

2019

The Impact of Corporate Governance on the Capital Structure of Non-Financial Companies Listed in the Palestinian Stock Exchange Market During (2011-2014)

Sami Abushammala
nakh676@gmail.com

Nael Abu Lila

Follow this and additional works at: https://digitalcommons.aaru.edu.jo/anujr_b

Recommended Citation

Abushammala, Sami and Abu Lila, Nael (2019) "The Impact of Corporate Governance on the Capital Structure of Non-Financial Companies Listed in the Palestinian Stock Exchange Market During (2011-2014)," *An-Najah University Journal for Research - B (Humanities)*: Vol. 33 : Iss. 3 , Article 2. Available at: https://digitalcommons.aaru.edu.jo/anujr_b/vol33/iss3/2

This Article is brought to you for free and open access by Arab Journals Platform. It has been accepted for inclusion in An-Najah University Journal for Research - B (Humanities) by an authorized editor. The journal is hosted on [Digital Commons](#), an Elsevier platform. For more information, please contact rakan@aarj.edu.jo, marah@aarj.edu.jo, u.murad@aarj.edu.jo.

مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية) المجلد 33(3)، 2019

أثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين
للفترة (2011-2014)¹

The Impact of Corporate Governance on the Capital Structure of Non-Financial Companies Listed in the Palestinian Stock Exchange Market During (2011-2014)

سامي أبو شمالة، ونائل أبو ليلة*

Sami Abushammala & Nael Abu Lila

الكلية الجامعية للعلوم التطبيقية، غزة، فلسطين

*الباحث المراسل nakh676@gmail.com

تاريخ التسليم: (2017/7/23)، تاريخ القبول: (2018/3/14)

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (22) شركة، واعتمد الباحثان المنهج التحليلي الكمي القياسي في تحليل البيانات المالية للشركات غير المالية والمصرح بها خلال الفترة 2011م إلى 2014م، واستخدم الباحثان أساليب الإحصاء القياسي باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية للوصول لنتائج الدراسة. ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك أثراً سلبياً وذو دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (استقلالية مجلس الإدارة والجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية مجلس الإدارة) على هيكل رأس المال، كما وأظهرت الدراسة أن هناك أثراً إيجابياً وذو دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (الملكية الأجنبية ولجنة المكافآت) على هيكل رأس المال. وأوصت هذه الدراسة بضرورة الحفاظ على استقلالية المجالس الإدارية في الشركات الفلسطينية، والتأكيد على ضرورة الالتزام بعدم ازدواجية عمل الرئيس التنفيذي مع عضوية مجلس الإدارة وإعادة صياغة قوانين الاستثمار في فلسطين والعمل على الاهتمام بتشكيل لجان المكافآت في الشركات الفلسطينية، وكذلك لا بد من دور للحكومة في إجبار الشركات على الالتزام بقواعد الحوكمة ومتابعتها.

الكلمات المفتاحية: البات حوكمة الشركات، هيكل راس المال.

¹ البحث مستل من رسالة ماجستير للطالب نائل ابو ليلة بعنوان: "أثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2011-2014)"، والتي تم مناقشتها بتاريخ 2017/1/21 في جامعة الاقصى بغزة.

Abstract

The study aimed at testing the impact of corporate governance on the capital structure of (22) companies listed in the Palestine Exchange. The researcher adopt the quantitative method and content analysis to the financial statements of the non-financial companies during the period 2011 to 2014. The research used the econometric statistical approach and the Generalized Least Squares (GLS) regression Model, using the random effects method. The results showed that there is significant negative effect for the independent variables (the independence of the Directors' Board and to CEO duality) on the capital structure. However, significant positive affect for the independent variables (foreign ownership and Compensations Committee) on the capital structure. Consequently, the study recommended preserving the independence of executive boards in the Palestinian companies, also avoiding the duplication of the executive officer work with the Directors' Board membership. Moreover, re-drafting the laws of investment in Palestine to encourage the foreign investors to support and invest in the Palestinian private sector, and working on establishing the compensations committees in the Palestinian companies. Finally, the study recommended the government to force listed companies to compliance the guidance of Palestinian governance.

Keywords: Corporate Governance Mechanisms, Capital Structure.

المقدمة

الهيكل المالي هو مصدر التمويل الاختياري للشركة لتغطية استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي للشركة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الالتزامات وحقوق الملكية في الميزانية العمومية سواء أكانت هذه العناصر طويلة الأجل أم قصيرة الأجل، وسواء أكانت أموال دين أم أموال ملكية، ويتضمن هيكل رأس المال مصادر التمويل طويلة الأجل ممثلة في القروض طويلة الأجل والسندات إلى جانب حقوق الملكية (فياض، 2011).

وقرارات تحديد هيكل رأس المال المستهدف هي من أكثر القرارات المتخذة صعوبة كونها تعكس تعظيم القيمة السوقية للشركة، إذ أن المدير المالي يأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العوائد والمخاطر لتحديد المزيج الأمثل لهيكل رأس المال، أيضا تشكل القرارات المتعلقة بتكلفة رأس المال صعوبة بالغة لإدارة الشركات، كونها تعكس الأثر الاستثماري طويل الأجل للوصول إلى الهيكل الأمثل لرأس المال (البركات، وآخرين، 2012). وجاءت الحوكمة لتحمي مصالح كل

الأطراف التي تعمل مع المنشأة، من خلال مجموعة الأدوات الرقابية التي تضعها الشركات لضبط العلاقة بين إدارة المؤسسة التنفيذية ومجلس إدارتها ومساهميها ومدققي حساباتها، فخلال السنوات الماضية أصبح هناك اهتمام كبير لممارسات حوكمة الشركات وخاصة بعد تعثر وانحيار العديد من الشركات العملاقة في آسيا وروسيا وأمريكا اللاتينية (حمدان، 2011).

كما توفر الحوكمة الحوافز الملائمة لمجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة وترفع كفاءة استخدام الشركة لمواردها، كذلك للحوكمة صلة وثيقة بجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية لما توفره الحوكمة من رفع الثقة لدى المستثمرين وبالتالي تؤدي إلى تخفيض رأس المال وتحقيق مزيد من الاستقرار لمصادر التمويل (مبادئ حوكمة الشركات لمنظمة التعاون الاقتصادية والتنمية، 2001). وتزايد الاهتمام خلال السنوات الأخيرة في فلسطين بحوكمة الشركات وبدأ العمل المؤسسي بها منذ تأسيس هيئة سوق رأس المال الفلسطينية وتشكيل اللجنة الوطنية للحوكمة في فلسطين، والتي تضم ممثلين عن جهات رقابية واقتصادية وقانونية وأكاديمية متنوعة، ويرأسها رئيس مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال (هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2012).

ونظراً لأهمية هيكل رأس المال، لمس الباحثان ضرورة دراسة أثر آليات حوكمة الشركات على قرار الشركة بتحديد نسب المديونية والهيكل الأمثل لرأس المال وستحدد الدراسة ماهية هذا الأثر على الشركات غير المالية في بورصة فلسطين خلال الفترة الزمنية (2011م-2014م).

مشكلة الدراسة

هيكل رأس المال عنصر مهم ومحدد لقيمة الشركة (Hassan, 2006)، ولقد تطرقت وأشارت بعض الدراسات إلى أهمية هذه العلاقة ومنها دراسة (Negi, et al. 2012) ودراسة أبوطاحونة (2015)، ودراسة المومني وحسن (2011)، كما وأن حوكمة الشركات هي دليل موجه لإدارة الشركات في اتخاذ قراراتها، وضعفها سيؤدي إلى ضعف القرارات المالية للشركة وبالتالي إلى أداء مالي سيئ (Javed, 2012)، ولقد أثبتت بعض الدراسات الفلسطينية كدراسة طالب (2015) أن هناك عوامل مؤثرة على هيكل رأس المال تُعزى للنسب المالية، ولكن الدراسة تجاهلت حوكمة الشركات كعامل قد يكون له تأثير على هيكل رأس المال في بورصة فلسطين.

وباطلاع الباحثان على القوائم المالية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، لاحظوا أن المتوسط الحسابي لنسب المديونية لهذه الشركات كانت ثابتة حول مستوى (33%-34%) مما يعكس وجود سياسة اقتراض ثابتة، ويعزو بضرورة دراسة العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال. حيث توضح النتيجة أن مجموع الديون في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين يمثل أكثر من ثلث الشركات المدرجة، ويلاحظ أن مجالس هذه الشركات تفضل الابتعاد عن قروض طويلة الأجل.

ومن خلال مراجعة الباحثان للأدبيات السابقة لوحظ وجود قصور للدراسات التي قامت بدراسة أثر حوكمة الشركات في قرارات الشركة بخصوص هذا الهيكل في الدول العربية بشكل عام وفلسطين بشكل خاص، كان من المهم دراسة أثر الحوكمة على القرارات المالية والتي من ضمنها قرار هيكل رأس المال، وقد تمثلت مشكلة الدراسة في الإجابة عن السؤال الرئيسي التالي:

ما هو أثر آليات حوكمة الشركات الداخلية على هيكل رأس المال في بورصة فلسطين ؟

وينبثق عن السؤال الرئيس التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما واقع هيكل رأس المال في بورصة فلسطين ؟
2. إلى أي درجة تطبق الشركات المدرجة في بورصة فلسطين آليات الحوكمة ؟
3. ما مستوى أثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال؟
4. ما هي وجهة الشركات المدرجة ببورصة فلسطين تجاه مصادر التمويل "الدين، الملكية"؟

أهداف الدراسة

يهدف الباحثان إلى دراسة وتحليل أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات المفصّل عنها في التقارير السنوية المنشورة للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين على هيكل رأس المال، ويمكن صياغة تلك الأهداف من خلال النقاط التالية:

1. التعرف على درجة تطبيق آليات الحوكمة الداخلية في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
2. التعرف على واقع هيكل رأس المال في بورصة فلسطين.
3. قياس أثر آليات حوكمة الشركات الداخلية وهيكل رأس المال.
4. التعرف على توليفة هيكل رأس المال للشركات المدرجة ببورصة فلسطين ووجهة إدارتها تجاه مصادر التمويل "الدين، الملكية".
5. تقديم توصيات علمية يمكن الاستفادة منها في اختيار المزيج الأمثل لهيكل رأس المال.

أهمية الدراسة

تأتي أهمية هذه الدراسة من أهمية هيكل رأس المال للشركات المساهمة بشكل عام، والذي يعتبر أحد المواضيع الهامة التي تناولها الباحثون خلال الأعوام السابقة كدراسة إسماعيل (2015)، ودراسة رمضان والعقدة (2009)، ودراسة المومني وحسن (2011) بهدف الوصول إلى الدلائل التي تحدد وجهة الشركة في التمويل "الدين، الملكية"، لذلك تقوم هذه الدراسة بإبراز مبررات علمية وعملية دفعت الباحثان لدراسة هذا الموضوع. وتكمن أهمية هذه الدراسة في التالي:

1. من خلال اطلاع الباحثان على البحوث السابقة فإن المكتبة الفلسطينية والعربية تفتقر لمثل هذه الدراسات، حيث توجد ندرة في الأبحاث العلمية المتخصصة بدراسة تأثير آليات الحوكمة على هيكل رأس المال.
2. تُعد هذه الدراسة على حد علم الباحثان من أوائل الدراسات التي تتناول أثر آليات حوكمة الشركات الداخلية وهيكل رأس المال في الوطن العربي بشكل عام وبورصة فلسطين بشكل خاص.
3. تسهم الدراسة في فهم أثر تطبيق آليات الحوكمة للشركات الفلسطينية على هيكل رأس المال.
4. رفد المكتبة العربية والفلسطينية ومرجع للمهتمين والمتخصصين.
5. تساعد نتائج الدراسة مجالس إدارة الشركات وإدارتها التنفيذية على معرفة العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال للشركة، ودور الحوكمة في تجويد هذه القرارات بالتالي تحسين الأداء المالي.
6. إن معرفة الدور الذي تلعبه الحوكمة على مستوى هيكل رأس المال للشركات قد يعطي حافزا لهيئة السوق المالي لإلزام الشركات المساهمة بتطبيق مبادئ وقواعد وآليات الحوكمة.
7. تبين الدراسة مدى التزام الشركات لحوكمة الشركات في فلسطين، وبالتالي تعطي دور أكبر لتدخل الرقابة من قبل بورصة فلسطين للشركات المدرجة عندها.

فرضيات الدراسة

تمت صياغة الفرضيات كإجابة محتملة للأسئلة في مشكلة الدراسة على النحو الآتي:

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لتطبيق آليات حوكمة الشركات الداخلية المتمثلة بـ (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة، وجود لجنة المراجعة، استقلالية لجنة المراجعة، كبار المساهمين، الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية ولجنة المكافآت) على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

متغيرات الدراسة

- المتغير التابع: هيكل رأس المال (الرفع المالي).
- المتغيرات المستقلة: حجم المجلس، استقلالية المجلس، عدد اجتماعات المجلس، الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة، وجود لجنة المراجعة، استقلالية لجنة المراجعة، الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية، لجنة المكافآت.

الإطار النظري

حوكمة الشركات هو تعبير واسع يتضمن القواعد وممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات وخاصة شركات الاكتتاب العامة لقراراتها والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرار فيها، ومدى المساءلة التي يخضع لها مديرو ورؤساء تلك الشركات وموظفوها والمعلومات التي يفصحون عنها للمستثمرين والحماية التي يقدمونها لصغار المساهمين (علي وشحاتة، 2007). كما عرفت الحوكمة من قبل (Justine & John (2013 بأنها "الطريقة التي تتم بها توجيه المنظمات والسيطرة عليها".

وتعرف حوكمة الشركات "بأنها مجموعة القواعد التي تنظم العلاقات المتبادلة بين الشركة والأطراف أصحاب المصالح المختلفة في الشركة، في إطار الشفافية والمساءلة، والتي يؤدي إتباعها إلى استدامة الأعمال ورفع كفاءة الشركة في إدارة عملياتها وتحسين قدرتها التنافسية بالأسواق (خضر، 2012). وعرفها درويش (2007) الحوكمة من المنظور المحاسبي بأنها "توفير مقومات حماية أموال المستثمرين وحصولهم على العوائد المناسبة وضمان عدم استخدام أموالهم في مجالات أو استثمارات غير آمنة، وعدم استغلالها من قبل الإدارة أو المديرين لتحقيق منافع خاصة، ويتم ذلك من خلال مجموعة الإجراءات والضوابط والمعايير المحاسبية".

الدراسات السابقة

تم التطرق في سياق الدراسات السابقة إلى مجموعة من الدراسات ذات العلاقة بموضوع الدراسة وتلخصت فيما يلي:

هدفت دراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) إلى التحقيق من علاقة بعض آليات حوكمة الشركات مثل خصائص المجلس وهيكل الملكية على الرفع المالي للشركات الناشئة في الأسواق المصرية، كانت العينة من 36 من أنشط 50 شركة غير مالية تداولوا في البورصة المصرية (EGX) الفترة من 2007م إلى 2011م، وتم قياس الرافعة المالية للشركات بنسبة إجمالي الديون، ونسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل، والمتغيرات التفسيرية لخصائص الشركات كانت حجم المجلس، المديرين غير التنفيذيين، ازدواجية الرئيس التنفيذي، ونسبة عضوية المجلس من الإناث وبالمثل، فإن تأثير بعض المتغيرات الضابطة مثل حجم الشركة والربحية والنمو وملموسية وقد أخذت بعين الاعتبار أيضا. وقد استخدمت نماذج التأثيرات العشوائية لتحليل البيانات، ومن أبرز النتائج التي توصل إليها الباحث هي أن الملكية المؤسسية والملكية الحكومية ترتبط بشكل إيجابي بالرفع المالي للشركات، في حين أن حجم المجلس، ونسبة عضوية المجلس من الإناث، كان أثرها عكسيا، على الرغم من أن الشركات المصرية لا تزال لديها آليات حوكمة الشركات الضعيفة بالمقارنة مع الشركات في البلدان النامية، وتشير النتائج التجريبية أن خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية يلعب دورا هاما في تحديد الرفع المالي للشركات المصرية، وأوصت على أهمية تعديل لوائح حوكمة الشركات وإلزام الشركات بها وإلا يكون الأمر طوعا كما هو عليه الآن.

وأجرت دراسة (Asaad, 2015) إلى التحقق في تأثير تطبيق آليات الحوكمة المفصّل عنها على الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية واعتمد الباحث على تحليل القوائم المالية للشركات السعودية المساهمة المدرجة في سوق تداول الأوراق المالية وذلك عن العامين (2011م/2012م) والذي كان عددها 167 شركة واستنتج منها 22 شركة، ومن أبرز النتائج التي توصل إليها الباحث بوجود علاقة جوهرية عكسية بين حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة وبين معدل القيمة السوقية للسهم على القيمة الدفترية ووجود علاقة جوهرية طردية بين الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة ونسبة المساهمين الكبار وبين معدل العائد على حقوق المساهمين ووجدت أيضا علاقة جوهرية عكسية بين ملكية أجنبية 5% فأكثر وبين معدل العائد على حقوق المساهمين، وأهم التوصيات ضرورة إن تعطي الآليات التي لها تأثير مباشر على الأداء المالي الاهتمام الكافي والأولية من قبل الجهات المختصة، وأهمية أن لا تلزم الشركات بأي فقرة أو مادة عن طريق إجراء المزيد والأبحاث حول ذلك، مع ضرورة أن يعطي القطاع المالي معايير وقواعد تتناسب مع طبيعتها ونشاطه، وأن يؤخذ نوع القطاع في الحسبان عند إجراء أي بحث مستقبلي.

وكان الهدف من دراسة (Kumar, 2015) معرفة العلاقة بين هيكل رأس المال وحوكمة الشركات للشركة في الهند، باستخدام بيانات السلاسل الزمنية من الشركات المدرجة في البورصة للفترة ما بين (1994م-2000م) وتحليل سلوك التمويل في الشركات وعلاقته بحوكمة الشركات، وتوصلت النتائج إلى أن هيكل الديون مرتبط غير خطيا بهيكل رأس المال، ونجد أن الشركات الأضعف من حيث تطبيق آليات الحوكمة مشتتة، وتميل إلى أن تصل بالديون إلى أعلى مستوى، في حين إن الشركات ذات الملكية الأجنبية الأعلى أو الأقل في الملكية المؤسسية تميل إلى أن تقلل من مستوى الديون، كما لم تجد الدراسة أي علاقة دالة إحصائية بين ملكية المديرين التنفيذيين وهيكل رأس المال، وأوصت بضرورة تطبيق الحوكمة لاختيار مزيج أمثل في هيكل رأس المال.

في حين هدفت دراسة (Okiro, 2015) إلى تحديد تأثير حوكمة الشركات وهيكل رأس المال على أداء الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية جماعة شرق أفريقيا، وسعت الدراسة إلى تحديد أثر هيكل رأس المال على العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء القوي من الشركات المدرجة في كينيا وتنزانيا وأوغندا ورواندا وبوروندي، وأجري الاستطلاع التعداد في كل 98 شركة مدرجة للفترة (2009م-2013م) في نيروبي للأوراق المالية، وأوغندا للأوراق المالية، دار السلام للأوراق المالية وبورصة رواندا، وتم استهداف 56 شركة من 98 وهي تشكل نسبة 57%، ومن أبرز النتائج التي توصل إليها الباحث أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات وأدائها، وأكدت الدراسة أيضا أن هناك تأثير التدخل الكبير الإيجابي لهيكل رأس المال على العلاقة بين حوكمة الشركات وأدائها، وأوص الباحث على ضرورة الاهتمام بالحوكمة لما لها أهمية على الأداء المالي للشركة.

بينما اختبرت دراسة (Waworuntu, et al. 2014) تأثير حوكمة الشركات على قرار هيكل رأس المال في الشركات العامة المدرجة في إندونيسيا، وبوصف الحوكمة استخرجت الدراسة متغيرات الحوكمة التالية: "مجلس المفوضين المعرفة بإجراءات لجنة المراجعة المالية، عدد الاجتماعات الدورية، لجنة المراجع واكبر أربع مراجع تركيز على الملكية والملكية الإدارية

في حين استخدم نسبة الرفع المالي كمقياس لهيكل رأس المال، الدراسة أجريت على مؤثر "كوميسينير 100" في الفترة من (أغسطس عام 2012م- يناير 2013م)، وتوصل الباحثون إلى إن مجلس المفوضين واللقاءات الدورية أثرت سلباً على نسب المديونية "الرفع المالي" في حين أثرت الخبرة المالية للجنة المراجعة إيجاباً على الرفع المالي فيما لم تأثر باقي متغيرات الحوكمة على نسب الرفع المالي، وأوصوا الباحثون بضرورة وجود جسم حكومي لإقرار حوكمة الشركات في إندونيسيا وضرورة أن يقوم هذا الكيان بتعزيز جودة حوكمة الشركات لما لها من أثر على الملاك والمستثمرين وتزويد من مستوى الشفافية وتخلق تنافسية للسوق الأندونيسي وجاذبية للمستثمر.

أما هدفت دراسة (Kajananthan, 2012) إلى التحقق مما إذا كانت هناك علاقة بين بعض محددات حوكمة الشركات، وهيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة كولومبو، تضمنت عينة الدراسة (28) شركة صناعية مدرجة في بورصة كولومبو خلال فترة (2009م- 2011م) المتغيرات المستقلة للدراسة شملت: حجم المجلس، هيكل المجلس، عدد اجتماع المجلس، نسبة مديرين غير التنفيذيين المستقلين، بينما المتغير التابع قد قررت أن تكون نسبة الدين كمعيار لهيكل رأس المال، تم اختبار المتغيرات تجريبياً بتحليل التأثيرات العشوائية، و من أبرز النتائج أن ممارسات الحوكمة أثرت بنسبة (34%) على هيكل رأس المال وكان لمجلس الإدارة تأثير واضح على هيكل رأس المال، وأوصت الدراسة إلى ضرورة اهتمام الشركات بالحوكمة والتي ستساعد على تعزيز مصداقية لدى المؤسسات المقرضة والحصول على التمويل بسهولة، والاهتمام بمزيد بالبحث العلمي فيما يتعلق بحوكمة الشركات وهيكل رأس المال.

وأخيراً هدفت دراسة (Hasan, 2006) إلى بيان العلاقة بين حوكمة الشركات وهيكل رأس المال في الشركات المدرجة في أسواق الأسهم الناشئة في باكستان، وتغطي الدراسة فترة (2002م- 2005م) لعينة عددها (58) شركة غير مالية من "بورصة كراتشي" اختبرت عشوائياً، باستخدام متغير تحليل الانحدار في إطار نموذج الأثر الثابت، ومن أبرز النتائج التي توصل إليها الباحث بوجد علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة ونسبة الدين، ولكن لم يتم العثور على ازدواجية الرئيس التنفيذي/الرئيس وهيكل رأس المال، ومع ذلك لوحظ وجود تأثير كبير لمتغيرات حجم الشركة والعائد على الأصول على هيكل رأس المال، وقد أشارت النتائج أن متغيرات حوكمة الشركات لها دور هام في تحديد المزيج المالي للشركات، وأوصى الباحث على ضرورة أخذ حجم مجلس الإدارة، وهيكل الملكية، والملكية الإدارية في تحديد المزيج المالي.

الفجوة البحثية

جدول (1): يوضح الفجوة البحثية للباحثان.

الدراسات السابقة	الفجوة البحثية	الدراسة الحالية
<ul style="list-style-type: none"> ركزت بعض الدراسات السابقة على تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات على الشركات ركزت بعض الدراسات السابقة على محددات الهيكل المالي أيدت الدراسة السابقة تطبيق حوكمة الشركات في تقييم الأداء المالي للشركات ركزت على الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة 	<ul style="list-style-type: none"> تطرقت الدراسات إلى بعض آليات الحوكمة دون دراسة الآليات العشرة مجتمعة. ركزت الدراسات السابقة على الاعتماد على مقاييس الأداء المالي في تطبيق حوكمة الشركات لم تربط الدراسات الفلسطينية والعربية السابقة بين المتغيرين المستقل آليات حوكمة الشركات والمتغير التابع هيكل رأس المال. 	<ul style="list-style-type: none"> تركز الدراسة الحالية على جميع آليات حوكمة الشركات وعددها (10) آليات، حيث لم تتفق أي دولة أو مؤسسة دولية على عناصر آليات الحوكمة وعددها. تركز الدراسة الحالية على العوامل المؤثرة على القرار الأمثل لهيكل رأس المال. تركز فقط على آليات الحوكمة الداخلية للشركات. الدراسة استخدمت النموذج القياسي من خلال أساليب التأثيرات العشوائية اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data)

المصدر: من إعداد الباحثان بناء على الدراسات السابقة.

حدود الدراسة

الحد الموضوعي: تتناول هذه الدراسة آليات حوكمة الشركات الداخلية وأثرها على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين وعددها (22) شركة "خدمات (11) وصناعي (11)".

الحد الزمني: البيانات المالية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين لفترة 2011-2014م وذلك لتوفر القوائم المالية والتقارير الإدارية خلال هذه الفترة.

الحد المكاني: أجريت هذه الدراسة على الشركات غير المالية قطاع الخدمات وقطاع الصناعة المدرجة في بورصة فلسطين.

منهج الدراسة

وفي هذه الدراسة يعتمد الباحثان المنهج الوصفي التحليلي، ونموذج التأثيرات العشوائية لقياس تأثير المتغيرات المستقلة: (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، الجمع بين التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة، وجود لجنة مراجعة، استقلالية لجنة المراجعة، كبار المساهمين، الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية، لجنة المكافآت) على المتغير التابع (الرفع المالي).

جدول (2): يوضح التعريف بمتغيرات الدراسة.

م	رمز المتغير	نوع المتغير	اسم المتغير	وصف المتغير
1	X1	متغير مستقل	حجم مجلس الإدارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة
2	X2	متغير مستقل	استقلالية مجلس الإدارة	نسبة الأعضاء المستقلين إلى إجمالي الأعضاء
3	X3	متغير مستقل	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	عدد اجتماعات مجلس الإدارة في السنة
4	X4	متغير مستقل	الجمع بين التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة	تم إعطاء الرمز (0) إذا كان هناك فصل بين منصبى الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة، والرمز (1) إذا كان هناك جمع بين المنصبين
5	X5	متغير مستقل	وجود لجنة مراجعة	تم إعطاء الرمز (1) في حال وجود لجنة مراجعة في الشركة والرمز (0) في حال عدم وجود ذلك
6	X6	متغير مستقل	استقلالية لجنة المراجعة	نسبة عدد الأعضاء المستقلين إلى إجمالي عدد أعضاء لجنة المراجعة
7	X7	متغير مستقل	كبار المساهمين	نسبة ملكية المساهمين الكبار في أسهم الشركة لا تقل ملكية (5) منهم عن (5%)
8	X8	متغير مستقل	الملكية الأجنبية	تم إعطاء الرمز (1) في حال وجود مساهمين أجانب في الشركة لا تقل ملكيتهم عن (5%)، والرمز (0) في حال عدم وجود ذلك
9	X9	متغير مستقل	الملكية الإدارية	تم إعطاء الرمز (1) في حال وجود مساهمين من الإدارة التنفيذية في الشركة لا تقل ملكيتهم في أسهم الشركة عن (5%) والرمز (0) في حال عدم وجود ذلك
10	X10	متغير مستقل	لجنة المكافآت	تم إعطاء الرمز (1) في حال وجود لجنة مكافآت في الشركة والرمز (0) في حال عدم وجود ذلك
11	Y	متغير التابع	الرفع المالي	إجمالي الخصوم طويلة الأجل على إجمالي الأصول

المصدر: من إعداد الباحثان بناء على الدراسات السابقة.

أساليب جمع البيانات

اعتمدت الدراسة على مصادر البيانات الثانوية والتي تتمثل فيما يلي:

بيانات الحوكمة

تم جمعها من خلال تقارير مجالس الإدارات السنوية لشركات المساهمة الفلسطينية والمنشورة على مواقع تداول الأوراق المالية (بورصة فلسطين).

بيانات الهيكل المالي

تم جمعها من خلال القوائم المالية السنوية للشركات المساهمة والمنشورة على موقع تداول الأوراق المالية وكذلك المواقع الإلكترونية للشركات المساهمة.

بيانات الجانب النظري

تم الاعتماد على الكتب والدوريات والرسائل العلمية والمواقع الإلكترونية.

مجتمع الدراسة

وتكون مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، وعددها (25) شركة، تم استثناء الشركات المالية خوفاً من تعارض النتائج بين قوائم الشركات المالية وقوائم الشركات الغير مالية، واتبع الباحثان أسلوب المسح الشامل لمجتمع الدراسة ولكن تم حذف ثلاث شركات وهي: شركة (بال عقار)، وشركة (بيت جالا)، وشركة (دار الشفاء)، وذلك لعدم إدراج هذه الشركات الثلاث في بورصة فلسطين طوال فترة الدراسة من 2011م-2014م.

إجراءات الدراسة**أولاً: النموذج القياسي للدراسة**

قام الباحثان بصياغة نموذج قياسي على شكل معادلة رياضية وفق أهداف وفرضيات الدراسة، وذلك لقياس تأثير المتغيرات المستقلة: (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، الجمع بين التنفيذ وعضوية مجلس الإدارة، وجود لجنة مراجعة، استقلالية لجنة المراجعة، كبار المساهمين، الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية، لجنة المكافآت) على المتغير التابع: (الرفع المالي)، من خلال الشكل الرياضي التالي:

$$Y_{i,j} = C + B1 * X1_{i,j} + B2 * X2_{i,j} + B3 * X3_{i,j} + B4 * X4_{i,j} + B5 * X5_{i,j} + B6 * X6_{i,j} + B7 * X7_{i,j} + B8 * X8_{i,j} + B9 * X9_{i,j} + B10 * X10_{i,j}.$$

استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) وهي مزيج من بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، حيث يتم فيها جمع بيانات ظاهرة معينة لمجموعة من الأفراد أو الشركات، لفترة زمنية معينة، وتكمن الفائدة من استخدام هذا النوع من البيانات في زيادة الدقة في التقدير والتنبؤ، من خلال زيادة عدد المشاهدات، عن طريق ربط عدد من المشاهدات المقطعية بعدد من الفترات الزمنية، وفي هذه الدراسة اعتمد الباحثان على النوع الثالث من البيانات، وهي بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data).

قام (1978) Hausman باقتراح اختبار للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وتفترض الفرضية الصفرية من هذا الاختبار ملائمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات الدراسة. ويكون نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من نموذج التأثيرات العشوائية إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من أو تساوي (0.05)، بينما إذا كانت أكبر من (0.05)، فإن نموذج التأثيرات العشوائية سيكون هو الأكثر ملائمة. وفي هذه الدراسة تم اختيار نموذج التأثيرات العشوائية (Random)، لأن القيمة الاحتمالية للاختبار بلغت (0.215)، وهي أكبر من (0.05).

ثانياً: الأسلوب الإحصائي المستخدم

لإجراء التحليلات اللازمة للبيانات ووصفها واختبار فرضياتها استخدمت الدراسة برنامج (EVIWES)، لاستخراج نتائج تحليل البيانات، حيث تم استخدام الأساليب الإحصائية المختلفة الوصفية منها والاستدلالية، وتمثلت الأساليب الإحصائية الوصفية في التالي:

أسلوب التأثيرات العشوائية

لقياس تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، بحيث يحدد تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات الأخرى المدرجة بالنموذج.

ثالثاً: التحقق من افتراضات تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار الفرضيات

تم التحقق من افتراضات تطبيق نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار الفرضيات، وذلك من خلال التالي:

1. اختبار التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة (VIF)

جدول (3): قيمة (VIF) للمتغيرات المستقلة.

م	رمز المتغير	قيمة "VIF"
1	X1	1.277
2	X2	4.220
3	X3	1.598
4	X4	4.097
5	X5	4.668
6	X6	4.005
7	X7	1.553
8	X8	1.142
9	X9	2.204
10	X10	1.240

يتبين من الجدول السابق أن قيمة (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة أقل من (10)، وهذا يدل على عدم وجود تداخل خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة.

2. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية (Lagrange Multiplier Test):

لقد كانت قيم (Q-stat) قريبة من الصفر (0.5-2.1) والقيمة الاحتمالية للاختبار بحدود (0.5) أي أنها غير دالة بما ثبت عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

جدول (4): الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية.

م	قيمة اختبار Q-Stat	قيمة "Sig."
1	0.5713	0.450
2	2.0352	0.361
3	2.0872	0.555

3. اختبار توزيع البواقي

تم التحقق من طبيعة توزيع البيانات، باستخدام اختبار (Jarque Bera) فكانت القيمة الاحتمالية تساوي (0.150)، وهي أكبر من (0.05)، وهذا يدل على أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

خلال هذا المحور سنتم مناقشة التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة محل الدراسة والتعليق على هذه النتائج وفقا للدراسات السابقة وملاحظات الباحثان:

جدول (5): متوسط التكرار لفترات دراسة المتغيرات (حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة وعدد اجتماعات مجلس الإدارة واستقلالية لجنة المراجعة وكبار المساهمين والرفع المالي).

المتغير	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أعلى قيمة
متغير حجم مجلس الإدارة (X1)	8.773	8.500	2.420	5.000	15.000
متغير استقلالية مجلس الإدارة (X2)	0.915	1.000	0.111	0.630	1.000
متغير عدد اجتماعات مجلس الإدارة (X3)	5.966	6.000	2.076	3.000	12.000
متغير استقلالية لجنة المراجعة (X6)	0.765	0.000	0.742	0.080	1.000
متغير كبار المساهمين (X7)	0.560	0.575	0.250	0.120	0.940
متغير الرفع المالي (Y1)	0.333	0.310	0.197	0.024	0.770

جدول (6): متوسط التكرار لفترات دراسة المتغيرات (الجمع بين عضوية التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة ووجود لجنة مراجعة و الملكية الأجنبية و الملكية الإدارية لجنة المكافآت).

المتغير	0: وجود		1: عدم وجود	
	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار
متغير الجمع بين عضوية التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة (X4)	53.4	11.75	46.6	10.3
متغير وجود لجنة مراجعة (X5)	53.4	11.75	46.6	10.25
متغير الملكية الأجنبية (X8)	92.0	20.25	8.0	1.75
متغير الملكية الإدارية (X9)	81.8	18	18.2	4
متغير لجنة المكافآت (X10)	90.9	20	9.1	2

1. متغير حجم مجلس الإدارة (X1) (متغير مستقل)

يظهر الجدول رقم (5) أن متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة والذي يعبر عن حجم المجلس قد بلغ (8.77) عضو بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وتشير تلك النتيجة ضمن ما حددته مدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين لسنة 2009 م بأنه لا ينبغي أن يكون عدد أعضاء المجلس أقل من خمسة أعضاء أما في الزيادة لا ينبغي أن تزيد على أحد عشر عضواً، ونرى أن الزيادة فقط كانت في الشركة الفلسطينية للكهرباء فعدد أعضاء المجلس خمسة عشر عضواً ويرجع ذلك لكبر حجم عمل الشركة.

2. متغير استقلالية مجلس الإدارة (X2) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (5) أن متوسط للمتغير المستقل استقلالية مجلس الإدارة (91.5%)، ويعزو بأن نسبة استقلالية مجلس الإدارة في معظم الشركات المدرجة في فلسطين تتميز بالاستقلالية العالية، وأن أعضاء المجالس هم من خارج المجلس التنفيذي، ونعتقد أن الاستقلالية العالية للمجلس تعمل على توزيع الصلاحيات والمسؤوليات بدلاً من تركيزها في يد شخص واحد وبذلك تعكس درجة أعلى من الرقابة الإدارية على الجهات التنفيذية والذي يتوقع أن ينعكس إيجابياً على الأداء المالي والمؤشرات المالية.

3. متغير عدد اجتماعات مجلس الإدارة (X3) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (5) أن متوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة في الشركة قد بلغ (6) اجتماعات بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، ويعزى أن متوسط عدد الاجتماعات السنوية ستة اجتماعات في السنة بمعدل اجتماع واحد كل شهرين، وأن أقل عدد من الاجتماعات كان كل أربعة شهور وأكثرها كان شهرياً ويعتقد الباحثان أن هذا العدد مناسب للرقابة ومتابعة سير العمليات داخل المؤسسة.

4. متغير الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة (X4) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (6) أن متوسط نسبة الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة في الشركة قد بلغ (46%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وتشير هذه النتيجة إلى أن قرابة نصف الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية تضم في مجالس إدارتها رؤساء تنفيذيين لهذه الشركات.

5. متغير وجود لجنة مراجعة (X5) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (6) أن متوسط نسبة وجود لجنة مراجعة في الشركة قد بلغ (46%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة.

6. متغير استقلالية لجنة المراجعة (X6) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (5) أن المتوسط لنسبة استقلالية أعضاء لجنة المراجعة في الشركة قد بلغ (76%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، ويعزو بأن غالبية مجالس لجنة المراجعة في الشركات المدرجة في فلسطين مستقلة ويتم تشكيلها من خارج المجلس التنفيذي، حيث أن بعض الشركات مستقلة بشكل كامل والآخر غير مستقل بشكل كامل، ويرجع ذلك في أن لجنة المراجعة في الشركات الفلسطينية لها دور فعال في تدقيق ومطابقة القوائم المالية بما يجري فعلياً.

7. متغير كبار المساهمين (X7) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (5) أن المتوسط لحصة الأسهم في الشركة والذي يعبر عنها بكبار المساهمين قد بلغ (56%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، ويشير ذلك بأن كبار المساهمين في الشركات الفلسطينية يسيطرون على الشركات وهذا يتنافى مع قواعد الحوكمة، حيث يتاح لكبار المساهمين فرصة التحكم في الشركة وقراراتها الإستراتيجية مما يؤثر سلباً على صغار المستثمرين ويزيد من تحكم كبار المستثمرين في قرارات الشركة، كما أنه يحرم صغار المستثمرين من التصويت على القرارات الهامة حيث أنها تؤخذ على الأغلبية.

8. متغير الملكية الأجنبية (X8) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (6) أن المتوسط لنسبة الملكية الأجنبية قد بلغ (8%) في المتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، ويشير إلى تدني نسبة الملكية الأجنبية في الشركات المدرجة في فلسطين نتيجة سوء الأوضاع الأمنية والسياسية التي تشهدها الأراضي الفلسطينية بشكل خاص وما تشهده الدول المجاورة بشكل عام، حيث أثر ذلك على الاستثمار الخارجي للشركات الفلسطينية مما جعلها تعتمد على الاستثمار الداخلي، أيضاً هناك ضعف من قبل الشركات المدرجة في تسويق نفسها أمام المستثمر الأجنبي لاستقطابه.

9. متغير الملكية الإدارية (X9) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (6) أن المتوسط لنسبة الملكية الإدارية قد بلغ (18%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، ويشير ذلك بأن الشركات المدرجة في فلسطين نسبة الملكية الإدارية فيها قليلة حيث تعطي استقلالية أكثر ودوراً رقابياً أكبر وتعمل على عدم السيطرة على صناعة القرار من قبل الملاك التنفيذيين، أيضاً يستطيع بسهولة مجلس الإدارة عزل المجلس التنفيذي عند المخالفة أو عدم قدرته على تحقيق المصلحة والمنفعة للشركة.

10. متغير لجنة المكافآت (X10) (متغير مستقل)

يتبين من الجدول رقم (6) أن نسبة عدم وجود لجنة المكافآت في الشركات المدرجة في فلسطين (91%) وهي نسبة كبيرة جداً، فالشركات التي لها لجنة مكافآت فقط (3) شركات من أصل (22) شركة، حيث أكدت مدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين لسنة 2009م بتشكيل لجنة المكافآت من أعضاء مجلس الإدارة، ونعتقد بأن هذه اللجنة مهمة جداً فهي تقدر مبلغ المكافآت المدفوعة لأعضاء المجلس وفقاً لمعايير واضحة، وتراعي في نفس الوقت عمل الشركة والوضع المالي للشركة، أيضاً تقدر مكافآت الإداريين وهذا يعمل على زيادة أداء العاملين بكفاءة وفاعلية وكما أنها تقلل من زيادة المصاريف.

11. متغير الرفع المالي (Y1) (المتغير التابع)

يتبين من الجدول رقم (5) أن المتوسط لنسبة هيكل رأس المال والذي يعبر عنه بالرفع المالي قد بلغ (33%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، حيث توضح النتيجة أن مجموع الديون في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين يمثل أكثر من ثلث الشركات المدرجة ويتم تمويل 33% من إجمالي الموجودات بنسبة رأس المال المقترض، والنتيجة جاءت قريبة جداً من الشركات المجاورة مثل مصر، والأردن، ويشير ذلك بأن هناك ثباتاً في نسبة متوسط الدراسة نتيجة مخاطر الدين وتوجه الإدارة نحو سياسة محافظة للاقتراض.

تحليل التأثيرات العشوائية

يتم إجراء اختبار للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية في النموذج وذلك عن طريق اختبار (Lagrangian Multiplier L-M Test)، حيث تظهر المشكلة إذا كانت القيم المتجاورة للمتغيرات مترابطة مما يؤثر في صحة النموذج حيث سيظهر أثر غير حقيقي للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط، ويوضح الجدول رقم (7) نتائج نموذج التأثيرات العشوائية حيث أن قيمة (Q-stat) قريبة من الصفر (0.5-2.1) والقيمة الاحتمالية للاختبار بحدود (0.5) أي أنها غير دالة بما ثبت عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

ونلاحظ من الجدول أن ما نسبته (89%) من التغير في المتغير التابع يعود للتغير في المتغيرات المستقلة، والنسبة المتبقية (11%) تعود للتغير في عوامل أخرى.

ويلاحظ من الجدول (7) أن معامل الانحدار للمتغير الثابت بلغ (1.117) وكان تأثيره موجباً ذا دلالة إحصائية عند مستوى (0.05)، حيث كان تأثير متغير استقلالية مجلس الإدارة سالباً وذا دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) فقد بلغ معامل الانحدار (-0.890)، وأن الشركات التي يوجد فيها جمع بين عضوية مجلس الإدارة والمنصب التنفيذي تكون نسبة الرفع المالي فيها أقل من تلك التي يوجد فيها فصل بين المنصبين بمعدل (27%)، وبعبارة أخرى فإن الشركات التي لديها فصل بين المنصبين تزداد فيها نسبة الرفع المالي بمعدل (27%) مقارنة مع الشركات التي لديها جمع بين المنصبين. بينما جاءت نسبة الرفع المالي في الشركات التي فيها أجنبي تكون أكبر بمعدل (19.1%) مقارنة بالشركات التي لا يوجد فيها أجنبي، كذلك متغير وجود لجنة المكافآت حيث كان نسبة الرفع المالي في الشركات التي يوجد فيها لجنة مكافآت يكون أكبر بمعدل (13.4%) مقارنة بالشركات التي ليس لديها لجنة مكافآت. كما كان هناك تأثير موجب وغير دال إحصائياً عند مستوى (0.05) لكل من متغير حجم مجلس الإدارة ومتغير وجود لجنة المراجعة ومتغير نسبة كبار المساهمين ومتغير وجود الملكية الإدارية، وكذلك تأثير سلبي وغير دال إحصائياً عند مستوى (0.05) لكل من متغير عدد اجتماعات مجلس الإدارة ومتغير استقلالية لجنة المراجعة.

جدول (7): تحليل التأثيرات العشوائية.

المتغير	معامل الانحدار	قيمة "T"	قيمة "Sig."	الدالة
C	1.117	2.859	0.004	دالة
X1	0.013	1.369	0.171	غير دالة
X2	-0.890	-2.317	0.021	دالة
X3	-0.004	-0.338	0.736	غير دالة
X4	-0.270	-3.225	0.001	دالة
X5	0.028	0.315	0.753	غير دالة
X6	-0.104	-1.171	0.242	غير دالة
X7	0.109	1.050	0.294	غير دالة
X8	0.191	2.343	0.019	دالة
X9	0.004	0.052	0.958	غير دالة
X10	0.134	1.980	0.050	دالة

...تابع جدول رقم (7)

المتغير	معامل الانحدار	قيمة "T"	قيمة "Sig."	الدلالة
Cross-section random Period fixed (dummy variables)	0.890	Mean dependent var		0.333
Idiosyncratic random	0.110	S.D. dependent var		0.197
S.E. of regression	0.072	Akaike info criterion		-2.137
Sum squared resid	0.281	Schwarz criterion		-1.179
Log likelihood	128.012	Hannan-Quinn criter		-1.751
F-statistic	18.075	Durbin-Watson Stat		1.929
Prob. (F-statistic)	0.000			

معادلة الانحدار هي

$$Y = 1.117 + 0.013 X_1 - 0.890 X_2^* - 0.004 X_3 - 0.270 X_4^* + 0.028 X_5 - 0.104 X_6 + 0.109 X_7 + 0.191 X_8^* + 0.004 X_9 + 0.134 X_{10}^*$$

اختبار الفرضيات

تهدف الدراسة لاختبار الفرضية الرئيسة التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لتطبيق آليات حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، حيث أظهر نموذج التأثير العشوائي أن استقلالية مجلس الإدارة والجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية مجلس الإدارة والملكية الأجنبية ولجنة المكافآت جميعها متغيرات مستقلة تؤثر تأثيراً معنوياً على المتغير التابع هيكل رأس المال.

أما باقي المتغيرات (حجم مجلس الإدارة وعدد اجتماعات مجلس الإدارة ووجود لجنة المراجعة واستقلالية لجنة المراجعة وكبار المساهمين والملكية الإدارية) لا تؤثر معنوياً على المتغير التابع لهيكل رأس المال.

من جانب آخر حيث المتغيرات المستقلة (حجم مجلس الإدارة ووجود لجنة المراجعة وكبار المساهمين والملكية الأجنبية والملكية الإدارية ووجود لجنة المكافآت) كان تأثيرها موجباً على المتغير التابع لهيكل رأس المال، أما المتغيرات (استقلالية مجلس الإدارة وعدد اجتماعات مجلس الإدارة والجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية مجلس الإدارة واستقلالية لجنة المراجعة) جاء تأثيرها سالباً على المتغير التابع هيكل رأس المال، وفيما يلي نتائج اختبار الفرضيات الفرعية:-

بناءً على نتائج تحليل التأثير العشوائي، يلاحظ أن تأثير حجم مجلس الإدارة على هيكل رأس المال تأثيراً إيجابياً ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً إيجابياً غير دال إحصائياً ولقد بلغ (0.013)، حيث أن مجلس الإدارة هو أعلى سلطة في الشركة ومن مهامه رسم السياسات ووضع الخطط الإستراتيجية المالية المتعلقة في المزيج المالي للشركة، ويعزو للباحثين أن زيادة حجم المجلس قد يؤدي إلى صعوبة إجماع القرار والذي يمكن أن يؤثر في النهاية إلى جودة حوكمة الشركات من خلال زيادة المديونية في الشركة.

كما تظهر النتائج أن تأثير استقلالية مجلس الإدارة على هيكل رأس المال تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) حيث بلغ (-0.89)، ويعزى ذلك إلى أن زيادة نسبة الأعضاء الذين هم من خارج إدارة الشركة والتي يصاحبها انخفاض في نسبة المديونية للشركة، حيث أن مجلس الإدارة يسعى في ظل الأزمة المالية الأخيرة إلى تقليل معدلات المخاطرة على الشركة لضمان بقائهم على رأس المجلس، والحد من احتمالات الإفلاس، وبذلك يتم تشديد وزيادة الرقابة والمتابعة من السلطات العليا للشركة والاعتماد على أسهم الملكية أو الأرباح المحتجزة عند التوسع. وجاءت الكثير من الدراسات متماشية مع الدراسة الحالية ومنها دراسة (Fama & Jensen, 1983) ويرى أن زيادة استقلالية المجلس يساعد في تخفيف حدة المشاكل وتحسين جودة صنع القرار وينتج عن ذلك البعد عن نسبة المديونية، ودراسة (Wen, 2002) ترى زيادة الاستقلالية يكون أكثر فاعلية على الرقابة مما يفرض على المدير لتقليل الاقتراض وأيضاً كانت نتائج الدراسات التالية متفقة مع نتائج الدراسة الحالية (Chang Kuo, et al. 2012), (Wellalage & Locke, 2011), (Waworuntu, et al. 2014), (Bokpin & Arko, 2009), (Lefort & URZUA, 2008)، بينما اختلفت بعض الدراسة واعتبرت أن زيادة في حجم مجلس الإدارة سوف يزيد من نسبة المديونية في الشركة واللجوء إلى القروض طويلة الأجل وكان مبرر نتيجتهم أن زيادة الاستقلالية للمجلس تعمل على تحقيق ثقة أكبر مع المقرضين وتسهل حصول الشركة على القروض وبالتالي تزيد نسبة المديونية مثل: (Erickson, et al 2005), (Abor, 2007), (Jradat, 2015), (Quang & Xin, 2015), (Berger, et al. 1997), (Hussainey, k. 2011), (Sheikh & Wang, 2011) ويفسر

التباين في النتائج باختلاف الدول التي أجريت فيها الدراسة واختلاف القطاعات ومستوى تأثير هذه الدول بالأزمة المالية الأخيرة.

كذلك تبين نتائج تأثير عدد اجتماعات مجلس الإدارة على هيكل رأس المال تأثير سلبي ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05)، ويعزو الباحثان ذلك بأن قرار المزيج الأمثل للهيكل المالي من القرارات الاستراتيجية للشركة وبالتالي لم تتداول قرارات هيكل رأس المال خلال اجتماعات مجلس الإدارة على مدار السنة، مما أدى لضعف تأثير الاجتماعات على هيكل رأس المال وقصور دور المجالس في الجوانب الرقابية على الشركات وربما أن الاجتماعات كانت صورية.

أيضا وبناء على نتائج تحليل التأثيرات العشوائية، يلاحظ أن تأثير الجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية مجلس الإدارة على هيكل رأس المال تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) حيث بلغ (-0.27)، ويعزى ذلك بأن تركز القرار عند سلطة واحدة يؤدي إلى عدم فاعلية الرقابة وبالتالي تخوف المقرضين من ضعف الأداء للشركة في صعوبة السداد مما يزيد من تكلفة القروض، وتتماشى الدراسة الحالية مع نظرية الوكالة التي جاءت لحل الإشكالية بين أصحاب المصالح بين الأطراف وبالتالي يعمل المدير التنفيذي إلى تقليل المخاطر وتجنب المديونية، واتفقت الدراسة الحالية مع دراسة (Fama & Jensen, 1983) والتي تنادي بالفصل بين الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة لأن هناك من يصنع القرار وهناك من يتخذ القرار، وأيضا اتفقت مع الدراسة التالية: دراسة (Ganiyu & Abiodun, 2012)، (Sheikh & Wang, 2011)، واختلفت الدراسة مع (Vakilifard, et al. 2011)، حيث يرى أن ازدواجية الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة يؤدي إلى زيادة في الرفع المالي وهذا يعني تقليل الصراعات بين مجلس الإدارة والمجلس التنفيذي ويخلق مركزية في صناعة القرار، والدراسات التالية جاءت مخالفة وهي: (Wellalage & Locke, 2012)، (Mokarami, et al. 2012)، (Hasan & Ali, 2009)، (Abobakr & Elgiziry, 2016)، (Saad, 2010)، (Ahmadpour, et al. 2009)، (Gill & Mathur, 2011)، (Guillet, et al. 2013) وهذا ينسجم مع رؤية الباحثان بأن الدور الأساسي في اتخاذ القرارات المالية للشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين منوط في الإدارات التنفيذية أكثر من مجالس الإدارة.

وبالاعتماد على نتائج تحليل التأثير العشوائي، يلاحظ أن تأثير وجود لجنة المراجعة على هيكل رأس المال تأثير إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05)، ويعزى ذلك أنه عند وجود لجنة التدقيق فإنها تحقق مصداقية القوائم المالية والتقارير الإدارية وبالتالي عند التفاوض مع المقرضين تتحصل على تكلفة أقل على المديونية فتصاحبها زيادة في المديونية، ولكن على ما يبدو أن هذا الأثر لم يكن واضحا في بورصة فلسطين نتيجة لعدم وجود دور واضح لهذه اللجان وعدم استقلاليتها مما يجعلها شكلية.

كما يلاحظ أن تأثير استقلالية لجنة المراجعة على هيكل رأس المال تأثير سلبي ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05)، وجاء ذلك وفق مبادئ ومعايير حوكمة الشركات على الأقل

بوجود اثنين من المستقلين في لجنة المراجعة، ويعزو ذلك أن عند تشكيل لجنة المراجعة من غير المجلس التنفيذي يتأثر نسبة المديونية وبالتالي القرارات الإستراتيجية التي يتخذها مجلس الإدارة تطبق ويتم متابعتها من خلال لجنة الرقابة ولا يستطيع المدير التنفيذي في تضليل المجلس من قوائم وتقارير تخدم المديرين.

ومن خلال نتائج تحليل التأثير العشوائي، يلاحظ أن تأثير نسبة كبار المساهمين (أفراد-مؤسسات- حكومة) على هيكل رأس المال تأثير إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) حيث بلغ (0.109)، وعلى الرغم من الأدب المحاسبي الذي تناولتها حوكمة الشركات أكد على دور كبار المساهمين في رقابة الإدارة، يمكن أن نعتبر عدم وجود ارتباط بين كبار المساهمين وهيكل رأس المال هو أن كبار المساهمين يمثلون النصف من الأسهم المملوكة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين فترة الدراسة وهناك ثبات لهذه الأسهم لامتلاكهم أسهم طويلة المدى وبالتالي لهم وجود كبير في مجالس الإدارة لانتخابهم لأكثر من دورة وعليه لم تكن الدالة معنوية. ويعزى ذلك أن سيطرة المساهمين على الشركة تحد من انفراد المدير التنفيذي بقرارات الشركة وتدعو إلي تعظيم قيمة الشركة من خلال الاقتراض للاستفادة من خصم الفوائد والضرائب، كما أنها سوف تمنح الفرص الجيدة في الحصول على الموارد المالية المتنوعة وبأسعار جيدة، ويرى (Chen, et al. 2013) عند ملكية الديون طويلة الأجل قد تساعد على الحد من مشاكل الوكالة ويحد من سيطرة المديرين التنفيذيين، ويقول (Deesomsak, et al. 2014) أن زيادة نسبة كبار المساهمين-الحكومة سوف تحسن من شروط وتكاليف الاقتراض، وهناك دراسات اتفقت مع الدراسة منها دراسة (Ganguli, 2013), (Fosberg, 2004), (Waworuntu et al., 2012), (Ahmadpour, et al. 2012), (Muazeid, 2010), (Berger, et al. 2011), (2014)، وقد خالفت الدراسة الحالية دراسة (Zuoping, 2009) حيث جاءت على عكس الدراسة وقال إن الشركة التي تسيطر عليها شركة مملوكة من الحكومة لديها أصول منخفضة في نسب الدين وهذا يؤدي إلى وجود اتجاه قوي لتمويل أسهم رأس المال، والدراسات التالية خالفت الدراسة: (Butt & Saeed, 2011) (Abobakr & Elgiziry, 2016).

أما فيما يتعلق بتأثير وجود الملكية الأجنبية على هيكل رأس المال فتظهر النتائج تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) حيث بلغ (0.19)، ويعزى للباحثان أن زيادة نسبة الملكية الأجنبية في الشركات المدرجة في فلسطين سيزيد نسبة المديونية في الشركة، حيث أن وجود المستثمرين الأجانب يزيد من ثقة البنك وهذا يعطي مؤشراً لوجود وضع مالي قوي للشركة وبالتالي يسهل عملية الحصول على القروض.

أما فيما يتعلق بالملكية الإدارية، يلاحظ أن تأثير وجود الملكية الإدارية على هيكل رأس المال تأثيراً إيجابياً ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) حيث بلغ (0.004)، ويعتقد الباحثان أن وجود الملكية الإدارية في الشركات المدرجة في فلسطين ضعيفة جداً وقد جاءت دراسات متفقة مع الدراسة الحالية مثل: (Arko, Kim & Bokpin, 2009), (Sorensen, 1986).

(Elgiziry, 2016), & Locke, 2012), (Abobakr & (Abor, 2008), (Wellalage (Wiwattankantang, 1999), (Park & Jang, 2010).

وجاءت دراسات مخالفة للدراسة الحالية، حيث يعتقد البعض أن ارتفاع مستوى الدين يزيد من المخاطر وبالتالي تتأثر مصالح المديرين في المدى الطويل وهذا يعمل على الحد من هيكل رأس المال، مثل دراسة (Hasan& Butt, 2009), (Berger, *et al.* 1997), (Jaradat, (Sheikh & Wang, 2012), (2015) ومن ذلك يمكن القول بأن نسب الملكية الإدارية في الأصل كانت منخفضة وبالتالي لم تكن بالدرجة التي تؤثر فيه على قرارات الشركة المالية.

وأخيراً يلاحظ أن تأثير وجود لجنة المكافآت على هيكل رأس المال تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) حيث بلغ (0.13)، ويعزى ذلك بان زيادة تبني وجود لجنة المكافآت في الشركات المدرجة في فلسطين يؤدي ذلك إلى تشجيع مجالس الإدارة على الاعتماد على الدين من أجل زيادة أرباح المساهمين وبالتالي الحصول على مكافآت أعلى.

النتائج

أولاً: النتائج المتعلقة بحوكمة الشركات

1. متوسط أعداد أعضاء مجالس الإدارة في الشركات الفلسطينية مناسب حيث بلغ هذا المتوسط (8) أعضاء لكل شركة وهذا قد يمنع استحواذ فئة معينة من المجلس على القرارات المالية.
2. بورصة فلسطين من أعلى البورصات من حيث استقلالية مجلس الإدارة بمعدل استقلالية 91% وهي تُعادل نتائج الدراسة الحالية مقارنةً بنتائج الدراسات السابقة، وهذا يُعد مقبولاً.
3. الشركات التي تفصل بين مناصبي عضوية مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي تبلغ (12) شركة بمعدل 53% حيث يضعف من عمل الحوكمة في فلسطين، ومخالف لما ورد في مدونة حوكمة الشركات والتي ألزمت الشركات بالفصل بين المنصبين لتحقيق الرقابة وعدم الانفراد في القرارات.
4. هناك ضعف في الاستثمار الأجنبي في القطاع غير المالي الفلسطيني، حيث أن نسبة الملكية الأجنبية بلغت 8% فقط من الشركات، وقد يعود ذلك لضعف السلطة الفلسطينية في استقطاب الاستثمار الأجنبي وفتح قنوات التواصل بين الشركات الفلسطينية والمستثمر الخارجي، وكذلك عدم تحرر السلطة الفلسطينية من اتفاقية باريس الاقتصادية.
5. الشركات الفلسطينية لا تُعطي أهمية لوجود لجنة المكافآت في الشركة وبلغ معدلها 9%، حيث تُعتمد المكافآت من قبل مجلس الإدارة مما يؤدي إلى ارتفاع المصاريف وعدم تقدير المكافآت التي تُدفع بالشكل العادل.

6. ضعف نشاط مجلس الإدارة وذلك بانخفاض عدد اجتماعات مجلس الإدارة والبالغ (6) اجتماعات خلال السنة، مما يؤثر ذلك على القرارات الإستراتيجية للشركة وينتج عنه انخفاض قيمة الشركة.
7. أغلب مجالس الشركات في بورصة فلسطين لم تُشكل لجان مراجعة لمراقبة ومتابعة الإجراءات والعمليات الحسابية في الشركة - وهذا مخالف لمدونة حوكمة الشركات - مما يساعد المدراء على تضليل أصحاب المصالح من خلال التلاعب بالقوائم المالية السنوية.
8. معظم الشركات التي تُشكل لجان مراجعة يكون أغلب أعضاء هذه اللجان مستقلين ومن خارج المجلس التنفيذي، ويُدل ذلك على استقلالية وفاعلية عمل هذه اللجان.
9. يُسيطر كبار المساهمين على أكثر من نصف الشركات الفلسطينية، حيث بلغت نسبتهم 56% وذلك يقلل من مشاركة صغار المساهمين في قرارات الشركة.
10. انخفاض الملكية الإدارية في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، مما يُساعد على عزل الإدارة التنفيذية عند المخالفة.

ثانياً: النتائج المتعلقة بهيكل رأس المال

1. جاءت نسبة الرفع المالي في فلسطين قريبة من نسب الشركات العادلة في الدول المجاورة بنسبة 33% تقريباً، على عكس نتيجة الدول الأخرى مثل طهران -باكستان.
2. يوجد ثبات نسبي في متوسط الرفع المالي خلال سنوات الدراسة، وذلك نتيجة لمخاطر الدين وتوجّه الإدارة نحو سياسة مُحافِظة للاقتراض.

ثالثاً: النتائج المتعلقة باختبار الفرضيات

1. تؤثر عدم استقلالية مجلس الإدارة تأثيراً معنوياً إيجابياً على هيكل رأس المال، حيث أن الاستقلالية تزيد من ابتعاد الإدارة عن الالتزامات طويلة الأجل للشركة، وذلك لتقليل معدلات المخاطرة على الشركة لضمان بقاءهم على رأس المجلس والحد من احتمالات الإفلاس، لذلك يتمّ تشديد وزيادة الرقابة والمتابعة من السلطات العليا للشركة والاعتماد على أسهم الملكية أو الإرباح المحتجزة عند التوسع.
2. إن ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي مع عضوية مجلس الإدارة يؤثر على هيكل رأس المال تأثيراً معنوياً سلبياً، حيث أن تمركز القرار عند سلطة واحدة يؤدي إلى عدم فاعلية الرقابة وبالتالي تخوُّف المقرضين من ضعف أداء الشركة وتعثرها عن السداد مما يزيد من تكلفة الاقتراض.

3. يوجد أثر معنوي ايجابي للملكية الأجنبية على هيكل رأس المال، حيث أن وجود مستثمرين أجنبى في الشركة يزيد من ثقة البنك وهذا يعطى مؤشراً لوجود وضع مالي قوي للشركة وبالتالي تسهل عملية الحصول على القروض.
4. هناك اثر معنوي ايجابي لوجود لجنة المكافآت على هيكل رأس المال، حيث أن زيادة تبني وجود لجنة المكافآت في الشركات قد يؤدي إلى تشجيع مجالس الإدارة للاعتماد على المديونية من اجل زيادة أرباح المساهمين ومن ثم الحصول على مكافآت أعلى.

التوصيات

- أن تسعى إدارة الشركات الفلسطينية لزيادة عدد أعضاء مجلس إدارتها ليشمل جميع التخصصات.
- أن تسعى إدارة الشركات الفلسطينية لزيادة نشاط مجلس إدارتها وذلك بزيادة عدد الاجتماعات التي يعقدها حتى تتحقق متابعة المهام الموكلة إليه من قبل الملاك.
- ضرورة الحفاظ على استقلالية مجالس الإدارة في الشركات الفلسطينية، بحيث يكون له دور فعال في التأثير على القرارات الإستراتيجية.
- التأكيد على عدم ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي مع عضوية مجلس الإدارة لتمكين مجلس الإدارة من الإشراف والرقابة على أعمال المديرين في الشركة.
- ضرورة تشكيل لجنة المراجعة في الشركات الفلسطينية والإفصاح عن نشاطها لما له من أهمية في تدقيق القوائم المالية والحد من التلاعب في التقارير ولزيادة الشفافية.
- إعادة صياغة قوانين الاستثمار في فلسطين بشكل يؤدي إلى زيادة استقطاب الاستثمار الأجنبي لدعم القطاع الخاص.
- ضرورة مشاركة المدراء وامتلاكهم جزء من أسهم الشركة للحد من حجم المخاطرة وزيادة تعظيم قيمة الشركة.
- العمل على إلزام الشركات الفلسطينية بتشكيل لجان المكافآت، والتي بدورها يتوقع أن تُحد من المصاريف العشوائية للشركة.
- التأكيد على تعيين أعضاء لجنة المراجعة من خارج المجلس التنفيذي للشركة.
- العمل على تشكيل هيئة حكومية للإشراف على تطبيق قواعد ومبادئ حوكمة الشركات في الشركات الفلسطينية وفرض العقوبات على الشركات التي لم تطبقها.
- تفعيل دور هيئة سوق الأوراق المالية وبورصة فلسطين في إصدار دليل موحد لحوكمة الشركات وإصدار اللوائح والقوانين لضمان تطبيقه.

مقترحات الدراسات المستقبلية

- دراسة أثر الحوكمة على هيكل رأس المال في القطاعات المالية أو للشركات غير المدرجة ببورصة فلسطين بغرض المقارنة وللوقوف على مدى التشابه والاختلاف.
- إجراء دراسة لمعرفة أثر حوكمة الشركات في فلسطين على القرارات المالية الأخرى مثل: السيولة النقدية، سياسات توزيع الأرباح، ... الخ.
- دراسة أثر بعض العوامل المستقلة الخارجية مثل العوامل الاقتصادية والسياسية قد تؤثر في اختيار هيكل رأس المال .
- دراسة مدى تأثير البعد الشرعي على انخفاض مستويات المديونية في الشركات الفلسطينية.

References (Arabic & English)

- Asaad, Mohammed. (2015). *The effect of applying the machines of governance as disclosed on the financial performance: study applied the theory to contribute to the kingdom to Saudi Arabia*. (Amagister message that is not published) Umm Al Qura University, Sauda.
- Abo Tawhena, Mohammed. (2015). *Flowing the capital structure of the financial performance of companies in Palestine*. (Amagister message that is not published) Islamic University, Gaza, Palestine.
- EL Barkat, Esraa. (2012). *Financial and operational leverage on the return and risk in industrial companies* (Amagister message that is not published) Balqa Applied University, Amman.
- Fyad, E (ED.). (2011). *Interational business administration*, (1sted.) Dar-Albdayat for Publishing and Distribution, Ammaan.
- Hamdan, Allam. (2011). *Assess the level of accounting reservation in financial reporting and its relationship to the institutional of governance in companies listed in the Kuwait stock Exchange companies*, King Saud's University magazine. (science) group 23, number 2.

- Alhnawi, Mohammed Saleh, Al Abad, Mohammed. (2004). *Financial management entrance of decision –making*, alddarthe aljamieia, Alexandria, Egypt.
- Khadar, Ahmad. (2012). *Coporate goverance*, Dar thought University, Imam of the Faculity of law, Alexandria, Egypt.
- El –khail, Taofaq Abd AlMohsin. (2009). *The impact of goverance mechanisms on the financial performance of the participating compa-nies Sauda*, Accounting thought, VOI. 13, P. 1, PP.191-246, Egypt.
- Darwish, Adnan. (2007). *Coporate Governance and the role the Board of Directors*. Union of Arab expenses, Jordan.
- Rabeh, Bougherra, Hajar, Ghanam. (2012). *Paper entitled Goverance: concept and importance, the national forum on corporate governance Agency to reduce the financial and administrative corruption*. Mo-hammad Khider University –Baskara, Aljazayir.
- Ramdan, Emad, El Aqda, Saleh. (2009). *Determinants of the capital structure in contributing to Jordanian companies*. (Amagister mes-sage that isnot published), University of Applied Science, Amman.
- Baroush, Zein, & Dehamy, Ghabar. (2012). *The role of goverance mechanisms to reduce the financial and administrative corruption in-tervention entitled*; corporate governance as a mechanism to reduce thefinancial and administrative corruption, Mohamed Khider Univer-sity –Baskara, Algeria.
- Selemani, Rasheda. (2013). *The role of goverance mechanism of in-surance companies* (Amagister message that is not published). from Mohamed Khidar University.
- Seliman, Mohamed Moustafa. (2006). *Corporate governance and tackle corruption*. alddar aljamieia.
- Alsharif, Moukhtar. (2008). *The increasing importance of goverance, Fourteenth Annual scientific conference –alraah future of the stock market after the global economic crisis*. pp 176-184, Egypt.

- Talab, Talab. (2015). *The determinants of capital structure, Amagister message that is not published*. Islamic university, Gaza, Palestine.
- Ali, Abd AlWahab Naser, Shahta, Shahta Al Saead. (2007). *Auditing and corporate governance in the Arab and international contermopary business environment*. alddar aljamieia, Alexandria.
- National Committee for Corporate Governance. (2009). *Code of Principles of corporate Governance organization for economic cooperation and development*. Arabic version.
- Al Momani, Ghazai, Hassan, Ali. (2011). *Determinants of selecting the financial structure of business companies: Analytical study of the service companies listed on the stock exchange sector*. Administrative science studies volume 38, number 62, Amman.
- Michael, Ashraf Hanna. (2000). *Checking accounts and limbs in the framework of the corporate governance system, and working papers of the first Arab conference on external audit period*. held December 3 to 4, 2000, Algeria Research.
- Palestinian capital Market Authority. (2012). *The main features of the governance of public companies listed on the Palestine Exchange companies*. Directorate General for Research and Development.
- Abobakr, Mohamed G & Elgiziry, Khairy. (2016). *The Effect of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage*. Accounting and Finance Research Vol.5, No1.
- Hasan, Arshad. (2009). *Mpact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies*, *International Journal of Business and Management*. vol. 4, No. 2.
- Kajananthan, Rajendran. (2012). *Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of the Srilankan Listed Manufacturing Companies*. *International Refereed Research Journal*. vol.-111, Issue-4(1), October 2012(93).

- Kumar. J. (2015). Capital Structure and Corporate Governance. *J Entrepren Organiz Manag.* 4: 143.Ruel &.
- Okiro, Omoro. (2015). The Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Performance of Firms Listed at the East African Community Securities Exchange. *Europen scientific journal.* March 2015 Edition Vol.11, No.7Issn: 1857-7881.
- Waworuntu, Stephanus. *et.al.* (2014). *The Effect of Corporate Governance on Capital Structure in Public Companies in Indonesia.* Malasia Handbook on the Emerging Trends in Scientific Research.
- Wild, J.J. (1994). *Managerial Accountability to shareholders: audit committees and the explanatory power of earnings for returns.* British Accounting Review vol 26, I.s 4, pp353-374.