السيولة ذات البعد الواحد تنقسم إلى ثلاث مجموعات: (حجم الشركة، حجم التداول، الانتشار)، ومع ذلك فإن حجم الشركة لم يعد يستخدم كمجموعة من مقاييس السيولة ذات البعد الواحد، كون هذه المجموعة لا تُظهر تفاوتات كافية للحصول على نتائج معقولة. ويقاس حجم التداول، ويمكن التعبير عنه من خلال كمية الأسهم لكل وحدة من الزمن. وعادة ما يتم استخدام هذه المجموعة لاحتساب عمق أبعاد السيولة، وترتبط هذه المجموعة أيضاً بالعمق أو البعد الزمني، حيث إنه كلما زاد حجم التداول في السوق فإن المدة الزمنية التي يتم الحاجة إليها لتداول الأسهم المحددة مسبقاً تكون أقصر. تم دراسة حجم التداول من قبل⁴⁷، في سياق الزخم وإستراتيجية القيمة، أي إنه إذا كان حجم التداول المرتبط بمقاييس السيولة عالية فهذه علامة على أن هناك سيولة عالية. أما الانتشار فيعبر عنه بالفرق بين (ask price) وما بين (bid price)، حيث إن هذا المقياس يعطي تقديرات تقريبية عن حجم التكلفة التي يتم تكبدها أثناء التداول، بالإضافة إلى الرسوم والضرائب، التي يجب على التاجر أن يقوم بدفعها كتكلفة لتنفيذ فوري للتجارة. هناك العديد من الدراسات قامت بدراسة محددات انتشار (bid-ask spread) كدراسة⁹، ولاحظ السلوك حول مواعيد الإفصاح عن أرباح الشركات. وخلص إلى أنه كلما كانت جميع تدابير السيولة المتعلقة بالانتشار أصغر كانت السيولة في السوق أكبر. وفي هذه الدراسة سوف يتم استخدام مؤشر الانتشار كمقياس لتكلفة السيولة، وذلك تبعاً للدراسات السابقة التي أجريت في الأردن كدراسة⁵³.

• خصائص السيولة السوقية

أشارت دراسة⁴⁵ إلى أن السيولة السوقية تتمتع بثلاث خصائص رئيسية، وأن هذه الخصائص لها تأثير في الأسعار، حيث إن هذه الخصائص تلعب دوراً محورياً في البحوث القائمة، وتساعدنا على فهم أفضل لمفهوم تأثير السعر. سوف يتم بإيجاز وصف هذه الخصائص الثلاث كما يلي:

١. الندرة: وتوصف بالقدرة على التداول للأصول القريبة من القيمة العادلة للأصول بطريقة أكثر واقعية، ويمكن للمرء أن يقيس الندرة حسب الانتشار من بين أفضل عرض سعر وأفضل سعر للطلب.

٢. العمق: وهو القدرة على شراء طلبية بأحجام كبيرة وبيعها دون تأثير سلبي مفرط على أسعار الأصول. بتعبير أدق؛ العمق يقيس وحدة التخزين التي يمكن التعامل بها (إما بيعها أو شراؤها) بأفضل سعر مدرج في أسواق الأوراق المالية. حيث إن مفاهيم الندرة والعمق يمكن تلخيصها بالقول إن الندرة والعمق في السوق تكون في الطلبات الكبيرة (المشتريات والمبيعات على حد سواء)

فقد وجدت الدراسات السابقة أن ملكية الأسهم من قبل كبار المساهمين تساعد على المراقبة والتخفيف من مشكلة الوكالة^{٣١}. ويرجع ذلك إلى أن كبار المساهمين في الشركات لديهم الأحقية في المطالبة بالأرباح المتبقية بما يتناسب مع نسبة ملكيتهم للأسهم في الشركة، وأيضاً يتحمل كبار المساهمين عبء التكلفة بما يتناسب مع ملكيتهم إذا تعرضت الشركة للخسارة أيضاً^{٣٨}. ومن هنا تأتي أهمية دور كبار المساهمين في مراقبة أعمال الإدارة، كما أن لديهم السلطة أيضاً في التأثير على سياسة الشركة، لأنهم يتحملون الخسائر والأرباح في الشركة بما يتناسب مع نسبة ملكيتهم في الشركة^{٣٧}.

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

• مفهوم سيولة الأسواق المالية

ذكرت الدراسات السابقة أن هناك مفاهيم عدة مرتبطة بتعريف السيولة، كارتباطها بالنقدية أو الأسهم المتداولة. ومن الدراسات السابقة التي قامت بتعريف السيولة بمدلول يرتبط بالنقدية دراسة^{٣١،٣٢}، حيث تم تعريفها بأنها قدرة المنظمة على مقابلة التزاماتها بشكل فوري، وذلك من خلال تحويل أي أصل من الأصول إلى نقد سائل وبسرعة. وبعبارة أخرى السيولة تعني قابلية الأصل للتحويل إلى أصول سائلة لمواجهة الالتزامات مستحقة الأداء حالياً أو في غضون فترة قصيرة. أي أن السيولة مفهوم نسبي يعبر عن العلاقة بين النقدية وأصول سهلة التحويل إلى نقدية (أصول شبه نقدية) وبين التزامات مستحقة. في حين يختلف المفهوم الذي وضحه²⁶ لسيولة الأسواق بأنها تحويل المقتنيات أو الموجودات التي لا تدر نقداً وعكسها إلى مصدر مولد داخلي حيوي للمال، يمكن أن يدعم حجم تداول أعلى وتطور أكثر لإستراتيجيات التداول. في حين تم تعريف السيولة بمدلول الأسهم المتداولة؛ بالقدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على السعر، فضلاً عن أن السيولة تعطي المستثمرين المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة، وتحقيق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول في الأجل القصير من التداول في الأجل الطويل^{٤٢}.

• مقاييس السيولة

أوضح^{١٣} أن السيولة من الصعب قياسها أو ملاحظتها، وبالتالي لا بد من استخدام مقاييس عدة من أجل قياس السيولة. بنظرة عامة فإن مقاييس السيولة تبعاً لما جاء به كل من^{١٣} و⁶⁰ تنقسم إلى مقاييس ذات بعد واحد ومقاييس متعددة الأبعاد، حيث إن مقاييس البعد الواحد تأخذ متغيراً واحداً فقط بعين الاعتبار، في حين مقاييس السيولة متعددة الأبعاد تحاول أخذ مجموعة من المتغيرات ضمن متغير واحد^{٦٠}، وبالتالي سيتم التطرق في هذه الدراسة إلى مقاييس السيولة ذات البعد الواحد.

المثال: يمكن أن يؤدي ارتفاع نسب تركيز الملكية إلى سهولة اطلاع المساهمين ذوي النفوذ على المعلومات المهمة، مما يحفزهم لاستخدامها في التداول وجني الأرباح، وهذا سيؤثر حتماً على سيولة أسهم الشركة في السوق^{٤٨}.

إضافة إلى ذلك دراسة^{٤٩}، التي بحثت عن أثر الملكية الكبيرة على نشاط التداول للشركة وسيولة السوق، حيث تبين أن كبار المساهمين يلعبون دوراً حيوياً في مجالات تقييم الشركة واتخاذ قراراتها وسيولة سوق الأسهم. كما وذكرت دراسة^{٥٠} في نظرية هيكلية الملكية وجود علاقة سلبية بين سيولة السوق وملكية الأشخاص المطلعين. وذكر^{٥١} و^{٥٢} في دراستهم حول نسب الملكية أن الشركات التي تواجه بيانات غير مستقرة لديها ملكية أكبر للأشخاص المطلعين. وترى النظرية أيضاً أن ارتفاع مستويات ملكية الأشخاص المطلعين يمكن أن يرتبط بارتفاع احتماليات تداول الأشخاص.

بعد أن تم مسح الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة من خلال الاستعانة بمواقع على شبكة الإنترنت ومراجعة الرسائل الجامعية السابقة والأبحاث المنشورة، يمكن استعراض هذه الدراسات حسب تسلسلها الزمني على النحو التالي:

دراسة^{٥٣} بعنوان " Ownership Structure and Stock Liquidity: Some Evidence from The Jordanian Capital Market " فقد درست العلاقة بين سيولة أسواق الأسهم عبر استخدام مؤشر الانتشار بهدف قياس سيولة سوق الأسهم. تكونت عينة الدراسة من ١٣١ شركة مدرجة في سوق عمان المالي لسنة ٢٠٠٥. توصلت الدراسة إلى أن تكلفة السيولة تبلغ حوالي (٠,٠٢٢)، وأوضحت دراسته أن هذه النسبة مرتفعة إلى حد ما مقارنة مع السوق الأمريكي وسوق باريس، وأشار أيضاً أن ارتفاع تشتت الملكية لا يحسن من سيولة السوق.

أما دراسة^{٥٤} بعنوان " Voluntary disclosure and stock market liquidity: evidence from the Jordanian Capital Market " فقد بحثت في استكشاف العلاقة بين سيولة سوق الأسهم والإفصاح الاختياري. اعتبرت الدراسة مؤشر الانتشار متغيراً تابعاً لقياس السيولة، واعتمدت مؤشراً مكوناً من ٦٢ بنياً لقياس مستوى الإفصاح لدى الشركات. تناولت الدراسة ٦٠ شركة أردنية غير مالية مدرجة في سوق عمان المالي خلال عام ٢٠٠٤. وقد توصلت الدراسة إلى أن متوسط مؤشر الانتشار بلغ ٥٠٪، وفسرت ذلك بارتفاع تكلفة السيولة. كما بلغ متوسط الإفصاح حوالي ٢٨٪، وهي نسبة منخفضة من الإفصاح، وتوصلت نتائج الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة سلبية بين سيولة سوق الأسهم والإفصاح الاختياري.

أما دراسة^{٥٥} بعنوان " Block Ownership, Trading Activity, and Market Liquidity " فقد بحثت هذه الدراسة في

والتي لا يمكن الوفاء بها فوراً لتكون قريبة من سعر السوق الحالي.

٣. **المرونة:** تشير المرونة إلى السرعة التي تنتعش بها الأسعار بعد تأثيرها بالتعامل أو صدمة عشوائية، مثل الاختلال في السوق، والذي هو أمر مؤقت، ولذلك يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتدفق ما هو مطلوب لمواجهة تحقيق التوازن بين هذه التأثيرات في السعر. بعد عرض تعريفات متغيرات الدراسة والمزايا التي تتعلق بهذه الدراسة؛ فإن الجزء التالي يظهر العلاقة النظرية بين آليات الحاكمية المؤسسية المستخدمة في هذه الدراسة وسيولة سوق الأسهم على النحو التالي:

ذكرت دراسة^{٥٦} أن المعلومات المتباينة تؤدي إلى حدوث تداولات وهمية في أسواق الأوراق المالية التي لا تتمتع بالشفافية، وبالتالي فإن فعالية مجلس الإدارة (أن يكون كبير الحجم ويتضمن الفصل بين وظائف الرقابة والإدارة) تساهم في الحد من المشكلات الناجمة عن تباين المعلومات، كما يمكن أن تحد من تداول الأشخاص المطلعين، وتؤدي إلى تحسين سيولة الأسهم. على سبيل المثال؛ إذا شك وكلاء غير مطلعين بوجود وكلاء آخرين مطلعين فإنهم سوف يتداولون عندما تكون مصالحهم محمية جيداً، أي أنهم سيطلبون بعمولات أكبر. ونتيجة لذلك، سوف تزداد تكاليف المعاملات وتنخفض سيولة الأسهم، وقد بينت الدراسات السابقة^{٥٧،٥٨} أن سيولة الأسهم تنخفض مع زيادة النسبة المئوية للوكلاء المطلعين في السوق. كما أشارت دراسة^{٥٩} إلى أنه يجب التأكد من أن الإدارة تعمل لصالح المساهمين، وهذا يحد من إمكانية توجه المساهمين إلى نظرية الوكالة. وبعد ذلك سوف تعمل الإدارة على زيادة ثروات المساهمين إلى أقصى حد ممكن، كما أضافا أن الشركة ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل يكون مستوى تباين المعلومات بها أقل. وفي دراسة أخرى؛ توصل^{٦٠} إلى أن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل لديها جودة أفضل لمؤشرات السوق، وتداولات أصغر لتأثير السعر، وتداولات أقل مستندة إلى احتمالية المعلومات. كما توصل^{٦١} إلى أن ارتفاع نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى انخفاض مستوى تباين معلومات الشركات في السوق.

تشير دراسة^{٦٢} أن نزاع الوكالة الرئيسي يوجد بين المديرين والمساهمين، ومن جهة أخرى، عندما يوجد مساهمون ذوو نسبة مساهمة مرتفعة ممن قد يطلعون على معلومات سرية فإن النزاعات المحتملة تقع بين مالكي حصص الأغلبية والمستثمرين الآخرين، أي أن مشكلات الوكالة الأخرى قد تمثل المشكلة الأكبر أهمية، ويمكن أن تؤدي إلى نشوء علاقات مختلفة كثيراً بين الخصائص الاقتصادية للشركة والسيولة في السوق مقارنة بالترتيبات الأكثر تقليدية، حيث يكون نزاع الوكالة الرئيسي قائماً بين المديرين والمساهمين. على سبيل

Ownership Capital Market إلى تحليل أثر إدارة الأرباح وآليات الحوكمة المؤسسية على السيولة، من خلال دراسة متغيرين في قياس سيولة سوق الأسهم (مؤشر الانتشار وحجم التداول). تضمنت العينة أربع شركات فقط لديها مستوى ملكية غير مؤسسية في بورصة ميلان بإيطاليا. وكذلك تناولت الدراسة ١٣٠ شركة إيطالية غير مالية مدرجة في سوق ميلان للأسهم خلال الفترة من ١٩٩٩ إلى ٢٠٠٤، وكانت أهم متغيرات الحوكمة تتمثل في استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وفصل موقع الرئيس التنفيذي، ويعرّف متغير إدارة الأرباح بأنه الفرق بين رأس المال العامل المتوقع ورأس المال العامل المتوقع المطلوب لاستمرار المستوى الحالي من المبيعات. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن حجم التداول يكون أعلى ومؤشر الانتشار يكون أقل للشركات التي تتمتع بمستوى جيد من الحوكمة المؤسسية.

وتناولت دراسة^{٣٢} بعنوان "Effect of ownership, governance, and transparency on liquidity-Chilean evidence" تأثير كل من هيكلية الملكية الحوكمة المؤسسية والإفصاح الاختياري على سيولة سوق تشيلي للأوراق المالية. حيث تناولت الدراسة الشركات المدرجة في سوق الأسهم التشيلي خلال عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠. وقد قامت الدراسة بقياس السيولة بمؤشرات عدة؛ وهي: مؤشر (Spread) ومؤشر نسبة السيولة، أما المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة فكانت كبار المساهمين، والإفصاح الاختياري من خلال مؤشر مكون من ١٦٤ بنداً واردة في مؤشر الإفصاح الاختياري والحوكمة المؤسسية من قبل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين. توصلت الدراسة إلى أن استقلالية المجلس وإفصاح الشركات والرقابة الخارجية من قبل المؤسسات تعمل على تعديل أثر المطلعين على السيولة وتكاليف التداول.

وأخيراً تناولت دراسة^{٣١} بعنوان "The Impact of Ownership Structure on Stock Liquidity: Evidence from Amman Stock Exchange" العلاقة ما بين سيولة السهم وهيكل الملكية. حيث أخذت الدراسة مؤشرين لقياس السيولة. الأول وهو معدل الدوران والثاني نسبة السيولة، وقد أخذت الدراسة المتغير المستقل هيكلية الملكية وأخذت لها عدداً من المقاييس. أما عينة الدراسة فكانت ٢٤٢ شركة منها ١٠٢ شركة مالية و ٥٥ شركة تعمل في قطاع الخدمات و ٨٥ شركة صناعية لعام ٢٠٠٩. وقد أخذت الدراسة المتغيرات التالية أيضاً: سعر الإغلاق، حجم التداول، قيمة التداول، عدد الصفقات للعام ٢٠٠٩ باستخدام الملفات الصادرة عن سوق عمان المالي. وكذلك أخذت الدراسة حجم الشركة، والصناعة، ووجود "أكبر مساهم" أكثر من واحد كمتغيرات ضابطة. أظهرت نتائج الدراسة أن كبار مساهمي الشركات الأردنية غالبيتهم من العائلات وشركات خاصة. كذلك أظهرت النتائج أن سيولة أسهم الشركات التي

تأثير الملكية الرئيسية على سيولة السوق ونشاط التداول، وتناولت شركات مدرجة في سوق نيويورك للأسهم وسوق الأسهم الأمريكية خلال السنوات من ١٩٩٦ إلى ٢٠٠١، باستثناء الشركات غير المتداولة أو التي لم تتوفر معلومات عن سيولتها. وبشكل مختصر فإن الملكية الرئيسية تؤثر على سيولة السوق من خلال تقليص نشاط التداول، وقد لا تزيد من تكلفة تباين المعلومات. وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود أثر سلبي قوي للملكية الرئيسية على السيولة قبل أخذ عوامل الضبط بعين الاعتبار، أما بعد مراعاة الضبط فإنها ليس لها أثر على الإطلاق.

من جانبها هدفت دراسة^{١٩} بعنوان "Corporate Governance and Liquidity" إلى دراسة العلاقة بين الحوكمة المؤسسية (مؤشر يتكون من ٥١ معياراً للحوكمة المؤسسية) وسيولة سوق الأسهم من خلال مؤشر الانتشار. شملت عينة الدراسة الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأسهم وناسداك. حيث أشارت نتيجة الدراسة إلى أن الشركات التي لديها آليات حوكمة مؤسسية جيدة يكون مستوى الانتشار بها أقل، وبالتالي تكون أعلى سيولة. إضافة إلى ذلك أشارت نتائج دراستهم إلى أن الاختلاف أو التغير في مقاييس السيولة مرتبط إحصائياً مع التغير في مؤشر الحوكمة. أيضاً أشارت الدراسة إلى أن تطبيق معايير الحوكمة المؤسسية يساهم في تقليل مستوى الانتشار وتباين المعلومات وزيادة السيولة.

كما أجريت دراسة^{٥١} بعنوان "Does Corporate Governance Affect Stock Liquidity in The Tunisian Stock Market?" على سوق الأسهم التونسي. وقد احتوت عينة الدراسة على ٤٩ شركة تم إدراجها في سوق الأسهم التونسي خلال الفترة من ١٩٨٩ إلى ٢٠٠٧. وكان المتغير التابع في هذه الدراسة هو السيولة، والذي تم قياسه من خلال عوامل عدة، منها: مؤشر الانتشار ونسبة الدوران. تناولت الدراسة الشركات المالية وغير المالية، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن خصائص الحوكمة المؤسسية تحسن من سيولة الأسهم وذلك لأنها تقلل من تباين المعلومات.

كما بحثت دراسة^{٣٢} بعنوان "Ownership, Control and Market Liquidity" فيما إذا كانت الملكية والسيطرة على الشركة تؤثر على سيولة سوق المال للشركات الفرنسية. وتناولت الدراسة تأثير الأشخاص المطلعين ذوي المساهمة الكبيرة على السيولة. احتوت عينة الدراسة على ٩١٨ شركة فرنسية مدرجة خلال الفترة من تموز ١٩٩٨ إلى تموز ٢٠٠٣، وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ملكية الأشخاص المطلعين وسيولة سوق الأسهم.

ومن جانبها هدفت دراسة^{١٤} بعنوان "The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated

إن البيانات المأخوذة ببيانات سنوية، وهي تغطي الفترة من عام ٢٠٠٩ إلى عام ٢٠١٣ لجميع الشركات المالية في القطاع المالي. كانت العينة النهائية عبارة عن ٦٧ شركة، بعد استبعاد الشركات التي لا تتوفر لديها الشروط أعلاه، وكما هو موضح في الجدول رقم (١) أدناه:

جدول (١) العينة وتوزيعها

المجموع	العقارية	التأمين	الوساطة المالية	البنوك	
117	40	26	35	16	عدد الشركات في سنة ٢٠٠٩
119	39	27	38	15	عدد الشركات في سنة ٢٠١٣
115	39	26	35	15	عدد الشركات التي استمرت من عام ٢٠٠٩ إلى عام ٢٠١٣
31	9	5	16	1	عدد الشركات التي لم تتوافر فيها البيانات المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة
17	9	2	6	0	عدد الشركات التي قلت بها أيام التداول عن ٣٠ يوماً
67	21	19	13	14	عدد الشركات التي دخلت ضمن عينة الدراسة

النموذج القياسي للدراسة

تعتمد هذه الدراسة على المنهج القياسي في عرض البيانات وتحليلها، لذلك تم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لتقدير نموذج الدراسة، وذلك بقياس أثر آليات الحاكمية المؤسسية على السيولة في الشركات المالية الأردنية المساهمة العامة، كما هو موضح أدناه:

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

حيث إن:

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

α : معامل ثابت.

(SIZE): حجم مجلس الإدارة.

(INDP): نسبة الأعضاء المستقلين.

(DULAT): الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة.

(BLK): عدد كبار المساهمين.

(LGSIZE): اللوغاريتم لإجمالي الأصول.

(ROE): العائد على حقوق الملكية.

ϵ : معامل الخطأ.

المتغيرات وطرق قياسها

المتغير التابع هو سيولة سوق الأسهم، وتقاس باستخدام مؤشرات عدة للتعرف إلى سيولة سوق الأسهم. أما في هذه الدراسة فسوف يتم استخدام مقياس (spread) كمؤشر إلى تكلفة السيولة، حيث استخدم هذا المؤشر كمقياس لتكلفة سيولة سوق الأسهم من قبل

تتركز ملكيتها بأيدي العائلات أقل من سيولة أسهم الشركات التي لا يوجد تركيز في هيكل ملكيتها، إضافة إلى أن نسبة ملكية أكبر المساهمين ووجود واحد أو أكثر من مساهم يمتلك نسبة مرتفعة من رأس المال بفسران الاختلاف في مقاييس سيولة السهم بين الشركات، وأن معامل كل من متغير نسبة الملكية وأكبر المساهمين ومعامل متغير وجود مساهم كبير واحد أو أكثر يؤثران سلباً على سيولة الشركة.

فرضيات الدراسة

تبعاً لأدبيات الدراسة التي تمت مناقشتها أعلاه، وانسجاماً مع مشكلة الدراسة، ولتحقيق أهدافها؛ تم صياغة الفرضيات بالصيغة الصفرية على النحو التالي:

الفرضية الرئيسية

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لمبادئ

الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم.

وينبثق من الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

H_{01} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لحجم

مجلس الإدارة على سيولة سوق الأسهم.

H_{02} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين على سيولة سوق الأسهم.

H_{03} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

لمتغير الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة على سيولة

سوق الأسهم.

H_{04} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لعدد

كبار المساهمين على سيولة سوق الأسهم.

منهجية الدراسة

هذا الجزء يوضح مجتمع الدراسة وعينتها، والنموذج القياسي

المستخدم في هذه الدراسة، والمتغيرات وطرق قياسها.

مجتمع الدراسة وعينتها

يتألف مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة المالية المدرجة في سوق عمان المالي، أما عينة الدراسة تتألف من الشركات المساهمة المالية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٣)، التي تتوفر بياناتها المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة، إضافة إلى أن عدد أيام التداول في السنة لا يقل عن ٣٠ يوماً للشركة من أجل احتساب متوسط مؤشر الانتشار. وقد تم اختيار القطاع المالي وذلك لاختلاف خصائص الشركات المالية عن خصائص الشركات الأخرى، وخاصة بما يتعلق بمتغير السيولة. حيث

والربحية المقاسة بصافي الربح مقسوماً على إجمالي حقوق المساهمين.

نتائج التحليل

لتحقيق أهداف الدراسة تم تحليل البيانات بواسطة الإحصاء الوصفي ومعامل الارتباط وتحليل الانحدار الخطي المتعدد. حيث يوضح الجزء الأول نتائج الإحصاء الوصفي لكل من متغيرات الحاكمية المؤسسية وسيولة سوق الأسهم والمتغيرات الضابطة. أما الجزء الثاني فيوضح معاملات الارتباط بين سيولة سوق الأسهم مع كل متغير من متغيرات الحاكمية المؤسسية ومتغيرات التحكم. أما الجزء الثالث يوضح اختبار مدى التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة، والجزء الأخير يبين نتائج اختبار الانحدار المتعدد بين المتغير التابع وهو سيولة سوق الأسهم والمتغيرات المستقلة والتي كانت آليات الحاكمية المؤسسية.

نتائج الإحصاء الوصفي

الجدول رقم (٢) يوضح الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة. حيث يظهر الجزء الأول من الجدول الإحصاء الوصفي للمتغيرات المستمرة المستخدمة في نموذج هذه الدراسة، والجزء الثاني من الجدول يوضح أيضاً المتغيرات الوهمية المستخدمة في نموذج هذه الدراسة. حيث تبين من نتائج الإحصاء الوصفي أن قيمة الوسط الحسابي لتكلفة سوق الأسهم كانت (0.0327)، وكانت أعلى قيمة (0.1106)، وأقل قيمة (0.000)، وهذا يوضح أن متوسط تكلفة السيولة للشركات الأردنية مرتفع بالمقارنة بالأسواق المتقدمة، فمثلاً ذكرت دراسة^{٥٢} أن تكلفة السيولة في السوق الأمريكي كانت (0.0032)، وفي سوق باريس للأوراق المالية (0.00297).

كما ويوضح الجزء الأول من الجدول رقم (٢) أن قيمة حجم مجلس الإدارة تتراوح ما بين الحد الأقصى وهو (12) والحد الأدنى (5)، وهذا يدل على أن الشركات المالية الأردنية ملتزمة بالقواعد العامة لحوكمة الشركات الصادر عن سوق عمان المالي، والتي تنص على أن عدد أعضاء مجلس الإدارة لا يقل عن خمسة أعضاء ولا يزيد عن ثلاثة عشر عضواً. أظهرت النتائج أيضاً أن قيمة الوسط الحسابي لنسبة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة (0.2036)، على الرغم من أن دليل قواعد الحاكمية المؤسسية الباب الثاني (مجلس إدارة الشركة المساهمة) الفقرة الأولى تنص على أن يكون ثلث أعضاء المجلس على الأقل من الأعضاء المستقلين. كما وأظهرت النتائج أن الوسط الحسابي لعدد كبار المساهمين هو (3.56) وهو ما يوضح أن أغلب عدد كبار المساهمين في الشركات الأردنية (4)، غير أن هناك شركات بلغ بها عدد كبار المساهمين (٨) و (١).

دراسات عدة منها^{٥٣،٥٤،٥٥}، وهكذا فإن المعادلة تكون على النحو التالي:

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

حيث إن:

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

(Ask Price): أفضل سعر طلب للشركة.

(Bid price): أفضل سعر عرض للشركة.

حيث سيتم احتساب معامل الانتشار لكل شركة في كل سنة، وذلك من خلال احتساب معامل الانتشار لكل شركة في كل يوم، ومن ثم أخذ الوسط الحسابي لمعامل الانتشار للشركة بناء على عدد أيام التداول للشركة في السنة.

وتشمل المتغيرات المستقلة أربعة متغيرات كما هو موضح أدناه:

١. حجم مجلس الإدارة: فقد أشارت دراسة^{٥٦} إلى هذا المتغير كأحد

المتغيرات لقياس آليات الحاكمية المؤسسية، وأضافوا أيضاً أنه كلما كان عدد أعضاء مجلس الإدارة أكبر ارتفع مستوى كفاءة أدائها. وسيتم قياس هذا المتغير بعدد الأعضاء في المجلس.

٢. استقلالية أعضاء مجلس الإدارة: إن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة هي من الوسائل التي تعمل على تقليل المعلومات المتباينة وبالتالي تحسن سيولة سوق الأسهم^{٥٧،٥٨}. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة على إجمالي عدد الأعضاء في المجلس.

٣. الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة: إن نظرية الوكالة تتنبأ بأن الرئيس التنفيذي صاحب المنصب المزدوج يستطيع التحكم بأعضاء مجلس الإدارة بفعالية^{٥٩}، وسيتم قياس هذا المتغير كمتغير وهمي، وستأخذ الدراسة رقماً واحداً في حال أن المدير التنفيذي هو رئيس مجلس الإدارة، ورقم صفر غير ذلك.

٤. كبار المساهمين: ذكر^{٦٠} أن المستثمرين الخارجيين يرون أن كبار المساهمين باستطاعتهم الحصول على معلومات أكثر، مما يزيد من التباين في المعلومات، ومن ثم يقلل سيولة الأسهم. وسيتم قياس هذا المتغير بعدد المساهمين الذين يملكون حصة تتجاوز ٥% من أسهم الشركة. وقد تم استخدام هذا المقياس في العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع منها^{٦١،٦٢}.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد استخدمت غالبية الدراسات السابقة التي اطلع عليها الباحثون بعض المتغيرات الضابطة التي تتعلق بخصائص الشركات التي تؤثر على سيولة سوق الأسهم، وخصائص أعضاء مجلس الإدارة وهيكلية الملكية، وهما عاملان متغيران، حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم لإجمالي أصول الشركة،

جدول (٢): الإحصاء الوصفي لسيولة سوق الأسهم وآليات الحاكمية المؤسسية ومتغيرات التحكم

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

نتائج اختبار معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

في حين كانت العلاقة بين تكلفة سيولة سوق الأسهم ونسبة الأعضاء المستقلين بالمجلس ($r = -0.311$) تمثل أعلى قيمة ارتباط. هذا يدل على أن زيادة نسبة عدد الأعضاء المستقلين بالمجلس يعزز من تخفيض مستوى الانتشار، الأمر الذي ينعكس على مستوى منخفض من تكلفة سيولة سوق الأسهم.

الجدول رقم (٣) يوضح مصفوفة الارتباط بين سيولة سوق الأسهم، والتي تقاس بمعامل الانتشار والحاكمة المؤسسية ومتغيرات التحكم. وأوضحت النتائج أن هناك علاقة عكسية بين تكلفة سيولة سوق الأسهم وكل من نسبة عدد الأعضاء المستقلين بالمجلس والفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة والربحية وحجم الأصول.

الجدول (٣) اختبار معامل الارتباط بين سيولة سوق الأسهم وآليات الحاكمية المؤسسية ومتغيرات التحكم

المتغيرات	السيولة	حجم مجلس الإدارة	نسبة الأعضاء المستقلين	الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة	كبار المساهمين	العائد على حقوق الملكية	اللوجاريتم لحجم الشركة
السيولة	1						
حجم مجلس الإدارة	0.091	1					
نسبة الأعضاء المستقلين	-0.311	0.589**	1				
الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة	0.141	0.1	0.091	1			
كبار المساهمين	0.069	0.257**	0.161**	0.469**	1		
العائد على حقوق الملكية	0.167	0.217**	0.076	0.110*	0.035-	1	
اللوجاريتم لحجم الشركة	0.252-	0.805**	0.629**	0.308**	0.028	0.244**	1

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

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

جدول رقم (٤) اختبار مدى التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة

التداخل الإحصائي		المتغيرات
VIF	Tolerance	
3.7411	0.2673	حجم مجلس الإدارة
2.1454	0.4661	نسبة الأعضاء المستقلين
1.6282	0.6141	الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة
1.8294	0.5466	كبار المساهمين
١,٠٩٠٧	٠,٩١٦٨	العائد على حقوق الملكية
3.8220	0.2620	اللوجاريتم لمجموع الأصول

تحليل الانحدار المتعدد واختبار الفرضيات

أُجري تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وذلك لأن الانحدار الخطي المتعدد من الأساليب الإحصائية المتقدمة التي تضمن دقة الاستدلال من أجل تحسين نتائج البحث عن طريق

اختبار التداخل الخطي

تبين نتائج اختبار معامل تضخم التباين في الجدول (٤) أنها انحصرت بين (١,٠٩٠٧) و(٣,٨٢٢)، ويلاحظ أن جميع القيم كانت أقل من ١٠، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة في التداخل الخطي ما بين المتغيرات المستقلة، حيث تعتمد قوة النموذج الخطي العام أساساً على فرضية استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة، وأن الحصول على قيمة (VIF) أقل من (١٠) يدل على عدم وجود مشكلة في التداخل الخطي، وهذا ما أشار له^{٣٥}، كما تبين قيم التباين المسموح به (tolerance) الذي يعتبر مؤشراً على العلاقة الخطية بين المتغيرات الوسيطة، وعادة ما يتم قبول قيمه إذا كانت أكبر من ٠,٢ على اعتبار أنه يساوي مقلوب معامل تضخم التباين ($1 / \text{vif}$).

هذه الدراسة في التنبؤ بمؤشر الانتشار ضمن شركات عينة الدراسة ممثلة إحصائياً لقدرة آليات الحوكمة المؤسسية لشركات مجتمع الدراسة في التنبؤ بمؤشر الانتشار. كما يتضح من الجدول (٥) أدناه التأثير الكلي للمتغيرات المستقلة والضابطة على المتغير التابع، حيث يتضح من الجدول أدناه أن قيمة P-value هي (٠,٠٠٠)، وهي أعلى من مستوى الدلالة (٠,٠٥)، حيث إن قيمة F-value هي (١٣,٠٩٣)، وهذا يدل على أن آليات الحوكمة المؤسسية لها تأثير ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم عند مستوى دلالة (٠,٠٥)، وبناء عليه يتم رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل للفرضية الرئيسية الأولى.

كما أظهرت النتائج أيضاً في الجدول رقم (٥) أن قيمة الدلالة الإحصائية كانت أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) لكل من حجم مجلس الإدارة، ونسبة الأعضاء المستقلين، والفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة، وكبار المساهمين، وهذا يدل على أن كل من آليات الحوكمة المؤسسية لها تأثير ذو دلالة إحصائية على تكلفة السيولة، وبناء عليه يتم رفض الفرضيات العدمية وقبول الفرضيات البديلة للفرضيات الفرعية الأربعة.

الجدول رقم (٥) اختبار الانحدار المتعدد لسيولة سوق الأسهم وآليات الحوكمة المؤسسية

Sig.	t-statistics	β Coefficients		المتغيرات	
		Unstandardized Coefficients			
0.000	13.377	5.479		الثابت	
0.000	5.133	0.314		حجم مجلس الإدارة	
0.000	-5.706	-9.569		نسبة الأعضاء المستقلين	
0.048	-1.982	-0.246		الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة	
0.008	-2.688	-0.088		كبار المساهمين	
0.002	-3.098	-0.044		العائد على حقوق الملكية	
0.002	-3.149	-0.290		اللوجاريتم لحجم الشركة	
F-significance	F-statistic	Adjusted R2		R ²	R
0.000	13.093	0.178		0.193	0.44

وتكلفة سيولة أقل وذلك بسبب الشفافية المالية، مما يقلل في النهاية من تباين المعلومات وفرض المزيد من الرقابة على المديرين.

٢. بينت نتائج الدراسة أن حجم مجلس الإدارة له تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع كل من (٢٢،٤١) و (٦٢)، حيث أوضحت نتائج دراستهم أن حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على السيولة، حيث تدعم هذه النتائج الرأي بأن هناك العديد من المشاكل التي من الممكن أن تنشأ -والمرتبطة بكل من التنسيق والاتصال وصنع القرار- نتيجة الزيادة في عدد أعضاء مجلس الإدارة، وبالتالي تؤدي إلى زيادة المخاطر المرتبطة بالسيولة وصنع القرارات المرتبطة بكل من ممارسات الشركة وسياساتها،

الاستخدام الأمثل للبيانات في إيجاد علاقات سببية بين الظواهر موضوع البحث، إضافة إلى أن النموذج القياسي للدراسة يمثل الانحدار الخطي المتعدد.

يبين الجدول رقم (٥) أدناه أن قيمة قيمة $R^2 = 0.193$ وهذا يدل على أن آليات الحوكمة المؤسسية تشكل (19.3%) من التباين في تكلفة سيولة سوق الأسهم، حيث تعتبر قيمة R^2 مؤشراً على مقدار التباين أو الاختلاف الذي قد يحصل في المتغير التابع (تكلفة سيولة سوق الأسهم)، بحيث يكون منسوباً، أو بسبب المتغير المستقل (آليات الحوكمة المؤسسية)، وكذلك تعبر عن قدرة المتغير المستقل في التنبؤ بالمتغير التابع، وعادة ما تدل القيمة الأكبر على قيمة أفضل، حيث أن أعلى قيمة قد تصل إلى الواحد الصحيح، وقد بلغت هذه القيمة بسبب تكلفة السيولة بما نسبته (١٩,٣%). ويلاحظ أيضاً أن قيمة Adjusted R^2 قريبة من قيمة R^2 ، حيث إنه إذا تم طرح Adjusted R^2 من $R^2 = (0.193 - 0.178) = 0.015$ ، هذا الرقم (٠,٠١٥) يعني أنه إذا تم تضمين مجتمع الدراسة كاملاً ضمن نموذج الدراسة، سيكون هناك (٠,٠١٥) انحراف في النتائج وهي قيمة صغيرة جداً، وهذا يدل على قدرة آليات الحوكمة المؤسسية المستخدمة في

عرض الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات

تناولت هذه الدراسة أثر آليات الحوكمة المؤسسية، والمتمثلة بكل من: حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة، كبار المساهمين؛ على سيولة سوق الأسهم للشركات المالية المساهمة العامة المدرجة سوق عمان المالي خلال الفترة ٢٠٠٩ - ٢٠١٣، وبناء على نتائج هذه الدراسة، فإن هذه الدراسة توصلت إلى الاستنتاجات التالية:

١. أظهرت معاملات الارتباط لهذه الدراسة أن أغلب مبادئ الحوكمة المؤسسية ترتبط ارتباطاً عكسياً مع تكلفة سيولة سوق الأسهم للشركات المالية الأردنية المساهمة العامة، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة^٤، وتدعم فكرة أن الشركات التي لديها آليات حوكمة مؤسسية فعالة فإنه من المرجح أن تتمتع أسهمها بسيولة عالية

أن الشركات المالية صغيرة الحجم يكون مستوى تباين المعلومات بها أقل ومستوى الانتشار بها عالياً، وبالتالي تكون أقل سيولة^{٤٤}.

التوصيات

بناءً على نتائج الدراسة يوصي الباحثون بما يلي:

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

قائمة المراجع

المراجع العربية

١. أبو قحف، عبد الغفار حنفي عبد السلام، *الإدارة الحديثة في البنوك التجارية*، (ط١)، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 1993.
٢. طالب، علاء فرحان والمشهداني، إيمان شبحان، *الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجية للمصارف*، (ط١)، دار صفاء، ٢٠١١.
٣. عبد المطلب، عبد الحميد، *البنوك الشاملة عملياتها- إدارتها*، (ط١)، الإسكندرية: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، 2006.
٤. علي، لؤي زين العابدين، "الحوكمة وأثرها في تنشيط الاستثمار في السوق المصرية"، *مجلة المحاسب، جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ١٠ (٢٤٠)، ٢٠٠٤، ٢٦٠.
٥. لطفي، أمين السيد أحمد، *المراجعة وحوكمة الشركات*، الإسكندرية: الدار الجامعية، ص: ١٣٢، 2010.
٦. مطر، محمد و نور، عبدالناصر "مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية: دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي والصناعي". *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، ٣ (١)، ٤٦-٧١، ٢٠٠٧.
٧. هيئة الأوراق المالية، الأردن، <https://www.JSC.gov.jo>

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

٣. تبين أيضاً أن نسبة الأعضاء المستقلين لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية الأردنية، وتتفق هذه النتيجة مع^{٤٥}، والذين وجدوا أن نسبة الأعضاء المستقلين تقلل من تباين المعلومات وتحسن من السيولة. وتدعم هذه النتيجة فكرة أن الشركات المالية الأكثر نسبة من حيث الأعضاء المستقلون تكون أكثر تحفظاً تجاه مخاطر السيولة.

٤. أيضاً أظهرت نتائج الدراسة أن الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية الأردنية. وهذا يوضح أن عدم الازدواجية في منصب المدير التنفيذي تزيد من فرصة حصول المتداولين بشفافية على معلومات تتعلق بالمديرين وعلاقتهم بأسعار الأسهم، وأن زيادة سيولة الأوراق المالية وانخفاض تكاليف التداول تؤدي إلى تشجيع المتداولين للحصول على معلومات أكثر شفافية عن المديرين وعلاقتهم بأسعار الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة^{٤٦}، حيث أوضحت نتائج دراستهم أن مؤشر الانتشار (تكلفة السيولة) يكون أقل في الشركات التي يكون بها عدم ازدواجية في منصب المدير التنفيذي.

٥. وأظهرت نتائج الدراسة أيضاً أن عدد كبار المساهمين له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم، على الرغم من أن الدراسات السابقة أشارت إلى أن نسبة كبار المساهمين تقلل من سيولة سوق الأسهم، ومن أمثلة ذلك دراسة^{٤٧} التي أشارت إلى أن الملكية الكبيرة تلعب دوراً مهماً في تقييم أداء الشركة واتخاذ القرارات المناسبة، والتي بدورها تقلل من سيولة سوق الأسهم. إضافة إلى دراسة^{٤٨} التي أشارت إلى أن ملكية كبار المساهمين تقلل من سيولة سوق الأسهم من خلال تقليل أعمال التداول.

٦. أيضاً، أظهرت نتائج الدراسة أن العائد على حقوق الملكية له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة^{٤٩}، حيث أوضحت نتائج دراستهم أنه من المهم في الشركات المالية والبنوك أن تقوم الإدارة بإدارة السيولة بشكل جيد، حيث إن امتلاك هذه الشركات كمية مناسبة من الأصول التي تتمتع بسيولة عالية تؤدي إلى تحسين الربحية، إذ إن السيولة الكافية تساعد الشركات في التقليل من مخاطر السيولة والأزمات المالية. وفي النهاية أظهرت نتائج الدراسة أن اللوغاريتم لحجم الشركات المالية له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم، وتدعم هذه النتيجة فكرة

- المراجع الأجنبية:
16. Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. "Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems", *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 167-201, 2004.
 17. Cai C.X., Keasey K. and Short H. "Corporate Governance and Information Efficiency in Security Markets", *European Financial Management*, 12(5), 762-787, 2006.
 18. Christine, A. *Handbook on International Corporate Governance*, (1sted.). London: Edward Elgar publishing limited, 2006.
 19. Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. C. "Corporate Governance and liquidity". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 265-291, 2010.
 20. Craven, K.S. and Wallace, W.A. "A framework for determining the influence of the corporate board of directors in accounting studies", *Corporate Governance*, 9(1). 2-23. 2001.
 21. Davis, G. F., &Greve, H. R. "Corporate elite networks and governance changes in the 1980s" *American journal of sociology*, 103(1), 1-37, 1997.
 22. Delis, D.M. Gaganis, C and Pasiouras, F. Bank liquidity and the board of directors. Retrieved from https://mpra.ub.unimuenchen.de/18872/1/Bank_liquidity_and_board.pdf.2009.
 23. Demsetz, H., & Lehn, K. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and consequences" *The Journal of Political Economy*, 155-1177, 1985.
 24. Denis, D. J., Denis, D. K., &Sarin, A. "Ownership Structure and top Executive Turnover" *Journal of financial economics*, 45(2), 193-221, 1997.
 8. Abdul Rahman, R., &Haneem Mohamed Ali, F. "Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence". *Managerial Auditing Journal*, 21(7), 783-804, 2006.
 9. Acker, D., Stalker, M. &Tonks, I. "Daily closing inside Spreads and Trading Volumes around Earnings Announcements", *Journal of Business Finance & Accounting* 29(9/10), 1149-1179, 2002.
 10. Al-Sharif, F., Bino, A., &Tayeh, M. "The Impact of Ownership Structure on Stock Liquidity: Evidence from Amman Stock Exchange". *Jordan Journal of Business Administration*, 11(1), 239-251, 2015.
 11. Anderson, E. W., Fornell, C., & Lehmann, D. R. "Customer satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings from Sweden". *The Journal of Marketing*, 53-66, 1994.
 12. Attig, N., Fong, W. M., Gadhoun, Y., & Lang, L. H. "Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity". *Journal of Banking & Finance*, 30(10), 2875-2892, 2006.
 13. Baker, H. K. "Trading Location and Liquidity: An analysis of U.S. Dealer and Agency Markets for Common Stocks" *Financial Markets, Institutions & Instruments* 5(4), 1-5, 1996.
 14. Bar-Yosef, S., and Prencipe, A. "The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market" *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(3), 292-316, 2013.
 15. Brockman, P. Chung, D. Y. & Yan, X. S. "Block ownership, Trading Activity, and Market Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(06), 1403-1426, 2009.

35. Gujarati, D. N. & Porter, D. C. *Basic econometrics, (5th Ed.)*. New York: The McGraw-Hill Companies Inc, 2009.
36. Haddad, A. E., AlShattarat, W. K., & Nobanee, H. "Voluntary Disclosure and Stock Market Liquidity: evidence from the Jordanian Capital Market" *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5(3), 285-309, 2009.
37. Haniffa, R. M. and Hudaib, M. "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies" *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1-29, 2006.
38. Heflin, F., & Shaw, K. W. "Blockholder ownership and market liquidity" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(04), 621-633, 2000.
39. Holderness C. "The diffuse ownership in the United States" *Rev. Finance. Stud.* 22(4), 377-408, 2009.
40. Hutchinson, M. R., Percy, M., & Erkurtoglu, L. "An investigation of the association between corporate governance, earnings management and the effect of governance reforms" *Accounting Research Journal*, 21(3), 239-262, 2008.
41. Huther, J., "An empirical test of the effect of board size on firm efficiency" *Economics Letters*, 54(1), 259-264, 1997.
42. Ilmanen, A, *Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards (1st ed.)*, John Wiley & Sons Ltd, the Britain, 2011.
43. Kanagaretnam K., Lobo G.J. and Whalen D.J., "Does Good Corporate Governance Reduce Information asymmetry around quarterly Earnings Announcements?" *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497-522, 2007.
25. Eisenhardt, K. M. "Agency Theory: An Assessment and Review" *Academy of Management Review*, 26(2), 301-325, 1989.
26. Fabozzi, F.J. *Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments*, (1st ed.), New Jersey: John Wiley & Sons Inc, 2008.
27. Fama, E. F. "Agency Problems and the Theory of the Firm" *The journal of political economy*, 288-307, 1980.
28. Fama, E. F. and Jensen, M. C. "Separation of Ownership and Control" *Journal of Law and Economics*, 301-326, 1983.
29. Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. "CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command". *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108, 1994.
30. Fleming, G., Heaney, R. and McCosker, R. "Agency Costs and Ownership Structure in Australia" *Pacific Basin Finance Journal*, 13, 29-52, 2005.
31. Fosberg, R. H. "Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effect, Corporate Governance" *The international journal of business in society*, 4(1), 31-38, 2004.
32. Ginglinger, E., & Hamon, J. "Ownership, Control and Market Liquidity" *Finance Journal*. 33(2), 61-99, 2012.
33. Gjerde, T., Mahenthiran, S., & Cademartori, D. "Effect of ownership, governance, and transparency on liquidity-Chilean evidence" *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(2), 183-202, 2013.
34. Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. "Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders" *Journal of financial economics*, 14(1), 71-100, 1985.

- Captial Market" *Corporate Ownership & Control*, 4(2) 292–296, 2007.
54. Reed, D. "Corporate governance reforms in developing countries" *Journal of Business Ethics*, 37(3), 223–247, 2002.
 55. Saleh, N. M., Iskandar, T. M., & Rahmat, M. M. "Earnings management and board characteristics: Evidence from Malaysia" *Journal Pengurusan*, 24(4), 77–103, 2005.
 56. Sarin, A., Shastri, K. A., & Shastri, K. "Ownership structure and stock market liquidity". *Intl. J. Accoun*, 38, 465–491, 2000.
 57. Shleifer, A., & Vishny, R. W. "Management entrenchment: The case of manager-specific investments" *Journal of financial economics*, 25(1), 123–139, 1989.
 58. Williamson, O. E. "Corporate Finance and Corporate Governance" *The journal of finance*, 43(3), 567–591, 1988.
 59. Winkler, A. "Corporate law or the law of business? Stakeholders and corporate governance at the end of history". *Law and Contemporary Problems*, 109–133, 2004.
 60. Wyss, R. "Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market" *UniversitfÅur Economic . Moscow, Russia*, 2004.
 61. Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee" *Journal of corporate finance*, 9(3), 295–316, 2003.
 62. Yermack D., "Higher Market Valuation of Companies with a small Board of Directors" *Journal of Financial Economics* 40(1), 185–211, 1996.
 44. Khan, R., Dharwadkar, R., & Brandes, P. "Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination" *Journal of Business Research*, 58(8), 1078–1088. 2005.
 45. Kyle, A. S. "Continuous auctions and insider trading *Econometrica*", *Journal of the Econometric Society*, 1315–1335, 1985.
 46. Lartey, V. C., Antwi, S., & Boadi, E. K. "The relationship between liquidity and profitability of listed banks in Ghana" *International Journal of Business and Social Science*, 4(3), 48–56, 2013.
 47. Lee, C. M. C. & Swaminathan, B. "Price Momentum and Trading Volume" *The Journal of Finance* 55(5), 2000.
 48. Lev, B. "Toward a theory of equitable and Efficient Accounting Policy". *Accounting Review*, 63(1), 1–22, 1988.
 49. Levesque, T. J., Libby, T., Mathieu, R., & Robb, S. W. "The effect of director monitoring on bid and ask spreads" *Journal of International Accounting Research*, 9(2), 45–65, 2010.
 50. Li, M. and Simerly, R. L. "The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship" *Strategic Management Journal*, 19(1), 169–179, 1998.
 51. Loukil, N., & Yousfi, O. "Does Corporate Governance affect Stock Liquidity in the Tunisian Stock Market?" *International Conference of the French Finance Association*, 29(1), 1–26., 2010.
 52. OECD, Principles of Corporate Governance, Organization for economic cooperation and development publication service, <https://www.OECD.org>, 2004.
 53. Omet, G. "Ownership Structure and Stock Liquidity: Some Evidence from the Jordanian