

إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

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

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هي نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه حيثما ورد، وإن هذه الرسالة ككل، أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل درجة أو لقب علمي أو بحثي لدى أية مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

كما أقر بحق أكاديمية الإدارة والسياسة للدراسات العليا في حقوق النشر لهذه الرسالة وأنه لا يجوز النشر إلا بموافقة رسمية مكتوبة من الأكاديمية.

والله خير الشاهدين


DECLARATION

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any other degree or qualification.

I also acknowledged the right of the **Management and Politics Academy for Postgraduate Studies** to the copyright of this thesis and that its publication is admissible only through a formal, written consent by the Academy.

اسم الطالب: نائل خليل ابراهيم ابو ليلة Student's name: Nail .K .I .Abu Laila

التاريخ: ٠٤ جمادى الأولى، ١٤٣٨ هـ Date: 2017-01-31

التوقيع:  Signature: 



برنامج الدراسات العليا المشترك بين
أكاديمية الإدارة والسياسة للدراسات العليا
وجامعة الأقصى بغزة



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

The Impact of Corporate Governance on the Capital
Structure of non-Financial Firms Listed in the
Palestine Exchange for the Period (2011-2014)

إعداد الباحث

نائل خليل أبو ليلة

إشراف الدكتور

سامي نصر أبو شمالة

دراسة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص إدارة
الدولة والحكم الرشيد

ربيع الآخر 1438 هـ / يناير 2017 م.



نتيجة الحكم على أطروحة الماجستير

بناءً على موافقة المجلس الأكاديمي بأكاديمية الإدارة والسياسة للدراسات العليا على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ نائل خليل إبراهيم أبو ليلة، لنيل درجة الماجستير في تخصص ادارة الدولة والحكم الرشيد، وموضوعها:

"أثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية"

المدرجة في بورصة فلسطين للفترة 2011-2014

وبعد المناقشة التي تمت اليوم الأحد 24 ربيع الثاني 1438 هـ، الموافق 2017/01/22 م الساعة الثانية عشر ظهراً، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

د. سامي نصر أبو شمالة مشرفاً ورئيساً

د. محمد إبراهيم المدهون مناقشاً داخلياً

د. وائل حمدي الدايدة مناقشاً خارجياً

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في تخصص ادارة الدولة والحكم الرشيد. واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة دينه ووطنه.

والله ولي التوفيق،،،

د. محمد إبراهيم المدهون



﴿ إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ وَالْإِحْسَانِ ﴾

صدق الله العظيم

(النحل: 90)

الإهداء

- ❖ إلى معلم البشرية محمد صلى الله عليه وسلم.
 - ❖ إلى الشهداء الأطهار الذين صدقوا فسبقوا، وخاصة أخي الشهيد بإذن الله محمد.
 - ❖ إلى من أطمع أن أدخل الجنة برضاها أبي، وأمي أطال الله عمرهما.
 - ❖ إلى زوجتي وأبنائي وبناتي: بلسم، خليل، جنى، محمد.
 - ❖ إلى إخواني وأخواتي وجميع أهلي الكرام.
 - ❖ إلى أحبائي وأصدقائي وكل من لهج لسانه بالدعاء لي في ظهر الغيب.
- إليهم جميعا اهدي ثمرة هذا النجاح، وأسأل الله التوفيق والسداد.

مع وافر الاحترام والتقدير،،،

الباحث

شكر وتقدير

الحمد لله ولي الصابرين، والصلاة والسلام على محمد خير الخلق أجمعين، وعلى اله وصحبه ومن تبعهم إلى يوم الدين ، يطيب لي أن أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى كل من أسهم في مساعدتي وتوجيهي وإرشادي، وذلك انطلاقاً من قول المصطفى صلى الله عليه وسلم ((من لا يشكر الناس لا يشكر الله)) رواه احمد والترمذي.

بداية أحمد الله عز وجل أولاً وأخيراً على توفيقه ومنه وكرمه بإتمام هذا البحث، ثم أتوجه بالشكر والتقدير والعرفان لأستاذي الفاضل الدكتور/ سامي نصر أبو شمالة مشرف هذا البحث، والذي كان لنصحه وإرشاده الأثر في انجاز هذا البحث.

كما أتوجه بالشكر والتقدير للأعضاء لجنة المناقشة كلا من:

الدكتور / محمد إبراهيم المدهون مناقشاً داخلياً،،،

الدكتور / وائل حمدي الداية مناقشاً خارجياً،،،

على تفضلهما بقبول مناقشة هذه الرسالة، وتقديم ملاحظاتهم وتوجيهاتهما القيمة.

والشكر موصول للدكتور/ أحمد جواد الوادية النائب الأكاديمي لأكاديمية الإدارة والسياسة، ولجميع العاملين في هذا الصرح العلمي الشامخ، ولكل من ساهم في انجاز هذا الجهد المتواضع.

والله ولي التوفيق،،،

الباحث

ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (22) شركة ، واعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي في تحليل البيانات المالية للشركات غير المالية والمصرح بها خلال الفترة 2011م إلى 2014م، واستخدم الباحث أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار المتعدد بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، واستخدمت الدراسة نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect) من الانحدار المتعدد بعد إجراء الاختبارات اللازمة لذلك مستخدماً برنامج EVIEWS للوصول لنتائج الدراسة.

ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك أثراً سلبياً وذو دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (استقلالية مجلس الإدارة وللجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية مجلس الإدارة) على هيكل رأس المال، كما وأظهرت الدراسة أن هناك أثراً إيجابياً و ذو دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (الملكية الأجنبية ولجنة المكافآت) على هيكل رأس المال.

وأوصت هذه الدراسة بضرورة الحفاظ على استقلالية المجالس الإدارية في الشركات الفلسطينية ، بحيث يكون لها دور فعال في التأثير على القرارات الإستراتيجية والتأكيد على ضرورة الالتزام بعدم ازدواجية عمل الرئيس التنفيذي مع عضوية مجلس الإدارة لتمكين مجلس الإدارة من الإشراف والرقابة على أعمال المديرين في الشركة وإعادة صياغة قوانين الاستثمار في فلسطين بشكل يستقطب المستثمرين الأجانب لدعم القطاع الخاص والعمل على الاهتمام بتشكيل لجان المكافآت في الشركات الفلسطينية والتي يتوقع لها أن تحد من المصاريف العشوائية للشركة، وكذلك لا بد من دور للحكومة في إجبار الشركات على الالتزام بقواعد الحوكمة ومتابعتها.

ABSTRACT

The study aimed at testing the impact of corporate governance on the capital structure of companies listed in the Palestine Exchange Of (22) Company. The researcher adopted the descriptive analytical approach to analyze the financial statements of the declared non-financial companies during the period 2011 to 2014. The research used the descriptive statistics methods and the multi- regression Model. Additionally, the study used the random effects method, after the necessary tests had been carried on by using EVIEWS program to reach the results of the study. The results of the study showed that there is a statistically significant negative impact for the independent variables (the independence of the Directors' Board and to CEO duality) on the capital structure. However, the results showed that there is a statistically significant positive impact 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, so that they have an influencing role in the strategic decisions. The study also recommended avoiding the duplication of the executive officer work with the Directors' Board membership to enable the Directors' Board to supervise and control over the actions of the managers in the company. Also it recommended re-drafting the laws of investment in Palestine to encourage the foreign investors to support and invest in the Palestinian private sector, besides working on forming the compensations committees in the Palestinian companies that are expected to limit the random expenses for the company. Finally, the study recommended that the government should have a role in forcing listed companies to following-up the guidance of Palestinian governance.

قائمة المحتويات

| | |
|-------|---|
| أ | 1. آية قرآنية..... |
| ب | 2. الإهداء..... |
| ت | 3. شكر وتقدير..... |
| ث | 4. ملخص الدراسة باللغة العربية..... |
| ج | 5. ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية..... |
| ح - د | 6. قائمة محتويات..... |
| ذ - ر | 7. قائمة الأشكال..... |
| ز - ز | 8. قائمة الجداول..... |
| ز | 9. قائمة الملاحق..... |
| 1 | الفصل الأول: الإطار العام للدراسة..... |
| 2 | 1-1 المقدمة..... |
| 3 | 2-1 مشكلة الدراسة..... |
| 12 | 3-1 متغيرات الدراسة..... |
| 12 | 4-1 فرضيات الدراسة..... |
| 13 | 5-1 أهداف الدراسة..... |
| 13 | 6-1 أهمية الدراسة..... |
| 14 | 7-1 حدود الدراسة..... |
| 15 | 8-1 مصطلحات الدراسة..... |
| 16 | ملخص الفصل الأول..... |
| 17 | الفصل الثاني: الإطار النظري..... |
| 18 | 0-2 المقدمة..... |
| 19 | المبحث الأول: حوكمة الشركات..... |
| 20 | 0-1-2 تمهيد..... |
| 20 | 1-1-2 نشأة حوكمة الشركات..... |
| 21 | 2-1-2 مفهوم حوكمة الشركات..... |
| 24 | 3-1-2 الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات..... |
| 26 | 4-1-2 أهمية حوكمة الشركات..... |
| 29 | 5-1-2 فوائد حوكمة الشركات..... |
| 29 | 6-1-2 أهداف حوكمة الشركات..... |

| | | | |
|----|-------|--------|---|
| 30 | ..... | 7-1-2 | خصائص حوكمة الشركات |
| 31 | ..... | 8-1-2 | آليات حوكمة الشركات |
| 38 | ..... | 9-1-2 | مبادئ حوكمة الشركات |
| 41 | ..... | 10-1-2 | حوكمة الشركات في فلسطين |
| 42 | ..... |  | ملخص المبحث الأول |
| 43 | ..... |  | المبحث الثاني: الهيكل المالي |
| 44 | ..... | 0-2-2 | تمهيد |
| 44 | ..... | 1-2-2 | مفهوم الهيكل المالي |
| 45 | ..... | 2-2-2 | محددات الهيكل المالي |
| 50 | ..... | 3-2-2 | مكونات الهيكل المالي |
| 55 | ..... | 4-2-2 | السياسات التمويلية للشركات |
| 59 | ..... | 5-5-5 | العوامل المؤثرة على الهيكل المالي |
| 61 | ..... |  | ملخص المبحث الثاني |
| 62 | ..... |  | المبحث الثالث: هيكل رأس المال |
| 63 | ..... | 0-3-2 | تمهيد |
| 63 | ..... | 1-3-2 | مفهوم هيكل رأس المال |
| 64 | ..... | 2-3-2 | العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال |
| 66 | ..... | 3-3-2 | نظريات هيكل رأس المال |
| 68 | ..... | 4-3-2 | الهيكل الأمثل لرأس المال |
| 70 | ..... | 5-3-2 | الرافعة المالية |
| 73 | ..... |  | ملخص المبحث الثالث |
| 74 | ..... |  | المبحث الرابع: سوق المال (بورصة فلسطين) |
| 75 | ..... | 0-4-2 | تمهيد |
| 75 | ..... | 1-4-2 | الأسواق المالية |
| 75 | ..... | 2-4-2 | نشأة بورصة فلسطين |
| 76 | ..... | 3-4-2 | عضوية بورصة فلسطين في الاتحاد |
| 77 | ..... | 4-4-2 | أهداف بورصة فلسطين |
| 77 | ..... | 5-4-2 | الشركات المدرجة في بورصة فلسطين |
| 80 | ..... |  | الفصل الثالث: الدراسات السابقة |
| 81 | ..... | 0-3 | تمهيد |
| 81 | ..... | 1-3 | الدراسات الفلسطينية |

| | | |
|-----|-------|--|
| 85 | ..... | 2-3 الدراسات العربية |
| 90 | ..... | 3-3 الدراسات الأجنبية |
| 94 | ..... | 4-3 التعقيب على الدراسات السابقة |
| 98 | ..... | 5-3 الفجوة البحثية |
| 99 | ..... | ملخص الفصل الثالث |
| 100 | ..... | الفصل الرابع : المنهجية والإجراءات |
| 101 | ..... | 0-4 تمهيد |
| 101 | ..... | 1-4 منهج الدراسة |
| 102 | ..... | 2-4 مصادر جمع البيانات |
| 102 | ..... | 3-4 مجتمع الدراسة |
| 103 | ..... | 4-4 إجراءات الدراسة |
| 108 | ..... | ملخص الفصل الرابع |
| 109 | ..... | الفصل الخامس : تحليل البيانات وتفسير ومناقشة النتائج |
| 110 | ..... | 0-5 تمهيد |
| 110 | ..... | 1-5 الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة |
| 122 | ..... | 2-5 تحليل مصفوفة الارتباطات الخطية بين متغيرات الدراسة |
| 124 | ..... | 3-5 تحليل انحدار الخطي المتعدد |
| 126 | ..... | 4-5 اختبار الفرضيات |
| 136 | ..... | ملخص الفصل الخامس |
| 137 | ..... | الفصل السادس:النتائج والتوصيات |
| 138 | ..... | 0-6 تمهيد |
| 138 | ..... | 1-6 النتائج |
| 141 | ..... | 2-6 التوصيات |
| 145 | ..... | 3-6 مقترحات الدراسات المستقبلية |
| 146 | ..... | قائمة المراجع |
| 159 | ..... | الملاحق |

قائمة الأشكال

| | |
|-----|---|
| 4 | شكل رقم (1-1) تمثيل نسب الرفع المالي..... |
| 11 | شكل رقم (2-1) نموذج الدراسة علاقة المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع..... |
| 26 | شكل رقم (1-2) يوضح الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات..... |
| 32 | شكل رقم (2-2) يوضح المكونات الأساسية لمجلس الإدارة..... |
| 35 | شكل رقم (3-2) يوضح مسؤوليات لجان المراجعة في إعداد التقارير المالية..... |
| 40 | شكل رقم (4-2) يوضح مبادئ منظمة التعاون والتنمية فيما يخص حوكمة الشركات..... |
| 54 | شكل رقم (5-2) يوضح مصادر التمويل المتاحة أمام الشركات..... |
| 56 | شكل رقم (6-2) يوضح السياسة المعتدلة في التمويل - سياسة المثالية..... |
| 57 | شكل رقم (7-2) يوضح السياسة المتحفظة في التمويل..... |
| 59 | شكل رقم (8-2) يوضح السياسة المغامرة في التمويل..... |
| 108 | شكل رقم (1-4) توزيع البيانات..... |

قائمة الجداول

| | |
|-----|---|
| 4 | جدول (1-1) المتوسط الحسابي لنسب الرفع المالي..... |
| 5 | جدول (2-1) يوضح استخلاص المتغير المستقل (آليات حوكمة الشركات)..... |
| 9 | جدول (3-1) التعريف بمتغيرات الدراسة..... |
| 77 | جدول (1-2) كشف يوضح الشركات المدرجة في بورصة فلسطين..... |
| 98 | جدول (1-3) يوضح الفجوة البحثية للباحث..... |
| 103 | جدول (1-4) أسماء الشركات مجتمع الدراسة..... |
| 107 | جدول (2-4) قيمة (VIF) للمتغيرات المستقلة..... |
| 111 | جدول (1-5) الوصف الإحصائي لمتغير حجم مجلس الإدارة..... |
| 112 | جدول (2-5) الوصف الإحصائي لمتغير استقلالية مجلس الإدارة..... |
| 113 | جدول (3-5) الوصف الإحصائي لمتغير عدد اجتماعات مجلس الإدارة..... |
| 114 | جدول (4-5) الوصف الإحصائي لمتغير الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي /مجلس الإدارة..... |
| 115 | جدول (5-5) الوصف الإحصائي لمتغير وجود لجنة مراجعة..... |
| 116 | جدول (6-5) الوصف الإحصائي لمتغير استقلالية لجنة المراجعة..... |
| 117 | جدول (7-5) الوصف الإحصائي لمتغير كبار المساهمين..... |

| | |
|-----|---|
| 118 | جدول (8-5) الوصف الإحصائي لمتغير الملكية الأجنبية |
| 119 | جدول (9-5) الوصف الإحصائي لمتغير الملكية الإدارية |
| 120 | جدول (10-5) الوصف الإحصائي لمتغير لجنة المكافآت |
| 121 | جدول (11-5) الوصف الإحصائي لمتغير الرفع المالي |
| 123 | جدول (12-5) مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة |
| 125 | جدول (13-5) تحليل الانحدار الخطي المتعدد |
| 143 | جدول (1-6) توضيح النتائج والتوصيات |

قائمة الملاحق

| | |
|-----|-----------------------------------|
| 160 | جدول رقم (1) بيانات الشركات |
|-----|-----------------------------------|

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 مقدمة

2-1 مشكلة الدراسة

3-1 متغيرات الدراسة

4-1 فرضيات الدراسة

5-1 اهداف الدراسة

6-1 اهمية الدراسة

7-1 حدود الدراسة

8-1 مصطلحات الدراسة

ملخص الفصل الأول

1-1 مقدمة الدراسة:

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.

وتعتبر قرارات 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، ومن ناحية أخرى 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).

وهناك العديد من العوامل والمحددات التي يجب أن تأخذها الإدارة المالية بعين الاعتبار عند تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال، فهي تختلف باختلاف طبيعة نشاط الشركة ومركزها المالي، ومرحلة دورة الحياة التي تمر بها، كما إن الأهمية النسبية لتلك الاعتبارات أو العوامل في كل شركة تختلف من شركة إلى أخرى، وذلك إستناداً للظروف الاقتصادية السائدة و القطاع الذي تعمل الشركة من خلاله، إضافة إلى أن الإدارة تلعب دوراً حاسماً في تقدير تلك العوامل وبالتالي تقدير المزيج الأمثل للهيكل المالي (النعيمي، الخرشه، 2006: 200).

كما إن ظهور الحوكمة لم يكن وليد اللحظة، بل هو تطور طبيعي لمجموعة الأدوات الرقابية الداخلية والخارجية التي تضع الضوابط وتنظم العلاقة بين إدارة المؤسسة التنفيذية ومجلس إدارتها ومساهميها ومدقق حساباتها، من أجل حماية مصالح كل الأطراف المهمة بالتعاون مع المنشأة، فخلال الفترة الماضية تم تسليط الضوء بشكل كبير على ممارسات حوكمة الشركات خاصة بعد حالات التعثر التي لحقت بكبرى أسواق المال العالمية، وأصبح من الضروري تفعيل ممارسات الحوكمة لتجنب مخاطر التعثر والفسل المالي والإداري، وضمن النمو والاستمرارية (حمدان، 2011: 254).

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 مزيدٍ 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 الباحث 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).

1-2 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 (أبو طاحونة،2015)، ودراسة (المومني، حسن،2009)، كما و أن 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 دراسة (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 الباحث على القوائم المالية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين من العام 2011م حتى 2014م، فقد لاحظ الباحث أن المتوسط الحسابي لنسب المديونية (إجمالي الخصوم طويلة الأجل/إجمالي الأصول) للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين في الفترة الزمنية 2011م إلى 2014م ، وسنوات الدراسة كانت ثابتة عند مستوى (33%-34%) مما يعكس وجود سياسة اقتراض ثابتة في بورصة فلسطين وبما يعكس من الناحية المبدئية تأثر هيكل رأس المال بالعوامل الداخلية والخارجية المحيطة بالشركة، وكانت النسبة كالتالي:

جدول رقم (1-1):

المتوسط الحسابي لنسب الرفع المالي

| م | السنة | المتوسط الحسابي | الوسيط | الانحراف المعياري | أقل قيمة | أعلى قيمة |
|---|---------------|-----------------|--------|-------------------|----------|-----------|
| 1 | 2011 | 0.332 | 0.345 | 0.195 | 0.024 | 0.600 |
| 2 | 2012 | 0.328 | 0.320 | 0.193 | 0.060 | 0.640 |
| 3 | 2013 | 0.325 | 0.285 | 0.200 | 0.060 | 0.750 |
| 4 | 2014 | 0.348 | 0.315 | 0.213 | 0.050 | 0.770 |
| | متوسط السنوات | 0.333 | 0.310 | 0.197 | 0.024 | 0.770 |

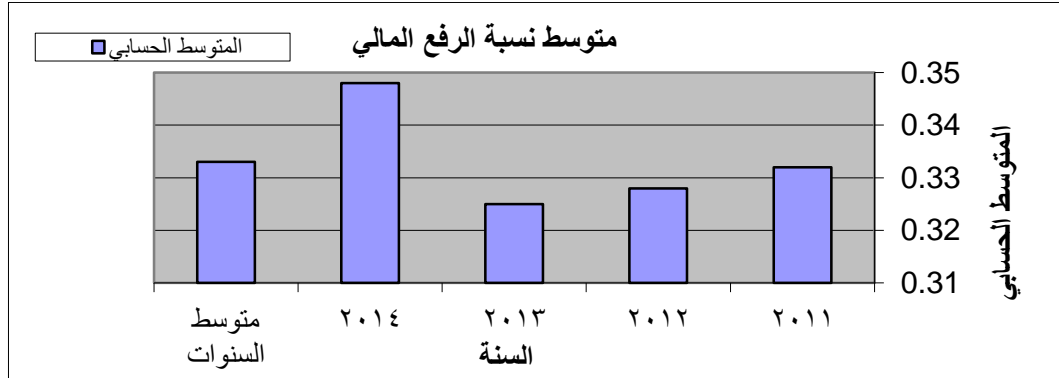
المصدر: (جرد بواسطة الباحث)

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.

ويتمثل تلك البيانات على شكل بياني يأخذ المتوسط الحسابي لكل سنة من سنوات الدراسة الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1)

الرسم البياني المتوسط الحسابي للرفع المالي



المصدر: (جرد بواسطة الباحث بعد احتساب نسبة الرفع المالي مستنداً الى بيانات التقارير المالية المنشورة)

ونظراً لقصور الدراسات 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 اثر حوكمة الشركات على هيكل رأس المال؟
4. ما هي وجهة الشركات المدرجة ببورصة فلسطين تجاه مصادر التمويل "الدين، الملكية"؟

1-3 متغيرات الدراسة:

قام الباحث بمراجعة أدبيات الدراسة السابقة وبعض الكتب لاستخلاص آليات حوكمة الشركات "المتغير المستقل" فكانت على النحو التالي:

جدول رقم (1-2)

يوضح استخلاص المتغير المستقل (آليات حوكمة الشركات)

| م | اسم الدراسة | المتغير المستقل |
|---|------------------|--|
| 1 | (أبو جراد، 2015) | <ul style="list-style-type: none">• أنظمة التدقيق• عدد أعضاء مجلس الإدارة• اللوائح والقوانين الداخلية• مستوى التعليم لأعضاء مجلس الإدارة• المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين• الملكية الإدارية• السياسات المستقبلية |

| | | |
|---|---------------------------------|----------|
| <ul style="list-style-type: none"> • الملكية الإدارية • عدد أعضاء مجلس الإدارة • استقلالية مجلس الإدارة • استقلالية لجنة التدقيق • خبرة لجنة التدقيق • نشاطات لجنة التدقيق | <p>(صيام، 2014)</p> | <p>2</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> • استقلالية المجلس • حجم المجلس • الفصل بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة • استقلالية لجنة المراجعة • كبار المساهمين • (أفراد، مؤسسات، شركات) • الملكية الأجنبية • نشاط لجنة المراجعة | <p>(اسعد، 2015)</p> | <p>3</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> • نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة • حجم مجلس الإدارة • استقلالية مجلس الإدارة • استقلالية لجنة المراجعة • نشاط لجنة المراجعة | <p>(صالح، 2011)</p> | <p>4</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> • حجم الشركة • عدد أعضاء مجلس الإدارة • الجمع بين إدارة الشركة وعضوية مجلس الإدارة • نسبة الأسهم المملوكة لكبار الملاك • نسبة الأعضاء غير التنفيذيين لمجموع أعضاء مجلس الإدارة • الأعضاء غير التنفيذيين في لجنة المراجعة • مديونية الشركة | <p>(الخيال، 2010)</p> | <p>5</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> • مجلس المفوضين • لجنة المراجعة المالية • الاجتماعات الدورية • لجنة المراجع • تركيز الملكية • الملكية الإدارية | <p>(Waworuntu, et al, 2014)</p> | <p>6</p> |

| | | |
|--|---|----|
| <ul style="list-style-type: none"> • حجم المجلس • أسلوب القيادة • لجنة مجلس الإدارة • هيكل المجلس تكوين المجلس • عدد اجتماعات مجلس الإدارة • نسبة المديرين غير المستقلين | <ul style="list-style-type: none"> • (Kajananthan, 2012) | 7 |
| <ul style="list-style-type: none"> • وجود لجنة المراجعة • وجود لجنة المكافآت • استقلالية مجلس الإدارة • ازدواجية الرئيس التنفيذي برئيس المجلس • حجم مجلس الإدارة • عدد اجتماعات مجلس الإدارة | <ul style="list-style-type: none"> • (Christensen et al, 2010) | 8 |
| <ul style="list-style-type: none"> • حجم مجلس الإدارة • استقلالية مجلس الإدارة • ازدواجية الرئيس التنفيذي برئيس المجلس | <ul style="list-style-type: none"> • (Tawfeeq et al, 2009) | 9 |
| <ul style="list-style-type: none"> • حجم مجلس الإدارة • تكوين المجلس • ازدواجية الرئيس التنفيذي • نسبة الدين • حجم الشركة | <ul style="list-style-type: none"> • (Hasan,2006) | 10 |
| <ul style="list-style-type: none"> • حجم المجلس • استقلالية المجلس • ازدواجية الرئيس التنفيذي وعضوية المجلس • نسبة الإناث في المجلس • الملكية الإدارية • كبار المساهمين • ملكية الحكومة • ملكية المؤسسات | <ul style="list-style-type: none"> • (Abo bakr & Elgiziry, 2016) | 11 |

المصدر: (جرد بواسطة الباحث)

واعتمد الباحث بعد مراجعة المتغير المستقل "آليات الحوكمة" على تصنيف دراسة (اسعد، 2015) والذي تشابه فيه مع كثير من المتغيرات الأخرى التي تطرقت لها الدراسات السابقة مع إضافة أربعة متغيرات (عدد اجتماعات مجلس الإدارة، وجود لجنة المراجعة، الملكية الإدارية، لجنة المكافآت) وأستثنى منها نشاط لجنة التدقيق لعدم توفر البيانات الكافية في التقارير المنشورة للشركات المدرجة، وعدم تعاون الشركات في إعطاء معلومات عن هذا المؤشر عندما تمّ الاتصال بهم مباشرة، وتعتبر البيئة الأردنية التي درسها اسعد الأقرب للبيئة الفلسطينية .

أما بالنسبة للمتغير التابع فقد تم قياسه من خلال نسبة الرفع المالي أو المديونية، واعتمد المتغيرات التالية:

المتغير التابع : هيكل رأس المال (الخصوم طويلة الأجل/ إجمالي الأصول) .

المتغيرات المستقلة: آليات الحوكمة الداخلية.

- حجم مجلس الإدارة
- استقلالية مجلس الإدارة
- عدد اجتماعات مجلس الإدارة
- الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة
- وجود لجنة المراجعة
- استقلالية لجنة المراجعة
- كبار المساهمين (أفراد، مؤسسات، شركات)
- الملكية الأجنبية
- الملكية الإدارية
- لجنة المكافآت

جدول رقم (3-1):

التعريف بمتغيرات الدراسة

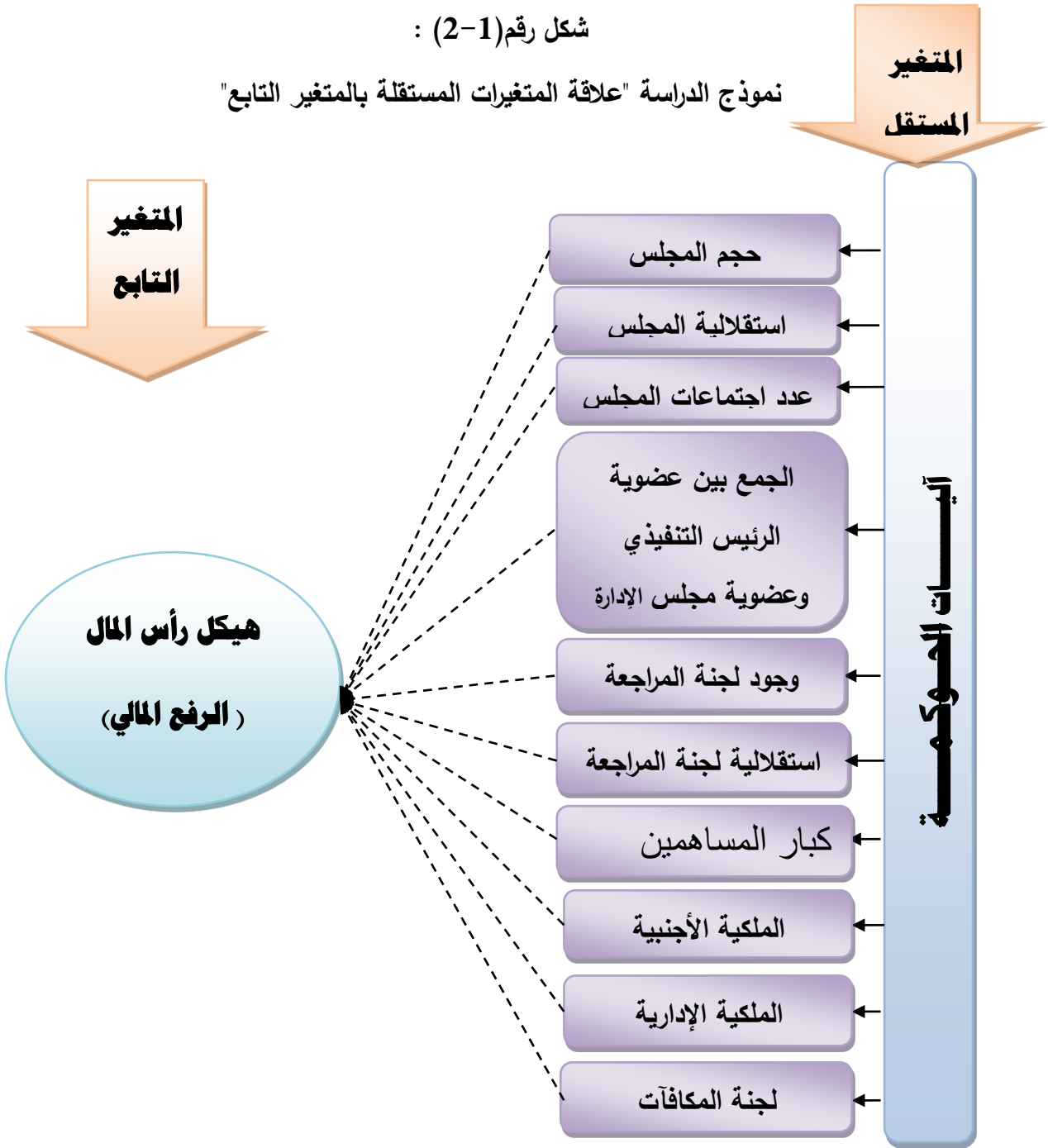
| م | رمز المتغير | نوع المتغير | اسم المتغير | وصف المتغير |
|---|-------------|-------------|--|--|
| 1 | X1 | متغير مستقل | حجم مجلس الإدارة | عدد أعضاء مجلس الإدارة |
| 2 | X2 | متغير مستقل | استقلالية مجلس الإدارة | نسبة الأعضاء المستقلين إلى إجمالي الأعضاء |
| 3 | X3 | متغير مستقل | عدد اجتماعات 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 مناصبي 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%) من اسهم الشركة |
| 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 |

| | | | | |
|---|---------------|----------------|-----|----|
| تم إعطاء الرمز (1) في حال وجود لجنة مكافآت في الشركة والرمز (0) في حال عدم وجود ذلك | لجنة المكافآت | متغير مستقل | X10 | 10 |
| إجمالي الخصوم طويلة الأجل على إجمالي الأصول | الرفع المالي | المتغير التابع | Y | 11 |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على الدراسات السابقة

شكل رقم (2-1) :

نموذج الدراسة "علاقة المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع"



المصدر: جرد بواسطة الباحث بعد الاطلاع على الدراسات السابقة

4-1 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 على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، وينبثق عنها الفرضيات الفرعية التالية :

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لحجم مجلس الإدارة على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لاستقلالية مجلس الإدارة على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
4. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين .
5. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لوجود لجنة المراجعة على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
6. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لاستقلالية لجنة المراجعة على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
7. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لكبار المساهمين على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
8. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للملكية الأجنبية على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
9. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للملكية الإدارية على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

10. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للجنة المكافآت على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

1-5 أهداف الدراسة:

يهدف الباحث إلى دراسة وتحليل أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات المفصح عنها في التقارير السنوية المنشورة للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين على هيكل رأس المال، وذلك من خلال اختبار الأثر بين الآليات المختلفة للحوكمة و هيكل رأس المال للشركات، 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 اثر آليات حوكمة الشركات 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.

1-6 أهمية الدراسة:

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

أ- الأهمية العلمية(النظرية):

1. من خلال اطلاع الباحث على البحوث السابقة فإن المكتبة الفلسطينية والعربية تفتقر لمثل هذه الدراسات، وتوجد ندرة في الأبحاث العلمية المتخصصة بدراسة تأثير آليات الحوكمة على هيكل رأس المال.

2. تُعد هذه الدراسة الأولى على حدّ علم الباحث التي تدرس أثر آليات حوكمة الشركات وهيكل رأس المال في الوطن العربي بشكل عام وبورصة فلسطين بشكل خاص.
3. تساعد الدراسة على فهم أثر تطبيق آليات الحوكمة في الشركات الفلسطينية على هيكل رأس المال.
4. رفد المكتبة العربية والفلسطينية ومرجع للمهتمين والمتخصصين.

ب- الأهمية العملية (تطبيقية):

1. تتطرق الدراسة إلى أحد المفاهيم التنظيمية وهي حوكمة الشركات غير المالية "الصناعية، الخدمائية" المدرجة في بورصة فلسطين، والتي تعتبر من المواضيع الهامة في الفكر الإداري الحديث، باعتباره مصدراً مهماً من مصادر بقاء الشركة وديمومتها خاصة في الشركات التي تسعى إلى تبني إستراتيجية الإدارة الحديثة.
2. توعية الشركات والمؤسسات التي تسعى للتميز بأهمية تطبيق آليات وقواعد حوكمة الشركات، .
3. تساعد الدراسة مجالس إدارة الشركات وإدارتها التنفيذية على معرفة العوامل المؤثرة في اختيار هيكل رأس المال للشركة، ودور الحوكمة في تحسين مثل هذه القرارات مما يؤدي إلى زيادة الربحية والقدرة على المنافسة .
4. إن معرفة الدور الذي تلعبه الحوكمة على مستوى هيكل رأس المال للشركات قد يعطي حافزاً لهيئة السوق المالي لإلزام الشركات المساهمة بتطبيق مبادئ وقواعد وآليات الحوكمة.
5. تبين الدراسة مدى التزام الشركات لحوكمة الشركات في فلسطين، وبالتالي تعطي دور أكبر لتدخل الرقابة من قبل بورصة فلسطين للشركات المدرجة عندها.

1-7 حدود الدراسة:

- **الحد الموضوعي:** تتناول هذه الدراسة آليات حوكمة الشركات الداخلية وأثرها على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين عددها (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.

8-1 مصطلحات الدراسة:

قام الباحث بتعريف المصطلحات التالية والواردة في الدراسة لبيان المقصود منها حيث ما وردت في هذه الدراسة :

1. حوكمة الشركات:

هي الإدارة الرشيدة للشركات لتقييم وتحسين الإطار القانوني والمؤسسي والتنظيمي للشركات من خلال توفير الإرشادات والمقترحات لبورصات الأوراق المالية والمستثمرين والشركات والأطراف الأخرى (خضر، 2012: 81).

ويعرفها الباحث إجرائياً :

مجموعة من الأنظمة والقواعد والآليات التي تخدم احتياجات المساهمين وأصحاب المصالح، من خلال مراقبة وتوجيه وتقويم الإدارة التنفيذية، لتحقيق الجودة والتميز في الأداء والقدرة على المنافسة والمساهمة في النمو والاستقرار المالي من خلال بناء الثقة عند أصحاب المصالح .

2. هيكل رأس المال:

والذي يراد به التمويل طويل الأجل، المتجسد بكل من المديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل)، الأسهم الممتازة إن وجدت، وحقوق الملكية المكونة من كل من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والاستئجار المالي طويل الأجل (النعيمي والتميمي، 2009: 349).

ويعرفه الباحث إجرائياً:

هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي للشركة فهو التمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل .

3. بورصة فلسطين:

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ التداول في 18 شباط 1997 ، وفي مطلع شباط من العام 2010 كان

التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوبا مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية ، وفي أيلول 2010 أعلنت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعارا لها (بورصة فلسطين، 2016: نت).

ملخص الفصل الأول

ناقش الباحث في هذا الفصل مشكلة الدراسة والتي تمثلت في أثر آليات حوكمة الشركات على هيكل رأس المال في بورصة فلسطين، وذلك في ضوء عدد من الدراسات السابقة التي أوضحت أهمية تطبيق آليات حوكمة الشركات وتحديد المتغيرات العشرة لها، واستعرض الباحث أهداف الدراسة، وأهميتها وكذلك وضع الباحث فرضيات الدراسة التي تمثلت في الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لتطبيق آليات حوكمة الشركات على هيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، وينبثق عنها باقي الفرضيات .

وأخيرا استعرض الباحث حدود الدراسة (الحد الموضوعي، الحد المكاني، الحد الزمني)، كذلك وضح منهج الدراسة وأساليب جمع البيانات ، وفي ختام الفصل أوضح الباحث المفاهيم المتعلقة بالمصطلحات الرئيسة في الدراسة مثل حوكمة الشركات، هيكل رأس المال، بورصة فلسطين.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

0-2 المقدمة

1-2 حوكمة الشركات

2-2 الهيكل المالي

3-2 هيكل رأس المال والهيكل الأمثل

4-2 سوق رأس المال "بورصة فلسطين"

0-2 المقدمة

لقد ظهرت حوكمة الشركات على المستوى الدولي بعد ما شهد العالم سقوط وانهيار العديد من الشركات والتي أبرزها شركتا إنرون وورلدكوم واللتان أرتبط انهيارهما بالفساد الإداري والمالي وضعف آليات الرقابة على الأنشطة المالية للشركات، ونتيجة انهيار أداء تلك الشركات أدى ذلك إلى قيام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بالتعاون مع منظمة التعاون الاقتصادي لدراسة آلية الحوكمة واعتمدت خمسة مبادئ خاصة للحوكمة هي حماية حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة للمساهمين ودور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات والإفصاح والشفافية وأخيراً مسؤوليات مجلس الإدارة، وقد دفعت هذه الانهيارات أيضاً إلى البحث عن الدور الحيوي للجان المراجعة الداخلية والخارجية في عمليات حوكمة الشركات، حيث تعتبر كل هذه الأطراف وسيلة إشرافية على جودة التقارير المالية، ولكون آلية حوكمة الشركات إحدى أهم آليات اقتصاد المعرفة فإن الاهتمام بها لم يقتصر فقط على المنظمات والمؤسسات الدولية بل تعداه ليشمل المنظمات والمجامع التعليمية والمهنية الدولية (درويش، 2007: 7).

وإن قرارات التمويل في الشركات تعتبر من القرارات الاستراتيجية المعقدة والحساسة التي يجب على إدارة الشركة دراستها دراسة جيدة ومتأنية؛ وفقاً لذلك فإن التخطيط لهيكل رأس المال يعطي القدرة والفاعلية للشركة في استخدام المصادر المختلفة مما يدعم نجاح الشركة وقدرتها على تحقيق عائد أكبر، وبالمثل نفسه فإن الشركة يفسر ضعفها وعدم فاعليتها في استخدام مصادر الأموال بالأسلوب المناسب ويعكس ذلك كله على قيمة الشركة في السوق (عبد الهادي، 2008: 34).

وفي هذا الفصل سيتم تناول المفاهيم والموضوعات التي لها علاقة بحوكمة الشركات وهيكل رأس المال بحيث ينقسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث في المبحث الأول سيتم التطرق إلى مفهوم حوكمة الشركات، والدوافع التي ساهمت في ظهورها والأطراف المعنية في تطبيقها، وإبراز أهميتها وفوائدها والأهداف الرئيسية لها وخصائصها، وكذلك التعرف على مختلف مبادئها وآلياتها، وفي المبحث الثاني سيتم التطرق إلى مفهوم الهيكل المالي ومحددات الهيكل المالي ومكوناته، كذلك السياسات التي تتخذها الشركة في التمويل، والعوامل المؤثرة في الهيكل المالي، وفي المبحث الثالث سيتم التطرق إلى مفهوم رأس المال والعوامل التي تؤثر على قرار هيكل رأس المال ونظرياتها، والهيكل الأمثل لرأس المال، والرفع المالي، وفي المبحث الرابع والأخير سيتم التعرف على بورصة فلسطين بشكل مختصر نشأت بورصة فلسطين، وأهدافها بورصة فلسطين، والشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

المبحث الأول

حوكمة الشركات

0-1-2 تمهيد

1-1-2 نشأة حوكمة الشركات

2-1-2 مفهوم حوكمة الشركات

3-1-2 الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات

4-1-2 أهمية حوكمة الشركات

5-1-2 فوائد حوكمة الشركات

6-1-2 أهداف حوكمة الشركات

7-1-2 خصائص حوكمة الشركات

8-1-2 آليات حوكمة الشركات

9-1-2 مبادئ حوكمة الشركات

10-1-2 حوكمة الشركات في فلسطين

ملخص المبحث الأول

0-1-2 تمهيد

تعتبر حوكمة الشركات محور اهتمام الشركات وصناع القرار في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وتهتم بها العديد من الدوائر الاقتصادية والمالية والقانونية في جميع أنحاء العالم (كافي، 2013: 201)، وجاء هذا الاهتمام نتيجة الأزمات المالية الأخيرة في دول شرق آسيا وروسيا والولايات المتحدة، التي فجرها الفساد الإداري والمالي وسوء الإدارة والفجوة الكبيرة بين مرتبات ومكافآت المديرين التنفيذيين في الشركات وبين الأداء المالي لتلك الشركات، والتي تساهم في عملية جذب المستويات الكافية من رأس المال بقدر كبير من الصعوبة (سليمان، 2006: 27).

1-1-2 نشأة حوكمة الشركات:

لقد أدت المشاكل المالية التي تعرضت لها العديد من كبريات الشركات في العالم في السنوات الأخيرة إلى المطالبة بضرورة وجود مجموعة من الضوابط والأعراف والمبادئ الأخلاقية والمهنية لتحقيق الثقة والمصداقية في المعلومات الواردة في القوائم المالية والتي يحتاج إليها العديد من مستخدمي القوائم المالية خاصة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية (على و شحاتة، 2007: 14).

وبعد حدوث العديد من الانهيارات المالية في مجال الادخار والقروض تأسست لجنة تريدي (Tread Commission way) ويتمثل دورها الأساسي في تحديد الأسباب الرئيسية لسوء تمثيل الوقائع في التقارير المالية، وتقديم التوصيات حول تقليل حدوثها، ويتضمن تقريرها في عام 1987 ضرورة وجود بيئة رقابية سليمة، ولجان مستقلة للتدقيق، ومراجعة داخلية أكثر موضوعية، بشكل يدعو لضرورة الإفصاح عن مدى فعالية الرقابة، وبذلك باتت حوكمة الشركات من الموضوعات المثيرة جداً وخصوصاً بعد ما وجدت الدوائر الأكاديمية والسياسية والاقتصادية العالمية فيها وسيلة فعالة للتدخل في اقتصاديات الدول النامية تحت عناوين برامج الإصلاح ومتطلبات إعادة الهيكلة والاهتمام بالجودة والبحث عن عوائد اقتصادية مرتفعة حسب ما يراه صندوق النقد والبنك الدوليين، ونتيجة لما تقدم فهناك عوامل ساهمت في خروج مفهوم حوكمة الشركات إلى العلن ومنها العوامل التالي: (كافي، 2013: 203).

1- منذ العام 1997، ومع انفجار الأزمة المالية الآسيوية، أخذ العالم ينظر نظرة جديدة إلى حوكمة الشركات، والأزمة المالية المشار إليها، والتي يمكن وصفها بأنها كانت أزمة ثقة في المؤسسات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات في ما بين شركات الأعمال

والحكومة ، والتي برزت إلى المقدمة أثناء الأزمة التي تتضمن عمليات ومعاملات الموظفين والأقارب والأصدقاء وحصول الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل في الوقت نفسه الذي حرصت فيه على عدم معرفة المساهمين بهذه الأمور وإخفاء هذه الديون من خلال طرق ونظم محاسبية "مبتكرة" فيما عرف بعد بالمحاسبة الإبداعية ، كما أن الأحداث الأخيرة ابتداءً بفضيحة شركة انرون Enron وما تلا ذلك سلسلة اكتشاف تلاعب الشركات في قوائمها المالية التي كانت لا تعبر عن الواقع الفعلي لها، بالتواطؤ مع كبرى شركات التدقيق العالمية، وهو ما جعل منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية تصدر مجموعة من الإرشادات في شأن حوكمة الشركات بشكل عام وهو ما اظهر بوضوح أهمية حوكمة الشركات حتى في الدول التي كان من المعتاد اعتبارها أسواقاً مالية .

2- ممارسات الشركات متعددة الجنسية في اقتصاديات العولمة مما زاد من حدة الدعوة إلى حوكمة الشركات، حيث تقوم بالاستحواذ والاندماج فيما بينها من اجل السيطرة على الأسواق العالمية.

3- نظرا لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه أي إجراء لتنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة أدى إلى أهمية كبرى لإكتساب مفهوم الحوكمة بالنسبة للديمقراطيات الناشئة ، كما أن ضعف نوعية المعلومات يؤدي إلى منع الإشراف والرقابة عليهما وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة.

4- تزايد الحديث عن حوكمة المنظمات مع تصاعد قضايا الفساد الشهيرة في كبرى المنظمات العالمية حيث وصلت نسبة تعثر المنظمات في العالم عام 2002 إلى 4.11%.

2-1-2 مفهوم حوكمة الشركات:

إن كلمة (حوكمة) متعددة المفاهيم والدلالات لذا سنحاول الوقوف على مفهومها اللغوي والاصطلاحي.

- لغة:

يعود لفظة الحوكمة إلى كلمة إغريقية قديمة تعبر عن قدرة ريان السفينة (Good Governor) الإغريقية ومهاراته في قيادة السفينة وسط الأمواج والأعاصير والعواصف، وما يمتلكه من قيم وأخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة شريفة في الحفاظ على أرواح وممتلكات الركاب (بروشي و دهيمي، 2012: 4).

وعلى المستوى المحلي والإقليمي لم يتم التوصل إلى مرادف لمصطلح " Governance Corporate " باللغة العربية، ولكن بعد العديد من المحاولات والمشاورات مع عدد من خبراء اللغة العربية والاقتصاديين والقانونيين المهتمين بهذا الموضوع، تم اقتراح مصطلح "حوكمة الشركات" في محاولة لنشر هذا المفهوم وترسيخ التطبيقات الجديدة له بأسواق المال والاقتصاديات المحلية والعربية (سليمان، 2006: 14).

وتعددت وتتنوع التعريفات والتصورات لمفهوم الحوكمة في الأدبيات السابقة حسب تعدد الكتاب والمهتمين بموضوع الحوكمة، ويرى (سليمان، 2006: 14) انه على المستوى العالمي لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين كافة الاقتصاديين والقانونيين والمحليلين لمفهوم حوكمة الشركات ويرجع ذلك إلى تداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات وهو الأمر الذي يؤثر على المجتمع والاقتصاد ككل.

- اصطلاحاً :

هناك مجموعة من التعريفات المتعلقة بهذا المصطلح، وسنورد منها الآتي:

تتركز حوكمة الشركات بشكل عام على إيجاد حل للمشكلات التي تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة، والتفويض والوكالة في الإدارة، وكذا المشاكل بين أصحاب الملكية الحاكمة في الشركة وصغار المساهمين الآخرين، وكذلك أصحاب المصالح الأخرى مثل الدائنين والعاملين والحكومات التي تقوم بإنشاء الإطار المؤسسي أو القانون الشاملين للحكومة ، ويخضع هؤلاء جميعاً في علاقاتهم لقواعد حوكمة الشركات، إما بالالتزام الإجمالي من خلال القانون والتنظيم المؤسسي، أو الالتزام الاختياري ، ولا يختلف مفهوم الحوكمة في الشركات باختلاف نشاط الشركات فمفهوم حوكمة الشركات في المؤسسات المالية والبنوك هو ذات مفهومها في المؤسسات غير المالية "خدماتي، وصناعي" (خضر، 2012: 81) .

فحوكمة 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، شحاتة، 2007: 19)

كما عرفت الحوكمة من قبل (Justine and John, 2013) بأنها " الطريقة التي تتم بها توجيه المنظمات والسيطرة عليها".

وتعرف حوكمة الشركات أيضا "بأنها مجموعة القواعد التي تنظم العلاقات المتبادلة بين الشركة والأطراف أصحاب المصالح المختلفة في الشركة، في إطار من الشفافية والمساءلة، والتي يؤدي إتباعها إلى استدامة الأعمال ورفع كفاءة الشركة في إدارة عملياتها ويحسن قدرتها التنافسية بالأسواق(خضر،2012: 84).

أيضا عرف الكاتب (Gabrielle O'Donovan) حوكمة الشركات، بأنها "السياسات الداخلية التي تشمل النظام والعمليات والأشخاص، والتي تخدم احتياجات المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، من خلال توجيه ومراقبة أنشطة إدارة الأعمال الجيدة مع، الموضوعية والمساءلة والنزاهة، فالإدارة السليمة للشركات تعتمد على التزام السوق الخارجية والتشريعات، بالإضافة إلى ثقافة صحية تشمل ضمانات للسياسات والعمليات" (كافي، 2013: 207).

كما عرف (درويش، 2007: 13) 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".

وعرفت منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي حوكمة الشركات Corporate Governance بالمفهوم الضيق بأنها النظام الذي يتم بموجبه توجيه الشركات والرقابة عليها، وبالتالي فهي مجموعة من العلاقات بين الجهاز التنفيذي لإدارة شركة ما ومجلس إدارتها والمساهمين فيها، أما حوكمة الشركات بالمفهوم الواسع، فيقصد به مجموعة القواعد والإجراءات التي يتم بموجبها إدارة الشركة والرقابة عليها، عن طريق تنظيم العلاقات بين مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية والمساهمين، وأصحاب المصالح الآخرين، وكذلك المسؤولية الاجتماعية والبيئة للشركة (اللجنة الوطنية للحوكمة، 2009: 14).

كما عرفها (حامد، 2012: 337) "بأنها إخضاع الشركة للقواعد والقوانين التي تحكمها" ويرى حامد بان هذه القواعد والقوانين هي العمود الفقري لأطر واليات الحوكمة، حيث تقوم بتنظيم العلاقة بين الأطراف الأخرى داخل الشركة وخارجها.

وعرفت حوكمة الشركات بأنها: " الإطار الذي تمارس فيه الشركات وجودها، وتركز الحوكمة على العلاقات فيما بين الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح وواجبي التنظيمات الحكومية، وكيفية التفاعل بين كل هذه الأطراف في الإشراف على عمليات الشركة "(جون سوليفان واخرون ، 2003).

- ومن خلال التعريفات السابقة نرى أن مفهوم الحوكمة يمكن أن يُحدد من خلال العناصر التالية:
- مجموعة من الأنظمة والقواعد والآليات.
 - النظم والقواعد موجهة لخدمة احتياجات المساهمين وأصحاب المصلحة.
 - المراقبة والتوجيه والتقويم للإدارة التنفيذية عنصر مهم لتعزيز ممارسات الحوكمة.
 - الحوكمة لا بد أن تهدف إلى تحقيق الجودة في الأداء والقدرة على المنافسة.
 - يجب أن تسهم الحوكمة في النمو والاستقرار المالي من خلال الثقة في السوق التي تقوم عليه.

وعليه يرى الباحث بأن حوكمة الشركات هي "مجموعة من الأنظمة والقواعد والآليات التي تخدم احتياجات المساهمين وأصحاب المصالح، من خلال مراقبة وتوجيه وتقويم الإدارة التنفيذية، لتحقيق الجودة والتميز في الأداء والقدرة على المنافسة والمساهمة في النمو والاستقرار المالي من خلال بناء الثقة عند أصحاب المصالح".

2-1-3 الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات (أصحاب المصالح):

هناك أربعة أطراف رئيسية تتأثر وتتأثر في التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات، وتحديد إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد .

1. المساهمون:

هم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وتعظيم قيمة الشركة على المدى البعيد مما يحدد مدي استمراريته مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم و يملكون الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم ، وبالمقابل فان عدم تحقيق الأرباح المجدية يقلص رغبة المساهمين في زيادة أنشطه الشركة مما يؤثر على مستقبل الشركة (سليمان، 2006: 17).

ويمكن تحقيق أهداف المساهمين من خلال حسن اختيار أعضاء الإدارة العليا لإدارة الشركة ضمن القوانين والسياسات المطلوبة.

2. مجلس الإدارة:

بصفتهم من يقوم باختيار المديرين التنفيذيين والذين يوكل لهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة، وبرسم السياسات العامة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين، بالإضافة إلى

الرقابة على أدائهم، وقد بينت المبادئ العالمية المذكورة للحوكمة بأن أعضاء مجلس الإدارة يضطلعون بنوعين من الواجبات عند قيامهم بعملهم وهما : (سابا خوري، 2005: 40)

• واجب العناية اللازمة

ويتطلب أن يكون مجلس الإدارة يقظا وحذرا وأن يبذل الجهد والحرص والعناية اللازمة في اتخاذ القرار، وأن يتوفر في الشركة إجراءات وأنظمة كافية وسليمة، وأن تكون الشركة ملتزمة بالقوانين والأنظمة والتعليمات الموضوعية .

• واجب الإخلاص في العمل

ويشمل ذلك المعاملة المتساوية للمساهمين والمعاملات مع الأطراف ذات المصالح ووضع سياسات ملائمة للرواتب والمكافآت وغير ذلك.

3. الإدارة التنفيذية:

تعتبر الإدارة هي الجهة المسؤولة في الشركة عن تقديم التقارير الخاصة بالأداء الفعال إلى مجلس الإدارة، كما أن الإدارة تكون مسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسئوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين، والإدارة هي حلقة الوصل بين مجلس الإدارة وبقيّة الأطراف المتعاملة مع الشركة، لذا يجب الحرص على اختيار أفراد الإدارة بعناية لأنهم من يقوم بتنفيذ رغبات المساهمين ومجلس الإدارة (سليمان، 2006: 18).

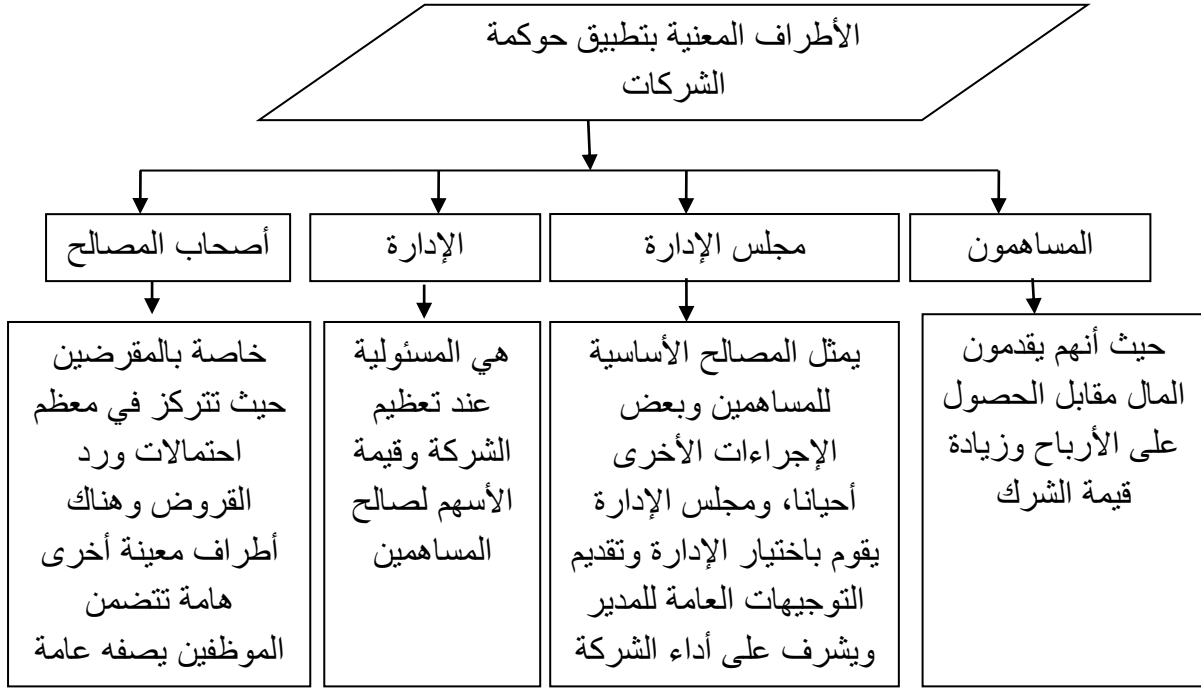
وحتى يتم التأكد من قيامهم بواجباتهم، يتحتم على مجلس الإدارة أن يوجد الآلية التي من خلالها يتم متابعة أدائهم ومقارنة الأداء المحقق مقابل الأهداف الموضوعية وعمل الخطط البديلة.

4. أصحاب المصالح:

هم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة (الدائنين والموردين والعملاء والموظفين) ، وقد تكون مصالح هذه الأطراف متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان، ويتأثر مفهوم حوكمة الشركات بشكل كبير بالعلاقات بين هذه الأطراف (على وشحاتة، 2007: 19) وتعتبر هذه الأطراف مهمة في معادلة العلاقة في الشركة ، فهم الذين يقومون بأداء المهام التي تساعد الشركة على الإنتاج وتقديم السلع والخدمات وبدونهم لا يستطيع الإدارة التنفيذية ولا مجلس الإدارة والمساهمون في تحقيق الاستراتيجيات الموضوعية للشركة ، فالعملاء هم الطرف الذي

يقوم بشراء المنتج أو الخدمة ، والمورد من يبيع للشركة المواد الخام والسلع والخدمات الأخرى ، أما الممولين وجميع الأطراف الممولة هي التي تمنح التسهيلات الائتمانية للشركة ، فينبغي أن يكون التعامل مع هذه الأطراف بمنتهى الحرص والدقة، فالمعلومات المضللة للممولين قد تقطع خطط التمويل مما يؤثر سلباً على التخطيط المستقبلي للشركة (سليمان، 2006: 18).

الشكل رقم (1-2) الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات



المصدر: (علي وشحاتة، 2007 : 20)

ونرى عند تطبيق حوكمة الشركات سوف تخدم جميع الأطراف، حيث تحقيق أهداف المساهمين من خلال حسن اختيار أعضاء الإدارة العليا لإدارة الشركة ضمن القوانين والسياسات المطلوبة، و يتحتم على مجلس الإدارة أن يوجد الآلية التي من خلالها يتم متابعة أداء المديرين التنفيذيين ومقارنة الأداء المحقق مقابل الأهداف الموضوعية وعمل الخطط البديلة اللازمة، مع مراعاة الأطراف الأخرى التي تأخذ دور المراقب، حيث لتحقيق مصالحهم يحرصون على أفضل أداء.

4-1-2 أهمية حوكمة الشركات:

قال تعالى في كتابه العزيز ﴿ مَنْ عَمِلَ صَالِحًا مِّنْ ذَكَرٍ أَوْ أَنَّىٰ وَهُوَ مُؤْمِنٌ فَلَنُحْيِيَنَّهٗ حَيَاةً طَيِّبَةً وَلَنَجْزِيَنَّهُمْ أَجْرَهُمْ بِأَحْسَنِ مَا كَانُوا يَعْمَلُونَ ﴾ (الآية 97 من سورة النحل).

وهذا وعد من الله تعالى لمن ابتعد عن الظلم والفساد، واتبع طريق الصلاح والرشاد ونشر العدل والمساواة، بأن له حياة طيبة في الدنيا والآخرة، فحينها يسود الأمن والاستقرار وتزداد التنمية الاقتصادية في المجتمع.

من الواضح أن الحوكمة في الوقت الحاضر أصبحت تؤثر وبشكل مباشر في تحديد مصير الشركات والمنظمات في مختلف بلدان العالم، فالحوكمة ظهرت لتفادي وتجنب حدوث مثل تلك الانهيارات والإفلاسات التي حدثت في السنوات الأخيرة من القرن العشرين وبداية العقد الماضي ، وبالتالي اكتسبت الحوكمة أهمية كبيرة في أنها علاوة على ما تقوم به من حماية لمصالح الملاك والمستثمرين في الشركات فهي تعمل أيضا على رفع أداء الشركات وتضمن استمرارها ، وبالتالي فإن الحوكمة تحافظ على استقرار وثبات الاقتصاد القومي ككل ، ومن هنا تكتسب الحوكمة أهمية خاصة سواء على المستوى الاقتصادي او على المستوى الاجتماعي ، وتزداد أهمية الحوكمة في الوقت الحاضر نتيجة لتحول الكثير من الدول إلى النظام الرأسمالي واقتصاديات السوق واتساع حجم المشروعات ودخول الشركات متعددة الجنسيات في اقتصاديات الدول وانفصال الإدارة عن رأس المال واتساع الأسواق ودخول وخروج رأس المال من دولة إلى أخرى (السباخي، 2012: 273).

وتزايد الاهتمام بالحوكمة من أجل الإصلاح المالي والاقتصادي لهياكل الشركات والمؤسسات كنتيجة للأزمات المالية، و أصدرت توصيات للأخذ بمبادئ وآليات الحوكمة في مختلف المستويات الدولية والمحلية؛ لضمان استقرار ونمو الشركات والمؤسسات، وإعادة كسب ثقة الأطراف المتعاملة بالأسواق (الشريف، 2010: 179) ومع تسارع خطى العولمة أصبحت الحاجة ماسة إلى حوكمة الشركات، حيث تعمل الحوكمة الجيدة على تخفيض المخاطر، وتحسين الأداء، وتسهيل الوصول إلى الأسواق العالمية، وزيادة قابلية تسويق السلع والخدمات، وتحسين قيادة الشركات، وإظهار الشفافية وإمكانية المساءلة عن مسؤولية الشركات الاجتماعية (هيلينج وكوشتا، 2010: 31) كما تحتل الحوكمة مركز الصدارة بين العوامل التي تعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وهذا ما توصلت إليه دراسة (الجوزي، 2009: 19) حيث اعتبرت حوكمة الشركات وسيلة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات بطريقة تحمي أموال المستثمرين والمقرضين، وقد تبين الآن أكثر من أي وقت قد مضى أن تبني نظام شفاف وعادل يؤدي إلى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الإدارة، كما يؤدي إلى تطوير القيم الأساسية لاقتصاد السوق والارتقاء بالاقتصاديات العربية إلى مستويات التنافسية الدولية لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية.

كما أن درجة التزام الشركات بتطبيق الحوكمة يعتبر عاملاً مهماً بالنسبة لقرارات الاستثمار، ويُمكن الشركات من جني المنافع الكاملة من أسواق رأس المال العالمية لما تتسم به الحوكمة من جذب لرأس المال طويل الأجل (OECD, 2004) وفي المقابل فإن عدم الإلزام سيولد بيئة خصبة لنمو الفساد المالي والمحاسبي وبالتالي إلى نهب وسرقة لحقوق الملاك والأطراف الأخرى بطريقة منظمة، وهذا قد يؤدي إلى خسائر وانهيارات فادحة للشركات مما ينعكس أثره على المجتمع ككل (ندا، 2008: 335).

ومن أهمية حوكمة الشركات أنها تعتبر مفتاح النجاح لكل الشركات من خلال ما تقوم به من تحسين للأداء وكسب ثقة المستثمرين، فالشركات الناجحة هي التي تعمل على تنفيذ حوكمة الشركات ولو جزئياً لتحقيق الاستقرار المالي والاستدامة للشركات، كما تساهم الحوكمة الجيدة في حماية مصالح المستثمرين وتخفيض تكاليف رأس المال، وتقليل التلاعب بالأرباح، وزيادة القيمة السوقية للشركات، وتحسين عوائد الأسهم، وتحسين النمو الاقتصادي (Wang, 2013: 75) ويرى آخرون أن الاستثمار في الشركات التي لديها تصنيف أعلى في ممارسات الحوكمة يكون أكثر ربحية، وأن ممارسات الحوكمة والإفصاح الأمثل يزيد من مستوى ثقة المستثمرين (Rani, et al., 2014: 377) كما أن أهمية الحوكمة ليست في القطاع الخاص وحسب؛ بل تمتد أيضاً إلى القطاع العام والهيئات الحكومية حيث تمكّن الدول من الحد من انتشار الفساد في النواحي الاقتصادية والخدمية المختلفة (السباخي، 2012: 274)، وتكتسب الحوكمة أهمية خاصة في الدول النامية؛ حيث تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة قوة دافعة للنمو الاقتصادي، وبالتالي فإن ضعف تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشر وعدم قدرة تلك الدول على جذب الاستثمارات بشكل كامل، وفشل بعض الحكومات في تنفيذ قوانينها وتطبيق اللوائح التنظيمية، وتفشي الفساد والمحسوبية، وندرة الكوادر الوطنية المتعلمة ذات الخبرة، وعدم تطبيق معايير الشفافية داخل الشركات، فكل ما سبق كان نتيجة ضعف التطبيق الجيد للحوكمة في تلك الدول (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2010) كما أن الحاجة لحوكمة الشركات في الدول النامية يتعدى حل المشاكل الناتجة من فصل الملكية عن الإدارة إلى مواجهة موضوعات مثل: نقص حقوق الملكية، وسوء استخدام حقوق المساهمين الأقلية، ونهب الأصول، وانتهاك للعقود والتعامل الشخصي في تلك الشركات، كما أن تلك التصرفات لا تخضع للعقاب والمساءلة بسبب نقص التشريعات والإرشادات والتوجيهات السليمة لعمليات الشركات الداخلية (هيلينج وكوشتا، 2010: 31).

و يمكن القول أن هناك اهتماما، وزيادة كبيرة في تطبيق مفهوم حوكمة الشركات بين الدول وتوفير الظروف والمناخ المناسب الذي يضمن التطبيق السليم للحوكمة، وهذا يعمل على تشجيع الاستثمار في الدولة وجذب رأس المال الأجنبي لها، وقدرة الشركة على المنافسة، أيضا يعود بالفائدة الكبيرة لجميع الأطراف في الشركة.

2-1-5 فوائد حوكمة الشركات:

هناك فوائد عديدة في تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات نذكر منها الآتي : (كافي، 2013: 223).

1. تشجع الحوكمة المؤسسات على الاستخدام الأمثل لمواردها.
2. تساعد الحوكمة الشركة على تحقيق النمو المستدام وتشجيع الإنتاج.
3. تقلل الحوكمة كلفة رأس المال على الشركات حيث إن البنوك تمنح قروضا ذات نسب فائدة اقل للشركات التي تطبق أنظمة الحوكمة مقارنة مع الشركات غير الملتزمة بالحوكمة.
4. تسهل الحوكمة عملية الرقابة والإشراف على أداء الشركة عبر تحديد اطر الرقابة الداخلية وتشكيل اللجان المتخصصة وتطبيق الشفافية والإفصاح.
5. تساهم الحوكمة في استقطاب الاستثمارات الخارجية إذ أن المستثمرين الأجانب ينجذبون إلى أسهم الشركة التي تطبق أنظمة الحوكمة باعتبارها استثمارا في شركة ملزمة وشفافة، ومن ثم فان عنصر عدم التيقن يكون اقل مقارنة بالشركات الأخرى.
6. تعمل الحوكمة على استقرار أسواق المال.

2-1-6 أهداف حوكمة الشركات:

تناول كثير من الباحثين أهداف حوكمة الشركات، وتناولها(درويش، 2007: 23) وتهدف إلى تحقيق ما يلي :

1. الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء.
2. تحسين الكفاءة الاقتصادية للشركات.
3. إيجاد الهيكل الذي تتحدد من خلاله أهداف الشركة ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأهداف.

4. المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة لأداء الشركات بحيث تتحول مسؤولية الرقابة إلى كلا الطرفين وهما مجلس الإدارة للشركة والمساهمون ممثلين في الجمعية العمومية للشركة.
 5. عدم الخلط بين المهام والمسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين ومهام مجلس الإدارة ومسؤوليات أعضائه.
 6. تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة .
 7. تمكين الشركات من الحصول على تمويل من جانب عدد اكبر من المستثمرين المحليين والأجانب.
 8. إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين والاضطلاع بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.
 9. تجنب حدوث مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، ودرء حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.
- ومما سبق يتضح أن الأهداف الموضوعية تتطلب مجلس إدارة مستقل وفعال لتحقيق ومراقبة الأداء والإشراف الدقيق واستخدام الأسلوب الناجح لممارسة السلطة لكي يحارب الفساد بكل صوره ، وتعميق ثقافة الالتزام بالمبادئ والآليات الموضوعية وخلق أنظمة رقابية ذاتية ضمن إطار أخلاقي نابع من العمل والشفافية وحسن استخدام موارد الشركة لما فيه مصلحة الشركة للحرص على زيادة قدرتها التنافسية .

2-1-7 خصائص حوكمة الشركات:

تمثل الخصائص التالية السمات التي يجب أن تتوفر في حوكمة الشركات وتساعد على تكامل الجوانب الفكرية الخاصة بها، كما تساعد على تحقيق أهدافها ومزاياها المتعددة وهي: (بوقره وغانم، 2012: 9)

1. المسؤولية أمام مختلف الأطراف.
2. استقلالية مجلس الإدارة واللجان المختلفة.
3. الانضباط الذاتي والالتزام بالقوائم.
4. منع المتاجرة بالسلطة والمعلومات الداخلية للوحدة الاقتصادية.

5. حماية أصول الوحدة الاقتصادية.

2-1-8 آليات حوكمة الشركات:

هناك مجموعة من آليات تطبيق حوكمة الشركات صنفها كل من Impavido & Hess إلى آليات حوكمة داخلية وأخرى خارجية، وتعتبر هذه الآليات منبثقة عن المبادئ والقواعد لحوكمة الشركات وسيتم تناول هذه الآليات بشكل مختصر وكما يأتي: (بروشي ودهيمي، 2012: 13).

أولاً: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات

تنصب آليات حوكمة الشركات الداخلية على أنشطة وفعاليات الشركات، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف الشركة، ويمكن تصنيف الآليات الداخلية إلى ما يلي: (سليمان، 2013: 29).

1. مجلس الإدارة :

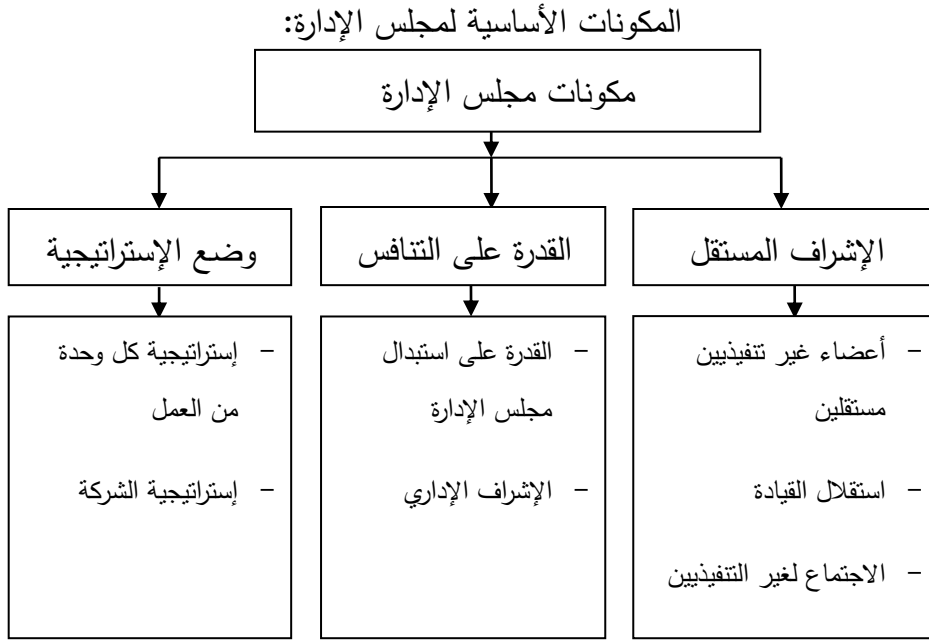
يجب أن يتولى إدارة الشركة المساهمة العامة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن خمسة، ولا يزيد على أحد عشر، ويحدّد أن تعكس تركيبة المجلس المساهمين، وتعبّر عن نسبة توزيع رأس المال، وعليه يجوز لعدد من صغار المساهمين والذين يحملون 10% من أسهم الشركة أن ينتخبوا ممثلاً لهم في مجلس الإدارة، شريطة أن يقدموا مرشحين عدة لهذا المركز، كما يجب أن لا تزيد مدة مجلس الإدارة على أربع سنوات تنتهي بانتخاب مجلس جديد (اللجنة الوطنية للحوكمة، 2009: 20).

إن مجلس الإدارة سوف يقوم بصفة محددة نيابة عن المستثمرين بمساءلة المديرين ومحاسبتهم عن أدائهم لتحقيق أهداف الشركة وتحقيق مصالح المستثمرين، ولهذا يجب إعطاء درجة كافية من الاستقلالية لمجلس الإدارة تمكنه من تقنين قدرته في رقابة المديرين وفصلهم إذا لم يحققوا الأداء المطلوب (سليمان، 2006: 95).

ويُعدّ مجلس الإدارة أحسن أداة لمراقبة سلوك الإدارة، إذ انه يحمي رأس المال المستثمر في الشركة من سوء الاستعمال من قبل الإدارة، وذلك من خلال صلاحياته القانونية في تعيين ومكافأة الإدارة العليا، كما إن مجلس الإدارة القوى يشارك بفاعلية في وضع استراتيجيه الشركة، ويقدم الحوافز المناسبة للإدارة، ويراقب سلوكها ويقوم بأدائها، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة ولكي تكون هذه المجالس فعالة ينبغي أن تكون في الموقف الذي يؤهلها للعمل

لمصلحة الشركة، وفي ذات الوقت تأخذ الأهداف الاجتماعية للشركة بعين الاعتبار، كما يجب أن تمتلك السلطة اللازمة لممارسة أحكامها الخاصة بعيداً عن التدخلات السياسية والبيروقراطية في شؤونها، وتقوم باختيار الإدارة العليا، فضلاً عن الإشراف المستمر على أداء الشركة والإفصاح عن ذلك.

الشكل رقم (2-2)



المصدر: (سليمان، 2006: 98)

ولكي يتمكن مجلس الإدارة من القيام بواجباته والمراقبة، يلجأ إلى إنشاء مجموعة من اللجان من بين أعضائه غير التنفيذيين، والميزة الرئيسية لهذه اللجان أنها لا تحل محل مجلس الإدارة فهي تقوم برفع تقرير مفصل للمجلس بالتالي فالمجلس هو صاحب القرار النهائي والمسؤولية الكاملة (سليمان، 2006: 115).

و قام الإتحاد القومي لمديري الشركات ومؤسسة إيرنست أند يونغ بوضع الوصايا العشر التالية لمساعدة مجالس إدارة المنشأة على تحسين ممارسات الحوكمة بها وفقاً لما تحتاج إليه كل شركة، منها: (درويش، 2007: 105).

1- التفكير في إضافة أشخاص خارجيين مستقلين لملء الفجوات في الخبرة ولضمان إشراف أكثر استقلالاً على اتخاذ القرارات في مجلس الإدارة.

2- التفكير في جميع مراحل تطور الشركة في إنشاء لجنة دائمة للمراجعة و لتحديد المرتبات والترشيحات الوظيفية و كل هذه اللجان الثلاث معاً للتركيز بشكل أكبر على تلك الموضوعات.

3- ضرورة الموازنة بين التركيز على التخطيط الاستراتيجي والإشراف القوي على النواحي الرئيسية مثل إدارة المخاطر والموارد البشرية وتداول المناصب الإدارية.

4- وضع آلية يمكن عن طريقها تحديد الاختصاصات والسلطات التي يحتاج إليها مجلس الإدارة والتأكد من حصول المجلس عليها.

5- البحث عن أعضاء جدد لمجلس الإدارة للسعي إلى ضم مرشحين من ذوي النزاهة والخبرة في الصناعة والاتصالات القوية.

6- وضع إرشادات للعمل في مجلس الإدارة مع التأكد على قيام أعضاء مجلس الإدارة المحتملين بتخصيص الوقت اللازم للعمل في المجلس.

7- زيادة درجة الأداء من خلال زيادة عدد الاجتماعات و الوقت المخصص للإعداد للاجتماعات.

8- التركيز على المعلومات مع التركيز في الوقت نفسه على هيكل وآليات عمل مجلس الإدارة.

9- التفكير في تحديد مستوى معين كحد أدنى لملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم المنشأة لتحقيق قدر أكبر من التوازن بين مصالحهم ومصحة الشركة وأصحابها.

10- إتباع الوصايا السابقة بقدر من الحساسية ليتناسب مع مستوى نضج الشركة والبحث عن الحلول الأفضل ملائمة مرحلة الحياة التي بلغتها الشركة.

ونلاحظ أن لمجلس إدارة الشركة دوراً مهماً في تحقيق حوكمة الشركات، وذلك من خلال استقلال المجلس، والفصل بين رئيس المجلس والمدير التنفيذي لعدم تركيز القرارات عند شخص واحد والقدرة على الرقابة والإشراف، وان يكون حجم المجلس مناسباً بحيث يشمل المهارات والخبرات المناسبة والتوازن على أن لا يسيطر كبار المساهمين على مجلس الإدارة، وتحديد الاجتماعات المناسبة والكافية لدراسة ومتابعة مجريات العمل في الشركة على أن لا يقل عن أربعة اجتماعات في السنة، وأيضاً تشكيل لجان مستقلة من المجلس مثل : لجنة تعيين الأعضاء ولجنة المكافآت ولجنة المراجعة.

2. لجنة التدقيق (لجنة المراجعة):

تتشكل لجان المراجعة من مجالس إدارة الشركة وتحظى باهتمام العديد من الدول مثل الولايات المتحدة الأمريكية ، وكندا ، والمملكة المتحدة ، وأستراليا وغيرها من الدول ، وهي تعتبر من المفاهيم الحديثة ، كما توصى العديد من المنظمات المهنية بتكوينها نظراً للدور الذي تقوم به في مراقبة عمليات التقرير المالي والإفصاح لحملة الأسهم والتأكد من مصداقيتها ، وكذلك في تدعيم استقلال عملية المراجعة ، الأمر الذي حدا ببعض الدول إلى إصدار التشريعات الملزمة لوجودها داخل شركات المساهمة العاملة بها (Wild, 1994:2) .

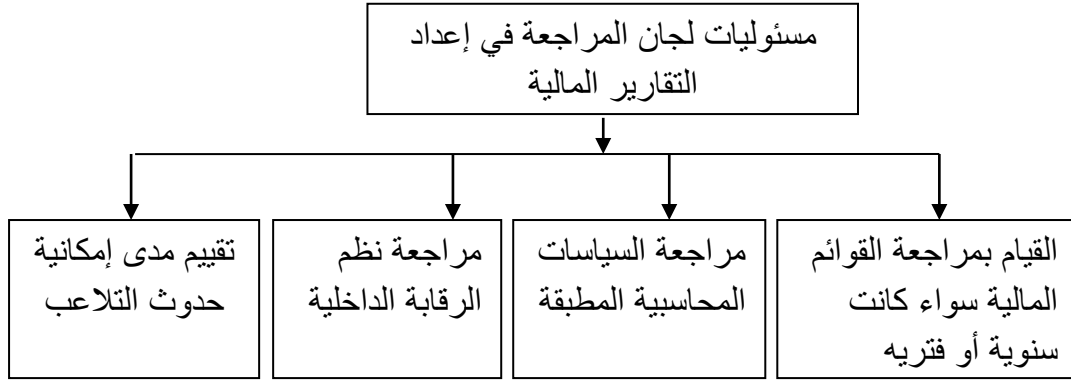
و عرف اشرف حنا ميخائيل لجنة التدقيق بأنها " لجنة منبثقة عن مجلس الإدارة، تتكون من عدد من الأعضاء غير التنفيذيين، ويحضر اجتماعات هذه اللجنة المدققين الداخليين والخارجيين إذا اقتضى الأمر ذلك، وتفوض هذه اللجنة صلاحيات العمل طبقاً للأحكام التي يقرها مجلس الإدارة، وترفع تقاريرها الدورية إلى رئيس مجلس الإدارة (ميخائيل، 2000: 32).

و طرحت فكرة إنشاء وتكوين لجان المراجعة بغرض زيادة مصداقية القوائم المالية التي تعدها الإدارة للمساهمين والمستثمرين (Wild, 1994:4) وكذلك لمساندة الإدارة العليا للقيام بمهامها المنوط القيام بها بكفاءة وفعالية ، ولتدعيم استقلالية المراجع الداخلي ، وحماية حيادية المراجع الخارجي، فضلاً عن تحسين جودة أداء نظام الرقابة الداخلية ، وما سينتبعه من رفع كفاءة أداء عملية المراجعة (Vinten, 1993:11)

وبتمثل دورها في زيادة الثقة والشفافية في المعلومات التي تصفح عنها الشركات، وذلك من خلال إعدادها التقارير المالية وأشرافها على وظيفة التدقيق الداخلي في الشركات، وكذلك دورها في دعم هيئات التدقيق الخارجي وزيادة استقلاليتها فضلاً عن دورها في التأكيد على الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات (سليمان، 2013: 29) .

الشكل رقم (2-3)

مسئوليات لجان المراجعة في إعداد التقارير المالية:



المصدر: (سليمان، 2006: 177)

كما حظي موضوع لجان المراجعة من حيث أهميتها وتشكيليتها وتحديد مسؤولياتها وواجباتها باهتمام العديد من المنظمات المهنية والهيئات التشريعية والهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية بالدول المتقدمة مثل : المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) اللجنة القومية للحد من الغش في القوائم المالية ، (NCFF) هيئة تداول الأوراق المالية بأمريكا (SEC)، المعهد الكندي للمحاسبين القانونيين (CICA)، ومعهد المراجعين الداخليين بإنجلترا وأمريكا (IIA-UK&USA) وغيرهم (سامي، 2009: 19) ، وفي دراسة ميدانية قام بها (John, 2002) توصل إلى أن 51% من العينة المختارة من المديرين التنفيذيين بالولايات المتحدة الأمريكية ، و 32% من العينة المختارة من المديرين التنفيذيين بدول أوروبا الذين أكدوا على أهمية الدور الفعال للجان المراجعة في تدعيم سلوك المديرين التنفيذيين ، ويضيف كل من (Larry&Dich, 2002) أنه يتعين على لجان المراجعة الاضطلاع بمهام الإشراف على عمليات المراجعة الخارجية فضلاً عن المراجعة الداخلية (سامي، 2009: 20) .

ويوجد شبه اتفاق على ضرورة أن تقتصر عضوية لجان المراجعة على الأعضاء غير التنفيذيين، وذلك لما لهم من استقلالية عن إدارة الشركة، حيث أظهرت العديد من الدراسات أن مقدرة أعضاء مجلس الإدارة في الرقابة على إدارة الشركة تتأثر بدرجة كبيرة على درجة الاستقلالية المتوفرة في هؤلاء الأعضاء ، وجدير بالذكر أن هناك العديد من التوصيات في كل من الولايات المتحدة وإنجلترا ركزت على أهمية إنشاء لجان المراجعة بحيث تكون عضويتها قاصرة فقط على الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين، حيث قامت "Blue Ribbon"

”Committee” بوضع تعريف للاستقلال بالنسبة للأعضاء الذين ينضمون إلى لجان المراجعة، وأوضحت أن أعضاء المراجعة يتم اعتبارهم مستقلين إذا لم تكن لديهم أي علاقة بينهم وبين إدارة الشركة من شأنها التأثير عليهم في أداء واجباتهم (سليمان، 2006: 150).

كما أن عدد المرات التي تجتمع فيها لجنة المراجعة خلال العام تعتبر مقياسا مهما على قدرة اللجنة في الوفاء بمسئولياتها، حيث يجب على كل لجنة مراجعة أن تقرر لنفسها عدد اجتماعاتها والزمن الذي يستغرقه كل اجتماع وفقا لما تعتقد انه ضروري للوفاء بشكل ملائم بمسئولياتها في المواعيد المطلوبة (سليمان، 2006: 153).

3. لجنة المكافآت:

توصي اغلب الدراسات الخاصة بحوكمة الشركات والتوصيات الصادرة عن الجهات المهتمة بها بأنها يجب أن تشكل لجان المكافآت من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، وتضمنت إرشادات منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية (OECD) تأكيدا على ضرورة أن تكون مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا معقولة، وذلك لضمان تعزيز مصالح الشركة في الأمد البعيد من خلال جذب المهنيين من ذوي الكفاءات العالية (بروش، ودهيمي، 2012: 15).

ويشكل المجلس من أعضائه لجنة مكافآت تشمل في عضويتها عضوا واحدا على الأقل من الأعضاء المستقلين، ويكون الآخر/ الآخرون من أعضاء المجلس غير المتفرغين للعمل في الشركة .

وتساعد هذه اللجنة مجلس الإدارة في وضع سياسة لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين البارزين، بما يراعي حجم أداء كل منهم، ويوازن بين مصالحهم من ناحية، ومصالح الشركة والمساهمين من ناحية أخرى وبما ينسجم والمكافآت الممنوحة من قبل الشركات العاملة في القطاع نفسه في السوق ، و أن تعرض تلك المكافآت على الهيئة العامة لاتخاذ القرار المناسب بشأنها، و أن يحضر رئيس هذه اللجنة اجتماع الهيئة العامة للإجابة عن استفسارات المساهمين بهذا الخصوص (اللجنة الوطنية للحوكمة، 2009: 26)

4. لجنة التعيينات:

يجب أن يتم تعيين أعضاء مجلس الإدارة والموظفين من بين أفضل المرشحين الذين تتلاءم مهاراتهم وخبراتهم مع المهارات والخبرات المحددة من الشركة، وتتمثل واجبات هذه اللجنة في

تحديد أفضل المرشحين المؤهلين وتقوم باستمرار بتوخي الموضوعية في عملية التوظيف وكذلك الإعلان عن الوظائف المطلوب إشغالها (سليمانى، 2013: 29).

5. التدقيق الداخلي:

تؤدي وظيفة التدقيق الداخلي دوراً مهماً في عملية الحوكمة وذلك بزيادة قدرة المواطنين على مساءلة الشركة، حيث يقوم المدققين الداخليين من خلال الأنشطة التي ينفذونها بزيادة المصداقية والعدالة و تحسين سلوك الموظفين والعاملين في المؤسسات المملوكة للدولة وتقليل مخاطر الفساد الإداري والمالي. (بوقرة، غانم، 2012: 14).

ثانياً: الآليات الخارجية لحوكمة الشركات:

تتمثل آليات حوكمة الشركات الخارجية بالرقابة التي يمارسها أصحاب المصالح الخارجية على الشركة والضغوط التي تمارسها المنظمات الدولية المهتمة بهذا الموضوع، حيث يشكل هذا أحد المصادر الكبرى المولدة لضغط هائل من أجل تطبيق قواعد الحوكمة، ومن أمثلة ذلك ما يلي : (سليمانى، 2013: 30)

• منافسة سوق المنتجات :

فهي تهدف سلوك الإدارة، وخاصة إذا كانت هناك سوق فعالة للعمل الإداري للإدارة العليا.

• الاندماج والاكساب :

فهي من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم.

• التدقيق الخارجي:

يساعد على تحسين نوعية الكشوفات المالية.

• التشريعات والقوانين:

حيث تؤثر بعض التشريعات على الفاعلين الأساسيين في عملية الحوكمة.

❖ الكود الموحد لحوكمة الشركات بانجلترا:

في يوليو من عام 2003م اصدر مجلس إعداد التقارير المالية Finamcial Reporting Council (FRC) الكود الموحد في حوكمة الشركات ويحتوي على مجموعة من المبادئ الأساسية والمساعدة بالإضافة إلى الاشتراطات اللازمة والتي توضح طريقة تعيين أعضاء مجلس الإدارة واستقلالية أعضائه وكيفية تقييم عملهم وذلك بالإضافة إلى توضيح

كيفية تحديد مستوى المكافآت التي يحصلون عليها، والتأكيد على ضرورة إنشاء لجنة المراجعة مع توضيح الدور والمهام التي يجب أن تقوم بها ، ونستعرض فيما يلي بعض من المبادئ الأساسية والمساعدة والاشتراطات اللازمة التي وردت في الكود الموحد لحوكمة الشركات بانجلترا وهي: (سليمان، 2006: 60)

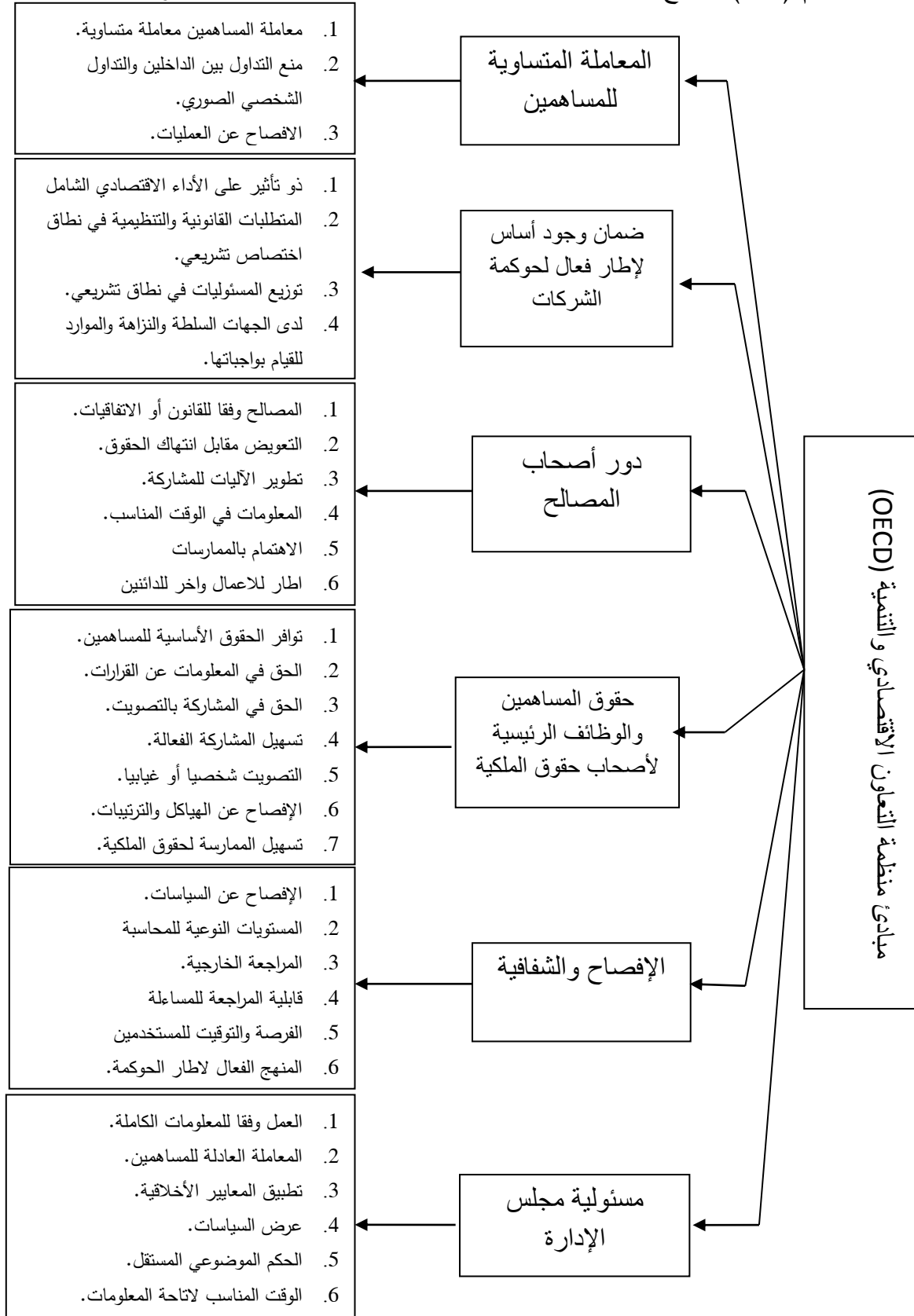
- كل شركة يجب أن تدار عن طريق مجلس إدارة فعال، ويكون مسئولاً بصفة جماعية عن نجاح الشركة.
 - يجب أن يكون هناك فصل واضح بين مسئولية إدارة مجلس الإدارة وبين مسئولية الإدارة التنفيذية لأعمال الشركة، وألا ينفرد احد بسلطة اتخاذ القرار .
 - يجب أن يكون حجم مجلس الإدارة مناسباً بحيث يشمل علي المهارات والخبرات المناسبة لطبيعة عمل الشركة.
 - يجب علي مجلس الإدارة إنشاء لجنة المكافآت بحيث تتكون من ثلاثة أعضاء، وفي حالة الشركات الصغيرة من عضوين، من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين المستقلين، ويجب على اللجنة أن توضح الدور الذي تقوم به وحدود السلطة المفوضة إليها من قبل مجلس الإدارة في العقد الخاص بإنشائها.
 - يجب على مجلس الإدارة إنشاء لجنة المراجعة والتي تتكون على الأقل من ثلاث أعضاء، وفي حالة الشركات الصغيرة عضوين، من أعضاء مجلس الإدارة الغير تنفيذيين المستقلين وأن يكون للعضو خبرة في المحاسبة والمراجعة.
- ومن السطور السابقة تم التعرف على الآليات سواء كانت الآليات الداخلية أو الآليات الخارجية أو ما ورد في الكود الموحد لحوكمة الشركات من مبادئ أساسية أو مساعدة والتي تطبق في انجلترا هي باعتبارها من آليات حوكمة الشركات، و يمكن أن نأخذها في قياس مدى تطبيق الشركات لحوكمة الشركات في الدول العربية .

2-1-9 مبادئ حوكمة الشركات:

تعد منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية (OECD) من أولى المنظمات التي أصدرت مبادئ حوكمة الشركات سنة 1999م، ثم أصدرت النسخة المعدلة منها في عام 2004م، حيث اعتمدت معظم دول العالم على هذه المبادئ في تطوير دساتير حوكمة الشركات فيها، وتنقسم هذه المبادئ إلى ستة مبادئ رئيسية: (G20/OECD Principles, 2015)

1. تأكيد أساس الإطار الفعال لحوكمة الشركات : يتعين أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تنمية أسواق تتسم بالشفافية والكفاءة، كما يتعين أن يتمشى مع حكم القانون وأن يوضح تقسيم المسؤوليات بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.
2. حقوق المساهمين : يمتلك المساهمون الحق في المشاركة أو على الأقل الإحاطة علماً بالقرارات المتصلة بالتغييرات الأساسية في الشركة، كما ينبغي أن تتاح للمساهمين فرص المشاركة الفعالة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين، كما ينبغي إحاطتهم علماً بالقواعد التي تحكم اجتماعات المساهمين ويتعين الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن إعدادات المساهمين لممارسة درجة من الرقابة لا تتناسب مع حقوق الملكية التي يحوزونها.
3. المعاملة المتكافئة للمساهمين: يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة و منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية، كما ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة.
4. دور أصحاب المصالح : ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يعترف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تنشأ نتيجة لاتفاقيات متبادلة، وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة وفرص العمل واستدامة الشركات السليمة مالياً.
5. الإفصاح والشفافية: ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يضمن القيام بالإفصاح السليم والصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي والأداء وحقوق الملكية وحوكمة الشركة.
6. مسؤوليات مجلس الإدارة: وتشمل مجلس هيكل الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

الشكل رقم (4-2) يوضح مبادئ منظمة التعاون والتنمية فيما يخص حوكمة الشركات:



المصدر: (منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية 2004: OECD)

ويتضح أن هذه المبادئ تعتبر الإطار العام لآليات حوكمة الشركات ، وهي بمثابة المرجع الأساس لأي جهة تأخذ في تطبيق حوكمة الشركات، وتعتبر ملزمة لجميع الشركات التي تطبق الحكم الرشيد والجيد، وعلى المشرع أن يدرج هذه المبادئ في قانون الشركات، لأنها تخدم أصحاب المصالح في الشركات.

2-1-10 حوكمة الشركات في فلسطين:

بدأ العمل المؤسسي في حوكمة الشركات 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.

وعملت اللجنة الوطنية لحوكمة الشركات على تشكيل فريق فني للعمل على صياغة مدونة قواعد حوكمة الشركات وفقا لأسس وخطة عمل وضعت من قبلها، وقد تمثل هدف الفريق في إعداد قواعد لحوكمة الشركات، بما يتفق والظروف والتشريعات السائدة في فلسطين، مع مراعاة المبادئ المستقرة في مجال حوكمة الشركات على الصعيدين الإقليمي والدولي.

وتم إصدار مدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين نهاية العام 2009 بحيث أصبحت نافذة منذ ذلك التاريخ، وتعتبر اللجنة الوطنية لحوكمة الشركات الجهة العليا التي أقرت وأصدرت مدونة قواعد حوكمة الشركات، وحيث أن هذه المدونة تسري على الشركات المساهمة العامة والمؤسسات المالية التي تنطوي تحت إشراف هيئة سوق رأس المال ورقابتها، فإن الهيئة هي الجهة المخولة بمتابعة تنفيذ والتزام الشركات بالقواعد الواردة في المدونة. وفيما يخص القطاع المصرفي، عملت سلطة النقد الفلسطينية على إصدار قواعد إرشادية لحوكمة البنوك العاملة في فلسطين (هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، 2012: 13).

واستندت مدونة قواعد حوكمة الشركات إلى المبادئ الأساسية الصادرة عن منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، في حين اشتملت المدونة على نوعين من القواعد، القواعد الإلزامية (وهي القواعد التي تستند إلى نصوص تشريعية صريحة، وهنا يكون التطبيق إلزاميا من قبل الشركات تحت طائلة المسؤولية القانونية). وهناك القواعد الاختيارية والتي تتكون من شقين: قواعد اختيارية تتسجم مع الممارسات الدولية في مجال حوكمة الشركات ولا تتعارض مع أي نص تشريعي صريح، أو على الأقل تكون واحدا من الاحتمالات التي يجيزها نص تشريعي ما، وهنا يكون التطبيق طوعيا من قبل الشركات ضمن مقولة "الالتزام وتفسير عدم الالتزام" في حين يشتمل الشق الآخر من القواعد الاختيارية على مجموعة من القواعد التي

تتسجم مع الممارسات الدولية في مجال حوكمة الشركات، ولكنها تتعارض مع نصوص تشريعية صريحة، حيث تمت التوصية بضرورة تعديل التشريع القائم ليتناسب مع هذه الممارسات (هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، 2012: 13).

ملخص البحث الأول:

رغم تعدد تعريفات الحوكمة توصلنا إلي تعريف شامل لحوكمة الشركات على أنها مجموعة من الأنظمة والقواعد والآليات التي تخدم احتياجات المساهمين وأصحاب المصالح، من خلال مراقبة وتوجيه وتقويم الإدارة التنفيذية، لتحقيق الجودة والتميز في الأداء والقدرة على المنافسة والمساهمة في النمو والاستقرار المالي من خلال بناء الثقة عند أصحاب المصالح ، وهناك أربعة أطراف معنية بتطبيق حوكمة الشركات وهي المساهمين ومجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وأصحاب المصالح ، ثم تطرقنا إلي فوائد وأهمية وأهداف وخصائص حوكمة الشركات ، وأخيرا أسهبنا في الحديث عن مبادئ وقواعد واليات حوكمة الشركات، حيث من اجل التطبيق السليم للحوكمة يجب تطبيق مجموعة من الآليات المتمثلة في آليات داخلية وخارجية وما ورد في الكود الموحد لحوكمة الشركات من مبادئ أساسية أو مساعدة والتي تطبق في إنجلترا.

المبحث الثاني

الهيكل المالي

0-2-2 تمهيد

1-2-2 مفهوم الهيكل المالي

2-2-2 محددات الهيكل المالي

3-2-2 مكونات الهيكل المالي

4-2-2 السياسات التمويلية للشركة

5-2-2 العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

ملخص المبحث الثاني

0-2-2 تمهيد

إن الاهتمام بهيكل التمويل هو من صميم التخطيط المالي للمشروع ، حيث تسعى المؤسسات بشكل عام والمشاريع الاقتصادية بشكل خاص للحصول على الأموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل تكلفة ممكنة، وفي الوقت المناسب ، الأمر الذي يساعدها على تحقيق الكفاية الإنتاجية ، كما يعطيها الرؤية الواضحة في التعامل والتفاوض مع القنوات المالية المختلفة (الهواري، 1976: 162).

1-2-2 مفهوم الهيكل المالي:

لا بد في البداية أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي (Financial Structure)، والذي يظهر كيفية قيام الشركة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال (Capital Structure)، والذي يعرف بالتمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للشركة (الحناوي، العبد، 2004: 320).

وتوجد عدة تعريفات مختلفة للهيكل المالي نذكر منها ما يلي :

يقصد بالهيكل المالي الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة والمتمثلة في الموارد الدائمة (لزغم، 2012: 30).

ويعرف الهيكل المالي على انه " هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية (النعيمي، والتميمي، 2009: 349).

و يقصد بالهيكل المالي تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل (هندي، 1997: 493).

ويمكن تعريفه بأنه " يتعلق بكيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات الشركة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية ، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها الشركة ، أي أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وسواء كانت من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل (الميداني، 1993: 555).

و يمكن تعريف الهيكل المالي (أو البنية المالية) للمؤسسة بأنه الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها (خبيزة، 2012: 30).

يتضح من التعريفات السابقة أن هيكل التمويل يتكون من: أموال ملكية - أي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المنشأة - ومصادر أخرى هي: الأسهم ، والأرباح المحتجزة والاحتياطيات النقدية ، أموال مقترضة وهي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المنشأة، ومن أنواعها الائتمان التجاري ، والقروض المصرفية القصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل والسندات التي تصدرها المنشأة كنوع من القروض طويلة الأجل.

2-2-2 محددات الهيكل المالي:

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة إلى أخرى، فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة ، وهذه الاختلافات تكون نتيجة للعديد من العوامل المتنازعة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المؤسسة (خبيزة، 2012: 24).

وبالتالي يمكن تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين: عوامل خارجية وعوامل داخلية، على النحو التالي:

أولاً: المحددات الخارجية للهيكل المالي:

يقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة والتي لا يمكن التحكم فيها عادة ، و بالتالي لا يتطلب الأمر سوى التكيف معها ، و تتمثل هذه العوامل فيما يلي:

1. الحالة الاقتصادية :

و هي التي قد تم ربطها بالالتزامات و أموال الملكية، و التي في حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة أقل منها فإن المؤسسة تتعرض إلى مخاطر أكبر في حالة حدوث انكماش اقتصادي، و لكنها تتمتع بعائد أكبر في حالة الراج الاقتصادي، و بالتالي يتعين على الإدارة الموازنة بين العائد و المخاطر الاستثمارية عند دراستها و تقديرها للهيكل المالي وتتضمن ما يلي:

- الدورات التجارية:

تتسم الدورة التجارية بوجود فترتين: فترة كساد و فترة رواج، ففي ظل فترات الكساد يجب تخفيض حجم القروض في الهيكل المالي، نظراً لانخفاض الربحية بسبب انخفاض معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض، أما في أوقات الراج حيث يرتفع معدل

العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض، فإنه يكون من الأفضل زيادة الاعتماد على القروض إلى الحد المناسب، على أن يكون هناك تخطيط يستوعب حدوث أي تقلبات (جمعة، عبد السميع، 2001: 248).

- ظروف أسواق رأس المال:

حيث يركز على مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه في الأسواق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية وهي أسهم ممتازة أو عادية أو سندات والتي يناسبها تمويل معين و يمتد تأثيرها إلى درجة إمكانية تغيير الهيكل المالي (جمعة، عبد السميع، 2001 : 249).

- الوفر الضريبي:

من العوامل التي تشجع المؤسسة على الاقتراض (استخدام التمويل المقترض) هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفرة الضريبية وهي الناتج عن ظهور الفوائد في قائمة الدخل ، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة، وعليه كلما زادت قدرة المؤسسة على تحقيق وفرة ضريبية زادت رغبتها في الاعتماد على القروض في التمويل ، في المقابل فإن المؤسسة التي لا تدفع أي ضريبة لسبب من الأسباب مثل تمتعها بالإعفاء الضريبي، فإن المركز الضريبي للمؤسسة لا يشجعها على الاقتراض لأنها لا تحقق أي وفرة ضريبية لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة. (النعيمي، التميمي، 2008: 405)

2. خصائص الصناعة: وتتضمن ما يلي: (جمعة، عبد السميع، 2001: 250)

- التقلبات الموسمية:

إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالموسمية ، فإن المؤسسة يجب أن تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي، و بالتالي يجب أن يزيد اعتمادها على الديون قصيرة الأجل، لأنه يتوجب على المؤسسة الملائمة بين مصدر التمويل و طبيعة استخدامها.

- درجة حساسية المبيعات للدخل القومي:

إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالحساسية لتغيرات الدخل القومي ، فإنه يتعين عدم التمادي في الاقتراض طويل الأجل ، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على دخل

الملاك ، فضلاً عن احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد و من ثم يكون التمويل الذاتي و الاقتراض قصير الأجل أكثر قبولاً لمواجهة حالات التوسع و الانكماش.

- دورة حياة الصناعة:

يختلف شكل الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تمر بها الصناعة، حيث تمر الصناعة عادة بالمراحل التالية: مرحلة الانطلاق، النمو، النضج و التدهور، فكل مرحلة من هذه المراحل تؤثر على شكل الهيكل المالي، بحيث أن في مرحلة الانطلاق يفضل الاعتماد على الأسهم العادية و ذلك لزيادة احتمالات الفشل، أما في مرحلة النمو يزداد الاهتمام بعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها... الخ .

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل لجميع المؤسسات، و لكن هناك هياكل مثلى يمكن تطبيقها على مستوى أي صناعة من الصناعات و ذلك طبقاً لمخاطر التشغيل التي تواجهها هذه الصناعة، و وفقاً لخصائص هيكل أصولها.

3- خصائص المؤسسة ذاتها: وتتضمن التالي: (جمعة، عبد السميع، 2001: 252)

- طبيعة المؤسسة القانونية:

يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية و شركات الأشخاص إلى عدم الاعتماد على القروض، خوفاً من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، و وفقاً لمبدأ المسؤولية غير المحدودة ، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، و ذلك بسبب إستمرارها و عدم ارتباط بقائها ببقاء الملاك، الذين يفضلون معيار الأمان على معيار الدخل.

- حجم المؤسسة:

يعتبر هذا العامل وثيق الصلة بالطبيعة القانونية، لأنه في الغالب تكون المؤسسات الفردية و شركات الأشخاص ذات حجم صغير نسبياً و ذلك بالمقارنة مع شركات الأموال التي تكون ذات أحجام كبيرة نسبياً، فالمؤسسات الفردية تعتمد على الأموال الخاصة لأنها قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل و حتى لو تحصلت عليها فتجدها بفائدة مرتفعة و شروط غير ملائمة ما يجعل هيكلها غير مرن، و قد تلجأ إلى الاقتراض كأحد متطلبات النمو حتى لا يفقد الملاك سيطرتهم على المؤسسة.

ثانيا : المحددات الداخلية للهيكل المالي:

ويقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة، و التي تخضع لسيطرة المؤسسة، و نذكر منها :

1. مستوى المبيعات:

تستطيع المؤسسة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي أن تعتمد على التمويل عن طريق القروض، أن تتحمل تكاليف ثابتة أخرى مثل المؤسسات التي تتسم بعدم مبيعاتها، و تأسيسا على ذلك فإن مؤسسات المنافع العامة التي تتميز باستقرار الطلب على منتجاتها يمكنها في غالبية الأحوال استخدام نسب عالية من الرفع المالي (الاقتراض) مقارنة بالمؤسسات الصناعية، أما فيما يخص نمو المبيعات فإن زيادة معدل المبيعات بنسبة معينة يزيد ربحية السهم، إذ يمكن للمؤسسة التي تتميز بنمو مبيعاتها أن تعتمد على القروض، لأنه عادة تكون تكلفته أقل من إصدار أسهم جديدة، في حين يرى البعض أن في حالة زيادة صافي الربح فإن الاعتماد على الديون سيكون محدودا أو ثابتا عند نسبة محددة من إجمالي الأصول أو من قيمة حقوق الملكية، لزيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة (جمعة، عبد السميع، 2001: 253).

2. التحكم أو السيطرة:

يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز و قدرة الإدارة في الرقابة لما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة و لا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، و في حالة أئتم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهما جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها و من ثم التعرض إلى الإفلاس الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم بالمؤسسة، و كذلك فإن تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ و الاستيلاء عليها من مستثمرين آخرين، و بالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيرا على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة . (اندرأوس، 2006: 405)

3. المخاطر المالية:

ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، حيث أنه كلما ارتفعت المخاطر المالية زاد عدم قدرتها على السداد والتي تواجهها المؤسسة قبل اعتمادها على التمويل باستخدام الاقتراض.

4. توجهات الإدارة:

إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة و الجرأة مقارنة بغيرهم حيث يعتمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المؤسسة، على عكس بعض المديرين الذين يتميزون بالتحفظ و يعتمدون على القروض بشكل حذر (اندرأوس، 2006: 403).

5. المرونة التمويلية:

وهي قدرة المؤسسة على الحصول على القروض و ذلك بشروط ملائمة و أسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف، لأنه من المعروف أن المقرض دائما يبحث عن المؤسسة (المقترض) ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه خاصة في الظروف الاقتصادية الرديئة، وعليه فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين، و المرونة التمويلية غير متوفرة، فهذا يعني هيكل مالي بنسبة دين أقل (النعيمة، والخرشة، 2007: 438).

6. سيولة الأصول:

ترجع أهميته إلى أثره في تحديد استحقاقات الدين، و كذلك نسبة الديون في هيكل التمويل، إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الاعتماد على القروض بنسبة أكبر لأنه كلما كانت الأصول أقل سيولة كانت أقل مرونة في خدمة القرض، هذا بالإضافة إلى مدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل أي إذ ا كانت الأصول المتاحة للمؤسسة تصلح لاستخدامها كضمان للأصل.

7. التدفقات النقدية:

إن استقرار التدفقات النقدية وفقا للدورة النقدية للمؤسسة يمكن من التخطيط الجيد لسداد الالتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها، و يرتبط استقرار التدفقات النقدية ارتباطا وثيقا بتحديد المقدار الأمثل من القروض الذي ينتج عنه الوضع الأمثل لحملة الأسهم، هذا يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات النقدية الخارجة المترتبة على أعباء خدمة القرض ، و ما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها ، و ذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي. (جمعة، عبد السميع، 2001: 254).

8. التوقيت:

يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة ، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للمؤسسة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة ، و هذا يعطي للمؤسسة حرية أكبر من تحديد مبلغ الأموال و فترة الحاجة إليه ، و شروط الحصول عليه ، كما أن التعرف

على الحاجة للأموال في توقيت سليم يسمح للمؤسسة بالحديث عن المصادر البديلة و المفاضلة بينها لاختيار أفضلها.

9. الملائمة:

و يقصد بها ملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول ، أي يجب أن يكون اختيار مصدر التمويل متماشيا و متناسبا مع نوع الاستخدام، فمثلا يتم تمويل العمليات طويلة الأجل بمصادر تمويلية طويلة الأجل، و يرجع ذلك إلى ضرورة المواءمة و التنسيق بين الطبيعة الزمنية لطبيعة الأصل و للأموال اللازم الحصول عليها.

10. التكلفة:

لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (خاصة المديونية) إلا إذا تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر (جمعة، عبد السميع، 2001: 261).

2-2-3 مكونات الهيكل المالي (مصادر التمويل):

يمكن للشركة توفير الأموال عن طريق مصادر مختلفة لتمويل استثماراتها ، نذكرها فيما يلي:
أولاً: مصادر التمويل المقترض قصير الأجل:

يطلق مصطلح الديون قصيرة الأجل على مجموعة الديون التي تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال و تكون قصيرة الأجل لأنها لا تتجاوز السنة، و توجد العديد من أنواع الديون في المدى القصير و التي نذكر منها ديون الاستغلال.... الخ (Faarder, 2002:25).

و لقد عرف التمويل قصير الأجل على أنه ذلك الالتزام الذي يتوجب سداه خلال مدة زمنية لا تزيد عن السنة الواحدة، و تنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين الأول الائتمان التجاري والثاني الائتمان المصرفي، نوضحها فيما يلي:

(1) الائتمان التجاري :

إنه نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المنشأة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية، وتعتمد المنشآت على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي وغيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل، بل وقد يكون المصدر الوحيد المتاح لبعض المنشآت (Brigham, 1989: 740).

وتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري، أو شكل الكمبيالة أو السند الاذني، و جميع هذه الأشكال تمكّن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاجه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في وقت آجل، و تتفاوت شروط هذا الائتمان ، من أمثلتها: الدفع نقدا قبل الاستلام، و الدفع عند الاستلام، السداد الشهري و السداد الموسمي...الخ، وعادة ما تكون تكلفة الائتمان التجاري مرتفعة (خبيزة، 2012: 31).

(2) الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي في هذا الصدد القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المنشأة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل (Brigham, 1989: 744).

ثانيا: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل:

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة و بأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق المالية ، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها ، وبناء على ما تقدم فإن التمويل المقترض طويل الأجل يعدّ من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات و من أهم هذه المصادر: القروض طويلة الأجل و السندات والاستئجار.

(1) القروض طويلة الأجل:

تحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية، حيث يتم الحصول على القروض عن طريق التفاوض المباشر إذ يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما ، و يتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه (خبيزة، 2012 : 31).

والسبب الرئيسي للاقتراض طويل الأجل هو تامين الشركة للتمويل اللازم لها والمصدر البديل للاقتراض طويل الأجل هو الزيادة في رأس المال وهناك أسباب تجعل الشركة تلجأ إلي الاقتراض منها (عقل، 2000: 140-141).

- عدم القدرة على طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.

- عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة الشركة.

- يعطي مرونة أكثر من القروض قصيرة الأجل.
 - ضعف الطلب في السوق المالي واحتمالات عدم تغطية الإصدار.
 - كونه أقل كلفة من إصدار الأسهم.
 - يوفر للشركة الاقتراض قصير الأجل.
- (2) السندات:

تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل ، ويمثل السند صكاً مالياً تصدره المؤسسة المقترضة للأموال ، تتعهد بموجبه بدفع فائدة دورية للمقرض (المستثمر) ، وأيضاً تسديد قيمة السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند ، ويعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها : المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها له سواء حققت أرباحاً أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند ، كما يحق للمستثمر استرداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند ، أيضاً تحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية (تيماوي ومعراج، 2005: 3)

(3) الاستئجار:

الاستئجار هو " عقد يلزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة " إن تاريخ استحقاق عقد الإيجار أقل من مدة حياة الأصل، وقيمة دفعات الاستئجار هي عموماً أكثر من السعر الحالي للأصل ، وفي نهاية مدة حياة الاستئجار الأصل يعود للمؤجر الذي إما يقوم ببيعه أو إعادة استئجاره لآخر (Damodaran, 2012: 265).

ثالثاً: مصادر التمويل المملوكة:

يمكن القول بأن الهيكل المالي للمؤسسات ، بشكل عام يتضمن حقوق الملكية (التمويل المملوكة)، و تنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المبالغ النقدية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول المطلوبة للبدء بنشاط المؤسسة ، و أهم هذه المصادر: الأسهم العادية ، الأسهم الممتازة و الأرباح المحتجزة.

(1) الأسهم العادية:

يتكون رأس مال مؤسسات المساهمة من عدد من الأسهم ، و السهم هو عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأسمال المؤسسة تعادل المبلغ الذي دفعه وتعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن اللجوء إليها خلال حياة المؤسسة ، و ذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب ، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة ، قد تباع و تشتري بقيمة مخالفة عن القيمة الاسمية أو الدفترية أي بقيمة أخرى تعرف باسم القيمة السوقية و هي القيمة الحقيقية للأسهم لأنها تتغير تبعاً لمعدلات الأرباح التي تحققها المؤسسة وظروف العرض و الطلب و نمط تداول الأوراق المالية في البورصة، كل ذلك يعكس درجة وعي المستثمر و كمية المعلومات المتاحة عن المؤسسة و هذا يؤثر في قرار تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية (عبد الهادي، 2008: 2018).

(2) الأسهم الممتازة:

وهي تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسة إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية ، إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح ، كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط، و في حالة تحقيق أرباح في المؤسسة لا يشترط ضرورة توزيع أرباح لحملة الأسهم الممتازة ، إلا أنه قد ينص بأن يكون من حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعات مجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة لهم في السنة السابق والتي لم تقم المؤسسة بتوزيعها، و لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة.

ويمكن القول رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة لها والالتزام بسداد قيمتها الاسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على المؤسسة ولا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمؤسسة ، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخصم من الوعاء الضريبي (غنيم، 2005: 504).

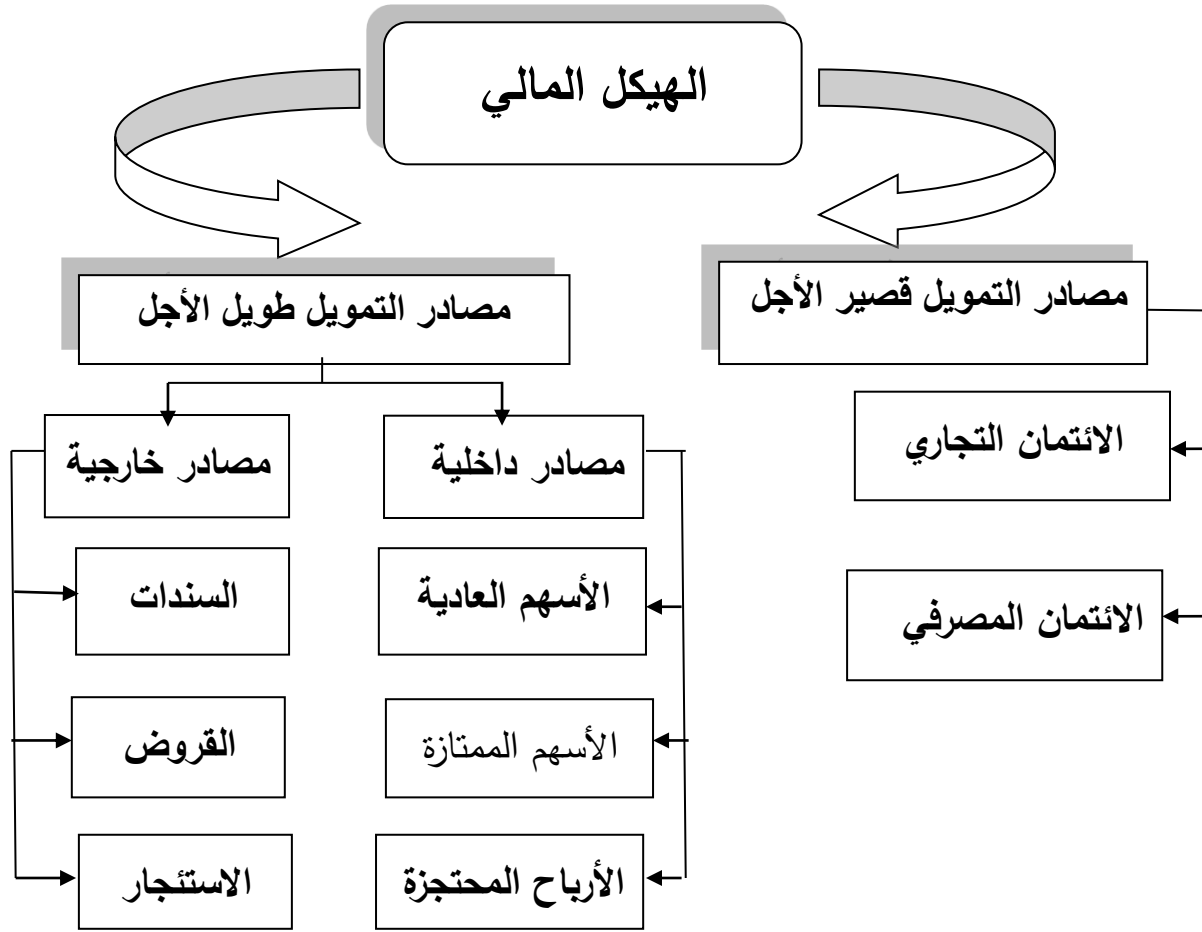
(3) الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، و تمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل عمليات النمو و التوسع، كما تستخدم الأرباح المحجوزة في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل

المالية كنتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، و في مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة، و تفضل المؤسسات تمويل إحتياجها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة وذلك في حالة إصدار أسهم، أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب عن بيع الأوراق المالية في حالة إصدار سندات (الحناوي، العبد، 2004: 327).

الشكل رقم (2-5)

مصادر التمويل المتاحة أمام الشركة



المصدر: (النعمي، والخرشة، 2007: 139)

❖ أدوات التمويل الخارجي في المنهج الإسلامي:

يقصد بأدوات التمويل الخارجية الأوراق المالية التي تجمع بها الأموال من المدخرين لتوجيهها إلى الاستثمارات، وكلما تنوعت وتعددت هذه الأدوات لتتناسب مع رغبات أصحاب الأموال من حيث درجة مخاطر التمويل ومجالاته وآجاله كلما زادت قدرة الأدوات على

جذب المدخرات، ويبدو انه من المناسب الإشارة بداية إلى أن المنهج الإسلامي لا يرفض أدوات التمويل المعاصرة طالما كانت هذه الأدوات تتفق مع قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية، كما أن الإسلام لا يعارض وضع الضوابط المنظمة لهذه الأدوات كإصدارها وتداولها واستردادها بشرط أن تتناسب هذه الضوابط مع طبيعة وذاتية المنشآت المصدرة لها والتي تلتزم بالمنهج الإسلامي، وإلا أدت تلك الضوابط إلى خروج هذه المنشآت عن طبيعتها وأساسيات العمل بها اضطراراً أو تناسبا مع متطلبات الضوابط المفروضة عليها.

ويجب أن يحكم جميع أدوات التمويل الخارجية الإسلامية مبدأ المشاركة في الربح والخسارة طبقاً لقاعدة الغنم بالغرم ، بالإضافة إلى الضوابط الفقهية الأخرى التي تحكم إصدار الأوراق المالية ، وهي أن تصدر بالقيمة الاسمية، وعدم جواز إصدار أوراق مالية ممتازة تعطى لصاحبها حقوقاً أفضل من غيره، فيما عدا حق الأولوية في الاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة من جانب حملة الأوراق المالية القدامى، وكذا عدم جواز إصدار أوراق مالية تتمتع بالربحية دون تحمل الخسارة ، أو إصدار أوراق مالية لحاملها (الخياط، 1987: 213).

2-2-4 السياسات التمويلية للشركة:

يمكن للمؤسسة توفير الأموال التي تحتاجها من مصادر متعددة ومن خلال استخدام أدوات مالية متنوعة، منها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو طويل الأجل ومنها ما هو مقترض ومنها ما هو ممتلك، والسياسة المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في تشكيل هيكلها المالي، هي تعبير عن مزيج من الأدوات المالية المستخدمة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة.

أولاً: السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية):

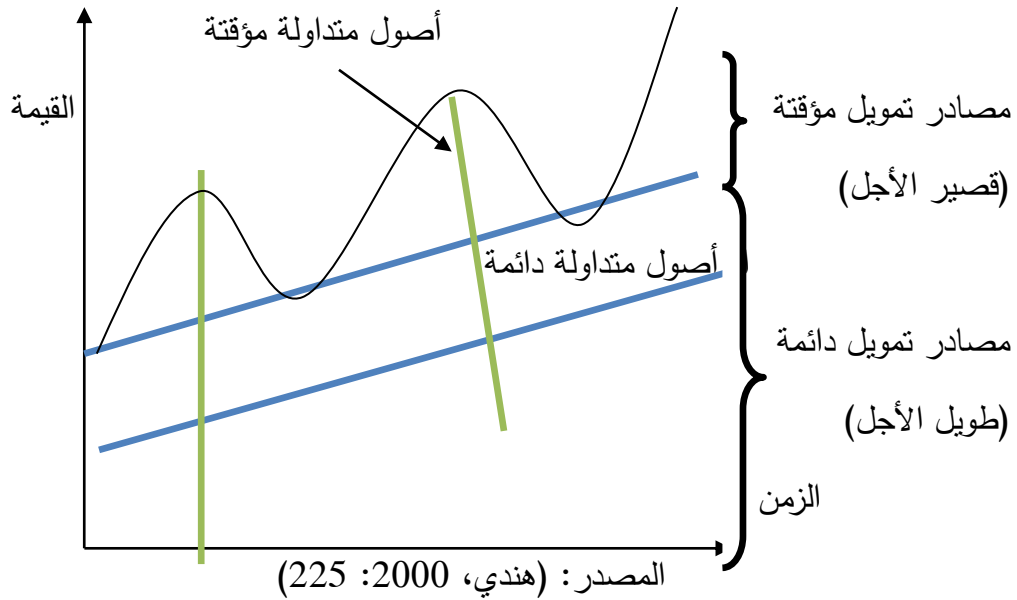
إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقتضي هذا الأخير بضرورة مواعمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه (هندي، 2000: 224).

وطبقاً لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة، من مصادر تمويل طويل الأجل كالقروض طويلة الأجل و الأموال الخاصة، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض القصيرة الأجل، إذ هذا يعني أن تتعهد المؤسسة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية (الزبيدي، 2006: 193)،

وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصير وبين مصادر التمويل الطويل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة، فتطبيقاً لمبدأ التغطية فكلما ازدادت الأصول المتداولة المؤقتة، ازداد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل (الزبيدي، 2006: 193) ويوضح الشكل التالي تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة (المثالية):

الشكل رقم: (2-6)

السياسة المعتدلة في التمويل (سياسة المثالية)



يظهر بوضوح في هذا الشكل أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل القصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية القصيرة الأجل والمتمثلة برأس المال العامل المؤقت (الزبيدي، 2006: 193).

فمن غير المنطقي من الناحية التحليلية أن تمول الإدارة المالية هذه الاستثمارات القصيرة الأجل والمتقلبة أساساً بمصادر تمويل طويلة الأجل، وإن تم ذلك، فإنه يعني أن تتحمل الإدارة المالية تكاليف إضافية متمثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال لا حاجة لهم، الأمر الذي يترك آثاراً سلبية على مستوى ربحية الاستثمار (أي ربحية المؤسسة) والعكس بالعكس (الزبيدي، 2006: 194).

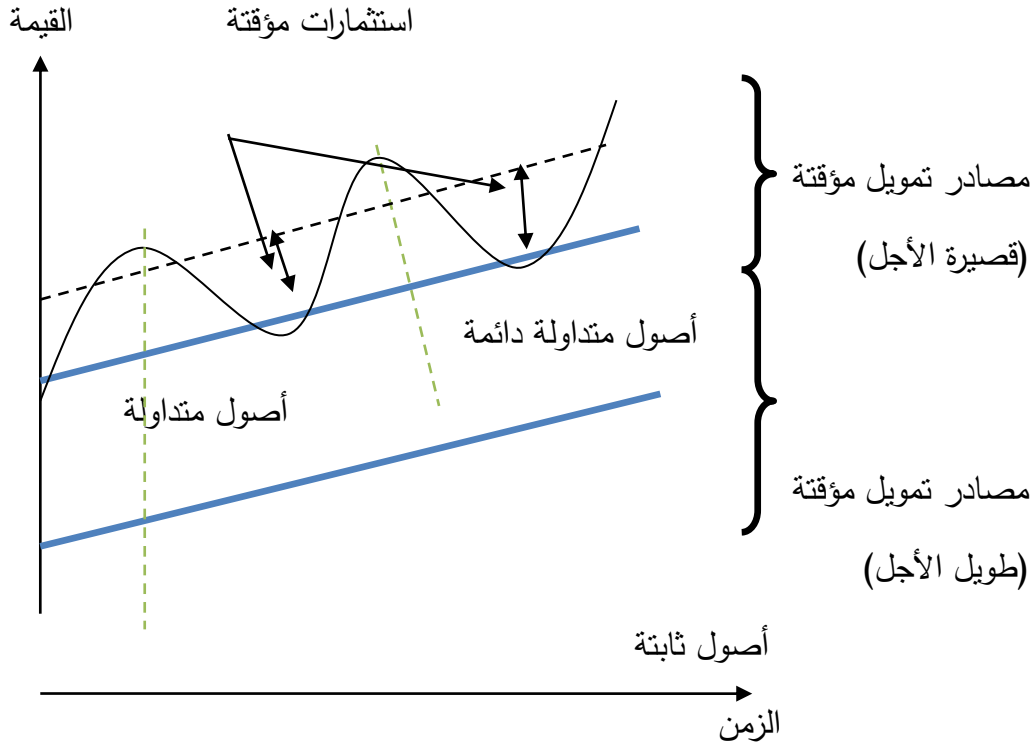
ورغم سلامة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، وبالتالي نستخلص أن مضمون هذه السياسة سوف يجعل من مخاطر التمويل الذي تتعرض له الإدارة المالية في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائداً مقبولاً أيضاً ويحافظ على ربحية معتدلة (الزبيدي، 2004: 358).

ثانياً: سياسة التمويل المتحفظة (الحافظة):

حسب ما سبق عن مبدأ التغطية، فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل، غير أن هذا الوضع نادر الحدوث، فقد تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب إلى الاعتماد مصادر على التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وفي محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد (هندي، 2000: 225) والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المتحفظة.

الشكل رقم: (7-2)

السياسة المتحفظة في التمويل



المصدر: (هندي، 2000: 226)

ومن الشكل يظهر أن الأصول الدائمة والتي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كليا بمصادر تمويل طويلة الأجل مع استخدامه أيضا لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة (الزبيدي، 2006: 198).

ولهذا فإن هذه السياسة تعتبر متحفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة مما يعني تعزيزا لسيولتها، ويساعد هذا النمط التمويلي أيضا في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل في الأوقات المناسبة عندما تنخفض تكلفتها، ومن جانب آخر فإن الاعتماد على مصدر التمويل طويل الأجل لتعويض الانخفاض في حجم الخصوم المتداولة، من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نظرا لأن تكلفة التمويل طويلة الأجل تفوق تكلفة التمويل قصير الأجل (الزبيدي، 2006: 198).

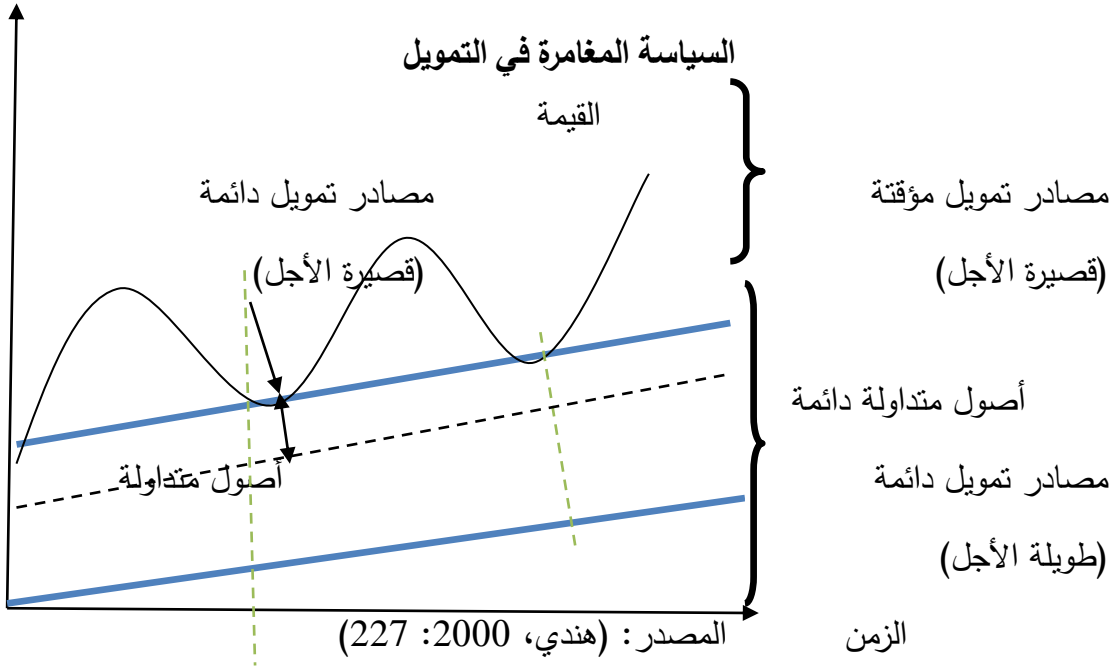
وعموما فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن عائد الشركة سوف يكون أيضا منخفضا بسبب الارتفاع في تكاليف القروض الطويلة الأجل بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفف المخاطر (الزبيدي، 2004: 361).

ثالثا: سياسة التمويل المغامرة (الجريئة):

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل القصير الأجل إلى حد استخدامه في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر (هندي، 2000: 224).

ويوضح الشكل التالي تطبيقا للسياسة الجريئة في التمويل حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل والخط غير المتقطع المائل حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل.

الشكل رقم: (8-2)



5-2-2 العوامل المؤثرة في الهيكل المالي:

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بالعوامل المتمثلة فيما يلي: (الميداني، 1993: 576-578).

1. نمو المبيعات:

إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد و تنمو بمعدلات عالية (10% فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتمادا على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

2. استقرار المبيعات:

توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات و أرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقرار كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، إن استقرارية المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الافتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر (اندراس، 2006: 404).

3. درجة المنافسة:

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرارية أرباحها ، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات كلما انحسر هامش الربح مما يحدّ من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من احد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة.

4. بنية الموجودات:

توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون اقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية و أن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

5. موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر:

هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية ، فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، إما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح.

6. موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر:

لاشك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاطف الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة، فان اتجاهات وأراء المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمنشأة، فيلاحظ في غالبية الأحوال إن الشركة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرأيه، وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لان ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة (حنفي، قرياقص، 2002: 154).

إضافة لهذه العوامل السابقة يمكن أن نضيف عاملا مهما لبعض الشركات، وهو فلسفة المؤسسة، حيث الشريعة الإسلامية تحرم اللجوء إلى الاقتراض المقرون بفائدة، ويعتبر

هذا ربا لا يجوز التعامل به، وبناءً على ذلك فإن الشركات التي تتبنى هذه الفلسفة لا تلجأ إلى الاقتراض المقرون بفائدة والسندات والأسهم الممتازة.

ملخص البحث الثاني

تمّ في هذا البحث مناقشة هيكل التمويل وقد تم التوصل إلى انه يتكون من: أموال ملكية وهي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المنشأة، ويتكون أيضا من مصادرها وهي الأسهم، والأرباح المحتجزة والاحتياطيات النقدية، الأموال المقترضة وهي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المنشأة، ومن أنواعها الائتمان التجاري، والقروض المصرفية قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل والسندات التي تصدرها المنشأة كنوع من القروض طويلة الأجل.

وتحدث الباحث عن محددات الهيكل المالي ومكوناته، حيث يختلف الهيكل المالي من مؤسسة إلى أخرى، فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة.

وقد تم تناول أيضا العوامل المؤثرة للهيكل المالي حيث أضفنا عليها عاملا لم نتطرق اليه الدراسات من قبل وهو عامل الأيديولوجية للشركة من بيئة لأخرى، حيث البيئة الذي تأخذ بالشرعية الإسلامية عند اختيار الهيكل المالي تتجنب الاقتراض بالفائدة لاعتقادهم بحرمة الربا.

المبحث الثالث

هيكل رأس المال

0-3-2 تمهيد

1-3-2 مفهوم هيكل رأس المال

2-3-2 العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال

3-3-2 نظريات هيكل رأس المال

4-3-2 الهيكل الأمثل لرأس المال

5-3-2 الرافعة المالية

ملخص المبحث

0-3-2 تمهيد

عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال، ونسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المنشأة مثلاً الاعتماد على القروض وحقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها، وبذا تستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها، و طالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر فإنه من المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه (هندي، 2003)، وهنا تظهر كفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المناسبة، التي تجنب المشروع الوقوع في صعوبات مالية غير متوقعة، وبالتأكيد أهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل التمويل الأمثل (الهوراري، 1976 : 125).

1-3-2 مفهوم هيكل رأس المال:

يتعلق هيكل رأس المال بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، و بالتالي فهيكّل رأس مال الشركة هو جزء من هيكلها المالي، إذن هو تركيب للأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) والقروض طويلة الأجل كجزء من التركيب المالي و مصدرا مهما من مصادر تمويل الشركات الكبيرة (بوربيعة، 2012: 21).

وقد يرى البعض ضرورة استبعاد الخصوم المتداولة من الهيكل المالي على أساس كونها تمويلاً مؤقتاً، وهم بذلك يفضلون استخدام مفهوم هيكل رأس المال بدلاً من اصطلاح الهيكل المالي، ومن ناحية أخرى، قد يؤيد البعض ضرورة إدخال الخصوم المتداولة في مكونات التمويل خاصة في المؤسسات الصغيرة أو التجارية وذلك على أساس أن هذه المؤسسات تعتمد بشكل كبير على الخصوم القصيرة الأجل، لذلك فهؤلاء يفضلون استخدام مصطلح الهيكل المالي بدلاً من هيكل رأس المال (احمد، 2007 : 299).

وعرّف بأنه "التمويل طويل الأجل أو الدائم، المتجسد بكل من المديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل)، الأسهم الممتازة إن وجدت، وحقوق الملكية المكونة من كل من

الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والاستئجار المالي طويل الأجل" (النعيمي والتميمي، 2009: 349).

أما (هندي، 2008: 527) فقد عرف هيكل رأس المال بأنه "ذلك الجزء الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويل الأجل الذي يتمثل في قروض طويلة وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة إن وجدت".

ويعرّف بأنه طريقة توزيع مصادر التمويل طويلة الأجل ممثلة في القروض طويلة الأجل والسندات إلى جانب حقوق الملكية (ديري، 2011: 245).

و إن هدف المدير المالي عند اتخاذ القرارات التمويلية هو التوصل إلى ذلك المزيج التمويلي الذي يعظم إجمالي القيمة السوقية للمؤسسة، هذا الهدف يتفق مع هدف تعظيم ثروة المساهمين وفي حالة الوصول إلى هذا المزيج نكون بصدد ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل (صبح، 2000: 181).

ويتضح أن هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي للشركة فهو التمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل.

2-3-2 العوامل المؤثرة في قرارات هيكل رأس المال:

تم تحديد مجموعة من العوامل التي تؤثر على قرارات الشركة فيما يتعلق بهيكل رأس المال، وذلك من خلال مراجعة (الساعدي، 2012: 141-143) (للأدبيات الخاصة بهيكل رأس المال، (Barclay, 1988) (Titman and Wessels, 1988) (Myers and Majluf, 1984) (Drobetz and Fix, 2003) (Rajan and Zingales, 1995) (C.W et al., 1995) (Shah and Khan, 2007) سنتناول هذه العوامل فيما يلي :

- الموجودات الملموسة (الثابتة):

يقول (Shah and Khan, 2007) أن الموجودات الثابتة تؤثر على هيكل رأس مال الشركة ، إذ إنّ الشركات التي تمتلك موجودات ثابتة كبيرة يمكنها الاقتراض بأسعار فائدة أقل عن طريق توفيرها ضمانات من هذه الأصول الثابتة إلى دائنيها بصورة أكبر من الشركات التي لديها موجودات ثابتة أقل، ومن هنا فإنّ الشركات التي تمتلك موجودات ثابتة كبيرة متوقع

أن تستدين أكثر مقارنة بالشركات التي تكون تكاليف اقتراضها عالية لأنها لا تمتلك موجودات ثابتة كثيرة، لذلك يعتقد أن هناك علاقة ايجابية بين الموجودات الثابتة والرفع المالي.

- حجم الشركة:

هناك وجهتا نظر حول علاقة الحجم بالرفع المالي ، الأولى تقول إن الشركات الكبيرة لا تأخذ بالاعتبار تكاليف الإفلاس المباشر كمتغير فعال في تحديدها مستوى الرفع، حيث تعتبر تلك التكاليف ثابتة وتعتبر نسبة صغيرة من قيمة الشركة، وأن الشركات الكبيرة تكون أكثر تنوعا وبالتالي اقل فرصة لكي تتعرض للإفلاس (Titman and Wessels, 1998) وحسب هذا الرأي يمكن توقع أن هناك علاقة ايجابية بين الحجم والرفع المالي، أما وجهة النظر الأخرى (Rajan and Zingales, 1995) تقول بأن هناك عدم تناظر المعلومات اقل في الشركات الكبيرة وهذا يؤدي إلى التقليل من احتمال التقييم المنخفض لأية ملكية جديدة مصدرة (سندات)، وهذا يشجع الشركات الكبيرة لاستعمال التمويل بالملكية ، وهذا يعني أن هناك علاقة سلبية بين حجم الشركة والرفع المالي.

(1) نمو الشركة:

عمليا هناك الكثير من الجدل حول العلاقة بين معدل النمو ومستوى الرفع المالي في الشركة، وحسب نظرية Pecking Order Theory فإن الشركة سوف تستخدم أولاً أموال الملكية التي يتم توليدها داخليا والتي قد تكون غير كافية لنمو الشركات وبعد ذلك كخيار ثانٍ تلجأ لاستخدام الديون للتمويل الذي يبدو بأن الشركات التي لديها نمو سوف يكون لديها رفع مالي كبير (Drobetz and Fix, 2003).

(2) ربحية الشركة:

حسب نظرية pecking order فإن الشركات تميل إلى استخدام أموال الملكية المتولدة داخليا أولاً ، وبعد ذلك تلجأ إلى التمويل الخارجي ، وهذا يعني أن الشركات الربحية سوف يكون لديها أموال متولدة داخليا عن طريق الأرباح مما يعني أنها سوف تستخدم الرفع المالي بدرجة اقل (Myers and Majluf, 1984) مما يشير إلى توقع علاقة سلبية بين مستوى الأرباح والرفع المالي.

3) تذبذب الأرباح:

يرتبط تذبذب الأرباح عادة بمخاطر الأعمال ، او أن يكون نتيجة لممارسات الإدارة غير الفاعلة وغير ذات الكفاءة، وفي كلتا الحالتين فإن تذبذب الأرباح هو مقياس للصعوبات التي قد تواجهها الشركة ، وعلى الشركة التي يوجد تذبذب عالٍ في أرباحها أن تدفع علاوة في أسعار الفائدة للمقرضين الخارجيين ، وهذا يرفع بتلك الشركات أن تحاول اللجوء إلى أموال الملكية (المولدة داخليا) أولاً ، وبعد ذلك تلجأ الى التمويل الخارجي حسب نظرية Pecking Order وهذا يعني أن تذبذب الأرباح يرتبط سلبيا بالرفع المالي (Shah and Khan, 2007)

3-3-2 نظريات هيكل رأس المال:

إن أداء الشركات يقاس بمقدرة الشركة على تحقيق أقصى ربح ممكن للمساهمين والملاك، من خلال القرارات المالية الملائمة، وتقسم هذه القرارات إلى قرارات الاستثمار المتمثلة بالاستثمار في الأصول الثابتة والمتداولة المدرة للدخل، بالإضافة إلى قرارات التمويل المتمثلة بالمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية (حقوق الملكية) ومصادر التمويل الخارجية (الاقتراض) قصيرة وطويلة الأجل (الحمدان، والقضاة، 2013: 164-166).

وفيما يلي عرض لنظريات هيكل رأس المال:

1- **نظرية موديليانى وميلر (Modigliani and Miller theory, 1958,1963)** تعد نظرية موديليانى وميلر حجر الزاوية لتمويل الشركات الحديثة، المقترح الأول لنظرية موديليانى وميلر ينص على أنه في ظل غياب الضرائب، وكلفة الإفلاس، وكلفة الإدارة، وتباين المعلومات، وكفاءة السوق فإن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تمويلها سواء أكان بواسطة إصدار الأسهم أم بواسطة الدين.

أما المقترح الثاني فينص على أن الرافعة المالية للشركة ليس له تأثير على متوسط التكلفة المرجح لرأس المال، أي أن تكلفة رأس المال هي دالة خطية في نسبة الديون إلى حقوق الملكية (الحمدان، والقضاة، 2013: 164).

2- **نظرية كلفة الوكالة: (Agency Problem)** .

إن كلفة الإدارة المكلفة بإدارة المؤسسات نيابة عن مالكيها وسواء أكانت مالية أم غير مالية تمثل قضية مهمة، لأنها قد تؤدي إلى ظهور إدارات تعمل بدون كفاءة واختيار مدخلات

أو مخرجات تتلاءم مع رغباتهم، أو بمعنى آخر أنهم يفشلون في تعظيم قيمة المؤسسة، وكنتيجة فإن أثر الكلفة الخارجية تساوي الخسارة أو الانخفاض في قيمة المؤسسة الناتجة عن الإدارات التي تهتم بتعظيم منافعها الشخصية بدلا من تعظيم قيمة المؤسسة، Jensen and Harris and Raviv (1991) Mockling (1976), and Myers (2001) أشاروا بأن اختيار هيكل رأس المال المناسب من الممكن أن يؤدي إلى التخلص من مثل هذه الكلفة، وتتمثل فرضية كلفة المؤسسة بأن زيادة الرافعة المالية أو انخفاض نسبة حقوق الملكية تؤدي إلى تخفيض تكاليف المؤسسة الناجمة عن التمويل الخارجي، وتعمل على زيادة قيمة المؤسسة من خلال تشجيع المديرين أو الإدارات للعمل بجد من أجل تعظيم أرباح المؤسسة، وتحقيق أهداف المالكين والمتمثلة بتعظيم الأرباح، وفي هذا الصدد أوضح (Grossman and Hart, 1982) بأن زيادة التمويل بالديون من الممكن أن تؤثر إيجابيا على المديرين وأن تعمل على تخفيض كلفة المؤسسة من خلال خفض كلفة التمويل الخارجي المتمثل بتعظيم أرباح المؤسسة، وتوفير السيولة اللازمة لدفع التزامات المؤسسة في مواعيدها، ومنح المؤسسة القدرة على التفاوض في الحصول على قروض بكلف منخفضة وشروط ميسرة. (الحمدان، والقضاة، 2013: 164)

3- نظرية المبادلة (المقايضة) : (Trade off Theory).

إن نظرية المقايضة لهيكل رأس المال تقترح أن هدف المؤسسة المتعلق بالرافعة المالية يشتق من ثلاث قوى: الضرائب، وتكاليف الإفلاس، وتضارب مصالح الدائنين والملاك، حيث إن الضرائب تعمل على خفض الضرائب المدفوعة على الديون من خلال ما يعرف بالوقاء الضريبي، وتعمل على زيادة التدفق النقدي الداخلي للمؤسسة بعد الضريبة، وهكذا فإن هناك علاقة إيجابية بين ما يعرف بالوقاء الضريبي للمؤسسة وقيمة المؤسسة، أما بالنسبة لتكاليف الإفلاس فعندما تعمل المؤسسة على زيادة ديونها من أجل تمويل نشاطاتها فمن الممكن أن لا تستطيع سداد هذه الديون، مما يعرضه لمخاطر الإفلاس والتصفية. على أية حال قد لا يكون الإفلاس مشكلة بحد ذاته، ولكن إذا لم يتم الوفاء بالديون في موعدها فإن المؤسسة ستنتقل إلى أصحاب الديون، ومن الجدير بالذكر أنه في حال إفلاس المؤسسة يظهر ما يعرف بكلفة الفرصة البديلة، والتي تكون على شكلين مباشر وغير مباشر، أما المباشر فيتمثل بالتكاليف التي تدفع مباشرة لإدارة عملية الإفلاس، وهذه قليلة نسبيا إذا ما قورنت بقيمة المؤسسة السوقية، وتعدّ هذه التكاليف قليلة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، إلا أنها تعد كبيرة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، وأما التكاليف غير المباشرة للإفلاس فتكون كبيرة لكل

من المؤسسات الكبيرة والصغيرة على حد سواء، فعندما تقع المؤسسة في معضلة الإفلاس فإن التغييرات تبدو واضحة في سياسة المؤسسة الاستثمارية، والتي تظهر على شكل انخفاض في قيمة المؤسسة، فقد تلجأ المؤسسات إلى خفض نفقات البحث والتطوير والصيانة والدعاية والإعلان التي ينجم عنها انخفاض في قيمة المؤسسة، وإضافة إلى الإفلاس الذي تتعرض له المؤسسة فإن المؤسسة عادة ما تخسر عملاءها وذلك بسبب الخوف من عدم تقديم الخدمات، إضافة إلى ظهور مخاطر عامل الثقة بالمؤسسة (Kochhar, 1997).

4- نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل (الانقراط): (Picking Order Theory).

وفقا لهذه النظرية، فإن مصادر التمويل للمؤسسات ثلاثة، التمويل الداخلي المعتمد على الأموال المتولدة من أرباح الشركة والتمويل بالدين، والتمويل بالأسهم الجديدة، وأما أولويات مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات، وفقا لهذه النظرية فيأتي التمويل الداخلي أولا، ومن ثم التمويل بالدين، وأخيرا التمويل بالأسهم الجديدة، وعلى المؤسسات أن تلتزم بهذا التسلسل الهرمي في اختيار مصادر التمويل حيث يكون التمويل بالأسهم ملاذا أخيرا وذلك لأنه يأتي بملاك جدد للمؤسسة مما يؤثر على اتخاذ القرارات (Brealey and Myers, 2003).

2-3-4 الهيكل الأمثل لرأس المال:

فهيكال التمويل الأمثل يتحدد اختياره وفقا لمعيار أقصى ربحية ممكنة والذي يتوقف تحقيقه مستقبلا على بعض القيود المرتبطة مباشرة بالقيمة السوقية للأسهم، حيث أن عنصر الخطر الناجم من الاعتماد على القروض من شأنه أن يؤثر على الربحية في المستقبل، وهو ما يؤكد ضرورة العناية بكيفية اختيار الهيكل المالي في المؤسسة إن مثل هذا الهيكل يجب أن يحقق التوازن بين العائد وبين المخاطر المتعلقة بالهيكل المالي ذاته، أي بين الربحية والمخاطر المالية (احمد، 2007: 300).

و يعرف هيكل رأس المال الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتمك والمقروض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا تمكنت الشركة من تحقيق ذلك، فإنها تمكنت من تعظيم ثروة المالكين (العامري، 2010: 161)، ان المزيج الأمثل لعناصر هيكل رأس المال، يرفع القيمة الإجمالية للشركة ويقلل تكلفة رأس المال، إذ انه يتوجب على إدارة الشركة عند اختيار هيكل رأس المال المناسب، اخذ طبيعة الأعمال والخطة الاستراتيجية لأعمال الشركة والنشاط الصناعي الذي تعمل فيه الشركة (بيئة الشركة)، والهيكل

المالي التاريخي لرأس المال وذلك لمواجهة الأخطار التي يمكن أن تتعرض لها الشركة في المستقبل الناجمة عن مصادر تمويلها لتمكنها من تحقيق أهدافها، إما إذا قامت الشركة باختيار عشوائي لمصادر هيكل رأس المال فان ذلك يؤدي إلى فشلها وبالتالي تنعكس سلبيًا على قيمتها. (Ross et al, 1993: 415)

ويرتبط الهيكل الأمثل لرأس مال الشركة بمجموعة من الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها، فالشركة التي تتوفر أمامها الكثير من الفرص الاستثمارية المربحة يجب أن تحافظ على قدرتها على الاستثمار باستخدام مستوى منخفض من الدين، وهذا ما يتطلب الاحتفاظ بقدرة احتياطية للاقتراض، أما الشركات ذات الفرص الاستثمارية القليلة فعليها استخدام مستويات مرتفعة من الدين (Brigham&Ehrhardt, 2010: 490).

❖ **العوامل المؤثرة على هيكل الأمثل لرأس المال: (Brigham&Ehrhardt, 2010:499).**

1. أخطار الأعمال: وهي تلك الأخطار الناجمة عن عمليات الشركة إذا لم تكن تستخدم الرفع المالي.
2. الوضع الضريبي.
3. الحاجة إلى المرونة العالية.
4. تحفظ الإدارة أو استعدادها للمغامرة.
5. فرص النمو المتاحة.

وهناك بعض المزايا التي يحققها هيكل رأس المال الأمثل ومنها (الحمدي والصبيحي، 2012: 158):

1. تخفيض المعدل الموزون لكلفة التمويل.
2. تعظيم العائد على حق الملكية.
3. تعظيم ثروة المالكين بزيادة الفرص الاستثمارية

ومما سبق يتبين مدى صعوبة الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل من قبل الإدارة، وهو قرار استراتيجي ويجب على الشركة أن تسعى لتحقيق هيكل التمويل الأمثل من خلال الدراسة والتحليل واختيار البديل الأفضل الذي يحقق التوازن بين المخاطرة والعائد مع تعظيم أسعار الأسهم .

2-3-5 الرافعة المالية:

ويقصد بالرفع المالي هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية ، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدبنة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة (الشريف وآخرون، 2010: 286).

كما حدد مفهوم الرفع المالي بأنه استخدام أموال الغير كتكاليف ثابتة ماليا وقد تكون أموال الغير القروض أو الأسهم الممتازة إذ أن كلاهما له تكلفة ثابتة مالية، ويجب على الشركة الالتزام بدفعها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة، فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترحة بمعدل عائد يزيد على تكلفة أموال الاقتراض، وإذا لم تنجح الشركة في ذلك فإنها ستتعرض لخطر أكبر وتتكبد خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل الشركة التمويلي (كراجة وآخرون، 2006: 251).

أما (Klob, 1996) فيعرفها " بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في التمويل.

و يتضح من التعاريف السابقة أن الرافعة المالية تشمل قياس إجمالي الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، إلا أن البعض قد اعتبر أن الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون أو الالتزامات طويلة الأجل فقط، حيث أشار كل من (Aivazian, 2003) و (Fattauh, 2003) وكذلك (Darrat, 1995) أن هناك نموذجين للرافعة المالية الأول يعتمد على قياس مجموع الالتزامات المالية الثابتة على إجمالي الموجودات ، بينما النموذج الثاني للالتزامات الطويلة الأجل فقط، متجاهلاً الديون قصيرة الأجل،

لكن الراجح - وحسب معظم الدراسات الحديثة والمراجع المتخصصة - أن معظم التكاليف المالية الثابتة طويلة أم قصيرة /الأجل تقوم بعمل الرفع المالي في تأثيرها على صافي الربح المتاح للملاك.

❖ نسب الرفع المالي:

يطلق الرفع المالي على أي اقتراض أو استخدام لأدوات ينتج عنه تضخيم اثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسب المديونية فكلما زادت نسبة المديونية زاد تأثير الرفع المالي على إرباح الشركة، ويمكن أيضا زيادة نسبة الرفع المالي باستخدام أدوات مالية أخرى مثل الخيارات المالية والمستقبليات، وتعدّ هذه النسب من أكثر أدوات المراقبة أهمية وتساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين، ومن حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل، داخلية كانت أم خارجية (الحمدوني والصبيحي، 2012: 154).

ولأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة بالمخاطر والقدرة على السداد في الأجل الطويل فان المطللين يستخدمون النسب التالية للحكم على مديونية الشركة (حداد، 2010: 75):

(1) نسبة الرفع المالي

$$\text{نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

(2) نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الموجودات

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

(3) نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

(4) نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

قياس درجة الرفع المالي:

تعرف درجة الرفع المالي أنها النسبة المئوية للمتغير في الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية والمرتبطة بنسبة مئوية معينة للتغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة، وحساب درجة الرفع المالي يتم باستخدام المعادلة التالية: (الشهاوي، مصطفى، 2013: 281)

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{ع}}{\text{ع-ف}}$$

حيث ع تمثل الإيرادات قبل الفائدة والضريبة و ف تمثل الفائدة ، وقد تم التوصل إلى هذه المعادلة بالصورة التالية :

$$1. \text{ع} = \text{ن}(\text{س} - \text{م}) - \text{ث}$$

$$2. \text{الإيرادات للسهم الواحد} = \frac{\text{ع} - \text{ف}}{\text{ل}}(\text{ض} - 1)$$

ل

حيث ض تمثل معدل الضريبة، ل تمثل عدد الأسهم المصدرة والمباعة.

3. بما أن ف تمثل رقما ثابتا، فإن التغير في إيرادات السهم يظهر كالاتي :

$$\Delta \text{ إيرادات السهم} = \frac{\Delta \text{ع}(\text{ض} - 1)}{\text{ل}}$$

4. النسبة المئوية للتغير في إيرادات السهم الواحد عبارة عن التغير في إيرادات السهم مقسوما على إيرادات السهم الأصلي :

$$\frac{\Delta \text{ع}(\text{ض} - 1)}{\text{ل}} = \frac{\Delta \text{ع}}{\text{ع-ف}} \cdot \frac{\text{ل}}{\text{ل}(\text{ض} - 1)}$$

5. وحيث أن درجة الرفع المالي تعرف بأنها بالنسبة المئوية للتغير في إيراد مقسوما على النسبة المئوية للتغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة، فإن ذلك معناه أن:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\frac{\Delta \text{ع}}{\text{ع}}}{\frac{\text{ع} - \text{ف}}{\text{ع}}}$$

ويتضح أن هناك تأثير بين الرفع المالي وهيكل رأس المال وهذا ما أكده (Ross et al, 1993: 415) فكلما زاد استخدام الشركة للمديونية في هيكل رأس المال زاد من استخدام الرافعة المالية، وبالتالي سيحدث تغيير كبير على عائدات المساهمين وإذا كانت الرافعة المالية لا تؤثر على الكلفة الكلية لرأس المال فإن المتغيرات في هيكل رأس المال لن تؤثر على قيمة الشركة.

ملخص البحث الثالث:

استعرض الباحث في هذا المبحث تعريفا لهيكل رأس المال وهو جزء من الهيكل المالي للشركة وانه التمويل الدائم للشركة فهو يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل.

ومن ثم تطرق إلى العوامل التي تؤثر على قرار هيكل رأس المال والذي أخذت من الأدبيات والدراسات الخاصة لهيكل رأس المال، وذكر الباحث النظريات التي اهتمت بصياغة هيكل رأس المال وكان أهمها نظرية موديليانى وميلر.

وأخيرا أسهب الباحث في الهيكل الأمثل لرأس المال والرفع المالي وخلص بان الشركة التي لا تستطيع سد التزاماتها المالية ستفشل، وعليه يجب أن تراعي الشركة كمية الرفع المالي المستعملة في عملياتها.

المبحث الرابع

سوق المال "بورصة فلسطين"

0-2-2 تمهيد

1-2-2 الأسواق المالية

2-2-2 نشأة بورصة فلسطين

3-2-2 عضوية بورصة فلسطين في الاتحاد

4-2-2 أهداف بورصة فلسطين

5-2-2 الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

0-4-2 تمهيد

إن الأسواق المالية هي الركيزة الأساسية لتنمية اقتصاد الدول سواء كانت دولة نامية أم دولة متقدمة، حيث أن الدول ذات الأسواق المالية المتطورة غالباً ما يكون مستوى التكوين الرأسمالي فيها مرتفعاً وان نسبة النمو عالية وتقدم أفضل الخدمات لجميع طبقات الشعب، وبالتالي تتجه لاستقرارية الوضع المالي والاقتصادي وتعود الفائدة للجميع سواء كانوا مستثمرين أم مصدري السندات أم وسطاء فينتج سوق مالي متطور كفيء يلبي حاجة المستثمرين من مختلف الفئات (عبادي، 2007: 1).

1-4-2 الأسواق المالية:

في الأسواق المالية، يتم بيع وشراء الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية، بل والمال نفسه كذلك، يمكن اقتراض الأوراق المالية وإقراضها، ويمكن تصنيف الأسواق المالية إلى ثلاث مجموعات كبرى: (كويل، 2007: 7).

- أسواق رأس المال التي تتكون بصورة أساسية من أسواق الأسهم والسندات التي يتم فيها تداول أدوات مالية وقروض متوسطة الأجل إلى طويلة الأجل .
- أسواق المال التي يتم فيها تداول أدوات مالية وقروض قصيرة الأجل.
- أسواق العملات الأجنبية، حيثما يتم بيع وشراء العملات الأجنبية.

2-4-2 نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية:

يعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية إحدى الأسواق الناشئة، حيث يعمل في ظل ظروف غير عادية، نظراً لارتباطه بالاقتصاد "الإسرائيلي" بسبب الاتفاقيات التي وقعتها السلطة مثل اتفاقية باريس الاقتصادية المكتملة لاتفاقيات أسلو والخاص بالجوانب الاقتصادية، مما أدى إلى تقيد العديد من المؤسسات الاقتصادية الفلسطينية (الصادي، 2008: 58).

وفي مطلع 1995 أدرك عدد من رجال الاقتصاد في فلسطين بأهمية إنشاء سوق حديثة متطورة ومنظمة لتسهيل التعامل بالأوراق المالية في فلسطين، وكان الغرض من ذلك هو استقطاب الأموال المحلية والأجنبية لقطاع الأموال من خلال التمويل طويل الأجل للمشاريع الإنتاجية والتجارية، وتم توقيع اتفاقية تشغيل سوق الأوراق المالية كشركة مساهمة خاصة بين رجال الأعمال والسلطة الفلسطينية في 1996/11/7 م، وعقدت أول جلسة تداول

في 18/2/1997م وكانت أول بورصة عربية تستخدم التقنية الحديثة للتداول بالأوراق المالية (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2014: نت).

وبالرغم من حدائته والأوضاع المحيطة به بدأ ينمو بشكل مستمر وبطيء من حيث عدد الشركات المدرجة في السوق وعدد الجلسات وحجم التداول، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة في عام 1997 إلى 18 شركة ووصل في عام 2009 إلى 37 ويتوقع القائمون على السوق زيادة عدد الشركات بسبب تشكيل إطار تنظيمي قوي للأسواق المالية في فلسطين ومن ضمنها هيئة سوق رأس المال (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2014 : نت).

وفي مطلع شباط من العام 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوبا مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية، وفي أيلول 2010 أعلنت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعارا لها، تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقا لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004، وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن، وفي عام 2009، وضمن تصنيف لأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين، حصلت البورصة على المركز الـ 33 عالميا، والمركز الثاني بين الأسواق العربية (بورصة فلسطين، 2016: نت).

2-4-5 عضوية بورصة فلسطين في الاتحاد:

بدأت بورصة فلسطين في الاتحاد كعضو مراسل ليتم ترقيتها عام 2011م إلى عضو مساند، وفي آب من عام 2015م تقدمت بورصة فلسطين بطلب الترقية إلى العضوية الكاملة، وعلى اثر ذلك قامت لجنة مكلفة من قبل الاتحاد بزيارة تفقدية إلى بورصة فلسطين والمؤسسات ذات العلاقة بقطاع الأوراق المالية الفلسطيني للاطلاع على مصداقية المعلومات الواردة في الطلب، وبناء عليه فقد أوصى مجلس إدارة الاتحاد بالمصادقة على قرار الترقية خلال اجتماع الهيئة العامة المنعقدة في كولومبيا واحسم القرار ومنح العضوية الكاملة، لتصبح بورصة فلسطين العضو 65 في اتحاد البورصات العالمي، ويعد اتحاد البورصات العالمي اكبر تجمع للبورصات في العالم، ويتخذ من العاصمة البريطانية لندن مقرا له، ويضم في عضويته 64 بورصة من مختلف أنحاء العالم، تحتوي حوالي 45 ألف شركة مدرجة، بقيمة سوقية تبلغ 63 تريليون دولار، ويعتبر مرجعا مهما في مجال صناعة الأوراق المالية من حيث

المبادئ التي تحكم عمليات التداول والتسوية والفاصل والوسطاء والإفصاح وحماية المستثمرين وغيرها (دنيا الوطن، 2016 : نت).

2-4-4 أهداف بورصة فلسطين:

- توفير بيئة تداول آمنة ومواتية تتمثل بالكفاءة والعدالة والشفافية.
- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقات مع المؤسسات والملتقيات الاقتصادية المحلية والعربية والدولية.
- تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطينيي الشتات ورأس المال الأجنبي.
- زيادة عمق البورصة من خلال الاستمرار في إدراج شركات جديدة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة.
- خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية. (بورصة فلسطين، 2016: نت)

2-4-5 الشركات المدرجة في بورصة فلسطين:

بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 48 شركة كما بتاريخ 2016/10/31 بقيمة سوقية تجاوزت 3.319 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات، في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 8 شركات (بورصة فلسطين، 2016: نت).

جدول رقم (2-1):

الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

| رقم | اسم الشركة المدرجة | قطاع العمل | رمز التداول | تصنيف السوق |
|-----|--------------------------|-------------------------|-------------|-------------|
| 1 | أبراج الوطنية | الخدمات | ABRAJ | 2 |
| 2 | المؤسسة العربية للفنادق | الخدمات | AHC | 2 |
| 3 | البنك الإسلامي العربي | البنوك والخدمات المالية | AIB | 2 |
| 4 | المجموعة الأهلية للتأمين | التأمين | AIG | 1 |
| 5 | العربية لصناعة الدهانات | الصناعة | APC | 2 |

| رقم | اسم الشركة المدرجة | قطاع العمل | رمز التداول | تصنيف السوق |
|-----|--|-------------------------|-------------|-------------|
| 6 | "العربية الفلسطينية للاستثمار" ايبك | الاستثمار | APIC | 2 |
| 7 | العقارية التجارية للاستثمار | الاستثمار | AQARIYA | 2 |
| 8 | المستثمرون العرب | الاستثمار | ARAB | 2 |
| 9 | المؤسسة العقارية العربية | الخدمات | ARE | 2 |
| 10 | دواجن فلسطين | الصناعة | AZIZA | 2 |
| 11 | بنك فلسطين | البنوك والخدمات المالية | BOP | 1 |
| 12 | بيرزيت للأدوية | الصناعة | BPC | 1 |
| 13 | مصنع الشرق للإلكترونيات | الصناعة | ELECTRODE | 2 |
| 14 | جلوبال كوم للاتصالات | الخدمات | GCOM | 2 |
| 15 | مطاحن القمح الذهبي | الصناعة | GMC | 2 |
| 16 | العالمية المتحدة للتأمين | التأمين | GUI | 2 |
| 17 | البنك الإسلامي الفلسطيني | البنوك والخدمات المالية | ISBK | 1 |
| 18 | سجاير القدس | الصناعة | JCC | 1 |
| 19 | القدس للمستحضرات الطبية | الصناعة | JPH | 2 |
| 20 | القدس للاستثمارات العقارية | الاستثمار | JREI | 2 |
| 21 | فلسطين لصناعات اللدائن | الصناعة | LADAEN | 2 |
| 22 | المشرق للتأمين | التأمين | MIC | 2 |
| 23 | "الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات" نابكو | الصناعة | NAPCO | 2 |
| 24 | الوطنية لصناعة الكرتون | الصناعة | NCI | 2 |
| 25 | التأمين الوطنية | التأمين | NIC | 2 |
| 26 | مركز نابلس الجراحي التخصصي | الخدمات | NSC | 2 |
| 27 | فلسطين للتنمية والاستثمار | الاستثمار | PADICO | 1 |
| 28 | بال عقار لتطوير وإدارة العقارات | الخدمات | PALAQAR | 2 |

| م.م | اسم الشركة المدرجة | قطاع العمل | رمز التداول | تصنيف السوق |
|-----|---------------------------------------|-------------------------|-------------|-------------|
| 29 | الاتصالات الفلسطينية | الخدمات | PALTEL | 1 |
| 30 | بيت جالا لصناعة الادوية | الصناعية | BJP | 2 |
| 31 | الفلسطينية للكهرباء | الخدمات | PEC | 2 |
| 32 | دار الشفاء لصناعة الأدوية | الصناعة | PHARMACARE | 2 |
| 33 | بنك الاستثمار الفلسطيني | البنوك والخدمات المالية | PIBC | 2 |
| 34 | فلسطين للتأمين | التأمين | PICO | 2 |
| 35 | الفلسطينية للاستثمار والائتماء | الاستثمار | PID | 2 |
| 36 | فلسطين للاستثمار الصناعي | الاستثمار | PIIC | 2 |
| 37 | العربية الفلسطينية لمراكز التسوق | الخدمات | PLAZA | 2 |
| 38 | فلسطين للاستثمار العقاري | الاستثمار | PRICO | 2 |
| 39 | سوق فلسطين للأوراق المالية | البنوك والخدمات المالية | PSE | 2 |
| 40 | بنك القدس | البنوك والخدمات المالية | QUDS | 2 |
| 41 | مصايف رام الله | الخدمات | RSR | 2 |
| 42 | التكافل الفلسطينية للتأمين | التأمين | TIC | 2 |
| 43 | البنك الوطني | البنوك والخدمات المالية | TNB | 1 |
| 44 | ترست العالمية للتأمين | التأمين | TRUST | 2 |
| 45 | الاتحاد للإعمار والاستثمار | الاستثمار | UCI | 1 |
| 46 | مصانع الزيوت النباتية | الصناعة | VOIC | 2 |
| 47 | الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية | الخدمات | WASSEL | 2 |
| 48 | موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات | الخدمات | WATANIYA | 2 |

المصدر: (بورصة فلسطين، 2016: نت)

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

0-3 تمهيد

1-3 الدراسات الفلسطينية

2-3 الدراسات العربية

3-3 الدراسات الأجنبية

4-3 التعقيب على الدراسات السابقة

5-3 الفجوة البحثية

ملخص الفصل الثالث

0-3 تمهيد

لقد تم البحث عن المواضيع ذات العلاقة بحوكمة الشركات وهيكل رأس المال من أبحاث ودراسات سابقة، وقسم الباحث الدراسات التي تناولت حوكمة الشركات وهيكل رأس المال الي دراسات فلسطينية وعددها (8)، ودراسات عربية وعددها (9)، ودراسات أجنبية وعددها (9)، واختلفت هذه الدراسات في عدة جوانب منها: أبعاد الدراسة، مجتمع الدراسة، وغير ذلك من الاختلافات التي ميزت هذه الدراسات عن بعضها البعض، مع العلم أن هناك ندرة في الدراسات التي ركزت على هذا الموضوع خصوصا في دولة فلسطين.

قام الباحث بالتعقيب على الدراسات السابقة، وعرض ملخص لأوجه الاختلاف والاتفاق بين الدراسات السابقة، ووضح الباحث ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، وعمل الباحث الفجوة البحثية، حيث تكون من جدول من ثلاثة أعمدة عرض في العمود الأول الدراسات السابقة، والعمود الثاني الفجوة البحثية، والعمود الثالث الدراسة الحالية.

1-3 الدراسات الفلسطينية:

1. دراسة (أبو جراد، 2015) بعنوان: "العلاقة بين التحفظ في السياسات المحاسبية وتطبيق الحاكمية المؤسسية وأثرهما على جودة الإفصاح في البنوك التجارية العاملة في فلسطين "

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين التحفظ في السياسات المحاسبية وتطبيق حوكمة الشركات وأثرها على جودة الإفصاح في البنوك التجارية العاملة في فلسطين، واستخدمت الدراسة المنهج التحليلي، من خلال الاعتماد على القوائم المالية للاستخدام بيانات (7) بنوك وعلى مدى (7) سنوات لكل بنك من واقع قاعدة بيانات بورصة فلسطين في الفترة (2008-2014)، **وكانت أهم النتائج:** وجود درجة مرتفعة من حوكمة الشركات، وثبات في مستوى حوكمة الشركات في السنوات الخمسة الأخيرة، كذلك رتبت الدراسة قواعد الحوكمة كالتالي: أنظمة التدقيق، يليها تطابق اللوائح والقوانين الداخلية للبنوك التجارية الفلسطينية مع قواعد حوكمة الشركات، أما اقلها تطابقا هي السياسات المستقبلية للبنوك التجارية الفلسطينية مع قواعد حوكمة الشركات بنسبة، كما أظهرت النتائج وجود أثر واضح لنسبة تطابق المؤشرات الكلية مع قواعد حوكمة الشركات على جودة الإفصاح في البيانات المالية في

البنوك التجارية، **واهم التوصيات:** ضرورة التزام الشركات الفلسطينية بقواعد حوكمة الشركات المنصوص عليها من قبل سلطة النقد الفلسطينية.

2. دراسة (طالب، 2015) بعنوان: "محددات هيكل رأس المال: دراسة ميدانية للشركات المدرجة في فلسطين 2009م-2014م"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق، وتكون مجتمع الدراسة من (49) شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، تم اختيار عينة تتكون من (35) شركة مدرجة خلال الفترة (2009م-2014م) وتم جمع بيانات الدراسة من التقارير المالية السنوية، **وكانت أهم النتائج:** إن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التابعة: الدين قصير الأجل، الديون طويلة الأجل، مجموع الديون، وجميع المتغيرات المستقلة: العمر، السيولة، الربحية، الأصول الملموسة، المخاطر، حجم والنمو، وإن هناك علاقة سلبية بين السيولة، والربحية، والنمو، والعمر مع هيكل رأس المال، وعلاقة ايجابية بين هيكل رأس المال وملموسية، والحجم، **واهم التوصيات:** إن جميع الشركات في جميع القطاعات لديها التمويل التوسع المستقبلي لاستثماراتهم، الحفاظ على سمعة طيبة في جميع مراحل حياتهم على الاحتفاظ بميزة الوصول إلى الديون والاستفادة من النفوذ في وقت تحتاج إليها.

3. دراسة (أبو طوحينة، 2015) بعنوان: "اثر هيكل رأس المال على أداء الشركات المالي في فلسطين".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد التأثير الكلي لهيكل رأس المال على أداء الشركات المالي في فلسطين، حيث يتكون مجتمع الدراسة من (49) شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتم اختيار (35) شركة على أساس توفر المعلومات اللازمة لإجراء الدراسة لفترة 5 سنوات من (2009م-2013م)، واستخدم الارتباط والانحدار المتعدد، **وكانت أهم النتائج:** إن هناك علاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات المالي، وهناك تأثير سلبي للديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول وإجمالي الديون لإجمالي الأصول على مؤشرات الأداء المالي باستثناء العائد على حقوق الملكية، وإن الشركات الفلسطينية تعتمد بشكل رئيسي في تمويل رأس المال على المزج بين حقوق الملكية والديون قصيرة الأجل، **واهم التوصيات:** إن تعتمد الشركات بدرجة أقل على الديون قصيرة الأجل والتي تشكل الجزء الأكبر من الرافعة

المالية والتركيز أكثر على تطوير الاستراتيجيات الداخلية التي يمكن أن تساعد في تحسين الأداء المالي للشركات.

4. دراسة (اسماعيل ، 2015) بعنوان: " محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر محددات الهيكل المالي في تركيبة هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، واعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي في تحليل البيانات المالية (12) شركة صناعية والمصرح بها خلال الفترة (2005م-2014م)، واستخدم الباحث أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار المتعدد، **وكانت أهم النتائج:** أن هناك أثراً إيجابياً لحجم الشركة على هيكل رأس المال، وأن هناك أثراً سلبياً لهيكل الأصول على هيكل رأس المال، كما وأظهرت الدراسة أن هناك أثراً سلبياً لكل من ربحية ومعدل نمو الشركات على هيكل رأس المال، في حين نتج عن الدراسة أن هناك أثراً إيجابياً لكل من معدل الفائدة ومعدل الضريبة على هيكل رأس المال، **وإهم التوصيات:** ضرورة استخدام مؤشر حجم الشركة لتقوية القدرة التفاوضية للشركات في الحصول على أموال مقترضة بصورة أكبر من المقرضين، وكذلك تقليل نسبة استخدام الأصول الثابتة في الإنتاج بدراسة استخدام الاستئجار التمويلي لذلك الغرض، ودراسة التمويل بالاقتراض من المصادر المتعددة كالبنوك أو إصدار السندات ولذلك أوصت بدراسة متطلبات إصدار السندات.

5. دراسة (صيام، 2014) بعنوان: "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وجودة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين "

هدفت هذه الدراسة إلى بيان معرفة مدى وجود علاقة بين عناصر حوكمة الشركات والتي تتكون من مجلس الإدارة ولجنة التدقيق الداخلي وبين جودة الأرباح، حيث تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لقياس تأثير العناصر الخاصة بحوكمة الشركات على جودة الأرباح واشتملت عينة الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، للفترة من 2008م - 2013م، وحيث تم مسح التقارير المالية السنوية للوصول إلى المعلومات المطلوبة للدراسة، **وكانت أهم النتائج:** إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس إدارة الشركة و جودة الأرباح، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية تربط عدد أعضاء مجلس الإدارة و نشاط لجنة التدقيق الداخلي بجودة الأرباح، **وإهم التوصيات:** العمل بكل الطرق لتحقيق استقلالية مجلس الإدارة وزيادة عدد أعضائه من خلال الإشراف على

تطبيق قواعد حوكمة الشركات، وعقد الندوات لتوعية مجالس إدارة الشركات بأهمية استقلاليتهم من الوظائف التنفيذية وأهمية الدور الذي يلعبونه في كشف عمليات التلاعب التي قد تقوم بها الإدارة، بالإضافة إلى التوعية بالدور التي تلعبه لجنة التدقيق الداخلي في الشركات وفعاليتها في الحد من عمليات التلاعب التي قد تقوم بها الإدارة لتحقيق مصالح خاصة بها وتوضيح أهمية نشاط هذه اللجنة عن طريق زيادة عدد الاجتماعات التي تعقدها اللجنة سنويا .

6. (النجار، 2013) بعنوان: "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم اختيار عينة مكونة من (20) شركة، واستخدم نموذج الانحدار المتعدد لفترة (2004م-2011م)، **وكانت أهم النتائج:** وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات معدل نمو المبيعات، وان هناك أثراً سلبياً للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة، **واهم التوصيات:** إن تقوم إدارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلي للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي .

7. دراسة (القيسي، 2013) بعنوان: "محددات هيكل رأس المال: الحالة الفلسطينية 2003م-2007م"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال في الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين باعتبارها سوق ناشئة، حيث تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد واشتملت عينة الدراسة (15) شركة غير مالية مدرجة في بورصة فلسطين لفترة (2003م-2007م)، **وكانت أهم النتائج:** إن حجم الشركة وأرباح الشركة تؤثر على قرارات هيكل رأس المال للشركات الفلسطينية، **واهم التوصيات:** ضرورة معرفة الأسباب التي أدت إلى انخفاض نسب المديونية في بورصة فلسطين، إقرار قوانين اقتصادية تتيح المجال للشركات المساهمة العامة في فلسطين استخدام قروض السندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه الشركات أثناء استخدام الرفع المالي في التمويل.

8. دراسة (الاعا، 2005) بعنوان: "اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار: دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطينية".

هدفت هذه الدراسة لتقييم هذه العلاقة ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، من خلال تطبيق الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة ما بين (1999م-2003م)، واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة، **وكانت من أهم النتائج:** وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار، **وإهم التوصيات:** زيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

2-3 الدراسات العربية:

1. دراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) بعنوان "تأثير خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية على الرفع المالي للشركات"

هدفت الدراسة 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، المتغيرات 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 الانحدار المتعدد لتحليل البيانات، **وكانت أهم النتائج:** 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، **وإهم التوصيات:** أهمية تعديل لوائح حوكمة الشركات وإلزام الشركات بها و إلا يكون الأمر طوعيا كما هو عليه الآن.

2. دراسة (عيساوي، 2015) بعنوان: " محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية سوناطراك المديرية الجهوية حوض الحمراء للفترة".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف بأهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المديرية الجهوية حوض الحمراء خلال الفترة (2003م-2014م)، وكذلك قياس واختبار مدى تأثير هذه العوامل على معدل الهيكل المالي للمؤسسة، واستخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بحيثيات الجانب النظري والتطبيقي، وقد اعتمد الباحث الأسلوب الإحصائي ممثلاً في الانحدار المتعدد، **وكانت أهم النتائج:** إن كل المتغيرات: حجم المؤسسة، هيكل الأصول، معدل المردودية المالية، معدل المردودية الاقتصادية، عمر المؤسسة تلعب دوراً جوهرياً في تفسير الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، إلا إن معدل النمو استبعد من النموذج الأمثل أي أنه لا يلعب دوراً ملموساً في تفسير معدل الهيكل المالي في المؤسسة، **وأهم التوصيات:** إضافة مؤشر المخاطر إلى العوامل المستقلة لمعرفة مدى تأثيره على توليفة مصادر التمويل في المؤسسات.

3. دراسة (اسعد، 2015) بعنوان: "أثر تطبيق آليات الحوكمة المفصح عليها على الأداء المالي".

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق في تأثير تطبيق آليات الحوكمة المفصح 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 واستثني منها 22 شركة، **وكانت أهم النتائج:** بوجود علاقة جوهرياً عكسية بين حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة وبين معدل القيمة السوقية للسهم على القيمة الدفترية ووجود علاقة جوهرياً طردية بين الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة ونسبة المساهمين الكبار وبين معدل العائد على حقوق المساهمين ووجدت أيضاً علاقة جوهرياً 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 والأولوية من قبل الجهات المختصة، وأهمية أن لا تُلزم الشركات بأي فقرة أو مادة عن طريق إجراء المزيد والأبحاث حول ذلك، مع ضرورة أن يعطي القطاع المالي معايير وقواعد تتناسب مع طبيعتها ونشاطه، وإن يؤخذ نوع القطاع في الحسبان عند إجراء أي بحث مستقبلي

4. دراسة (العمرى، 2014) بعنوان: "أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المحاسبي - دراسة حالة ديوان الترقية والتسيير العقاري لولاية البويرة، الجزائر "

هدفت هذه الدراسة إلى أهمية مساهمة حوكمة الشركات في تحقيق جودة الإفصاح المحاسبي واستخدام المنهج الوصفي التحليلي في دراسة ميدانية لديوان التسيير العقاري من خلال وصف مكانة حوكمة الشركات في الديوان وتحليل الوضعية المالية، واعتمد على المؤشرات والنسب المالية لسنتي (2011م-2012م) ، **وكانت أهم النتائج:** إن نظام حوكمة الشركات هو المدخل الفعال لتحقيق جودة الإفصاح للمعلومات، ويوجد تقصير في تطبيق آليات حوكمة الشركات في ديوان الترقية والتسيير العقاري حيث لا يوجد في قوانين الديوان تفعيل في مسؤوليات المدراء والتنفيذيين داخل مجلس الإدارة كذلك عدم وجود قنوات للإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية ، **وإهم التوصيات:** إن الإفصاح المحاسبي ضروري لثبات الاطمئنان وتقليل المخاطر التي يتعرضون لها في الديون، والعمل على زيادة الوعي لمعدي ومراجعي التقارير المالية لديوان الترقية وذلك بتشجيعهم على معايير التقارير المالية الدولية.

5. دراسة (صالح، 2011) بعنوان: **العلاقة بين حوكمة الشركات وجودة الأرباح وأثرها على جودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية، دراسة نظرية وتطبيقية .**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى وجود علاقة بين جودة الأرباح وبين بعض جوانب حوكمة الشركات المتمثلة في كل من مجلس الإدارة ولجنة المراجعة ، **وكانت أهم النتائج:** أن هناك علاقة عكسية بين جودة الأرباح وبين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة، ولم يتبين وجود علاقة بين جودة الأرباح وبين حجم مجلس الإدارة، كما توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة بين جودة الأرباح وبين استقلالية مجلس الإدارة، وأن هناك علاقة طردية بين جودة الأرباح وبين استقلالية لجنة المراجعة، ولم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة بين جودة الأرباح وبين نشاط لجنة المراجعة المتمثل بعدد اجتماعاتها ، **وإهم التوصيات:** ضرورة التزام الشركات بالحوكمة والعمل على استقلالية مجلس الإدارة واستقلالية لجنة المراجعة.

6. دراسة (الخيال، 2010) بعنوان: **تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية- دراسة تطبيقية .**

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى التزام الشركات المساهمة السعودية بتطبيق لائحة حوكمة الشركات، وكذلك دراسة تأثير بعض آليات الحوكمة وتشمل: إجمالي نسبة

الأسهم المملوكة لكبار الملاك (الأشخاص، الشركات، الحكومة)، عدد أعضاء مجلس الإدارة، الجمع بين إدارة الشركة وعضوية مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء الغير تنفيذيين لمجموع أعضاء مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء الغير تنفيذيين في لجنة المراجعة، حجم الشركة، مديونية الشركة-على الأداء المالي للشركات السعودية المساهمة، وتمثل الأداء المالي في نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية، نسبة Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات التي تتداول أسهما في سوق الأوراق المالية في 2008/12/31 وعددها 95 شركة استثنى منها قطاعي البنوك والتأمين؛ وذلك لطبيعتهما الخاصة حسب نظر الباحث، وشملت عينة الدراسة 94 شركة، **وكانت أهم النتائج:** يوجد اهتمام من قبل معظم الشركات المساهمة السعودية بتطبيق مواد لائحة الحوكمة، وتختلف نسبة التطبيق من قطاع إلى آخر، كما توصلت الدراسة إلى قدرة متغيرات آليات الحوكمة في التنبؤ بالأداء المالي للشركات المساهمة السعودية، ووجود تأثير من قبل آليات الحوكمة بالمجمل على الأداء المالي للشركات، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن النموذج الخاص بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية هو الأقوى جودة في تفسير الأداء المالي، **وإهم التوصيات:** ضرورة إلزام الشركات بتطبيق جميع آليات الحوكمة.

7. دراسة (سامي، 2009) بعنوان: "دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة وتحليل دور لجان المراجعة في زيادة فعالية حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، واستخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي واكتفي الباحث في هذه الدراسة بتناول لجان المراجعة كإحدى آليات الحوكمة ولم يتعرض لآليات أخرى في هذا المجال، **وكانت أهم النتائج:** أن لجان المراجعة في بيئة الأعمال المصرية لم تحظ بالاهتمام الكاف سواء من حيث جهود الجامع المهنية وهيئة سوق المال أو من حيث المتطلبات التشريعية والتنظيمية، وأن الهدف الرئيس من تكوين لجان المراجعة هو تأكيد وزيادة موثوقية ومصداقية حقوق المساهمين وتعظيم ثروتهم بشكل عادل، بالإضافة إلى دعم مسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة، **وإهم التوصيات:** إصدار تشريع ملزم لشركات المساهمة بإعداد تقرير، ووضع معايير عامة عند اختيار أعضاء لجنة المراجعة.

8. دراسة (المومني، حسن، 2009) بعنوان: "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في: الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في: معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات، واشتملت عينة الدراسة على شركات الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي، البالغ عددها (54) شركة للفترة من (1996م - 2007م)، **وكانت أهم النتائج:** أن حجم الشركة وهيكل الأصول كان له أثر إيجابي في مقياس الهيكل المالي، في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقياس الهيكل المالي، أما معدل النمو فقد كان له أثر إيجابي في الهيكل المالي، وأثبتت النتائج عدم وجود أثر العوامل الخاصة بسوق رأس المال والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في قرارات المديرين الماليين في الشركات، وان هذه العوامل لا تفسر التغييرات التي تحدث في الهيكل المالي، **وأهم التوصيات:** تحسين مستوى أداء شركات قطاع الخدمات بالتركيز على العوامل الخاصة بالشركات .

9. دراسة (رمضان، العقدة، 2009) بعنوان: "محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية: دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة "

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على محددات هيكل رأس المال في الأردن بالتركيز على الفترة بين عامي 2000م-2006م لمعرفة فيما إذا كان قرار الشركات الأردنية المتعلقة بالرفع المالي ينسجم مع نتائج الدراسات السابقة، وقام الباحث بتحليل المعلومات المستفادة من مؤشر المائة شركة المستخدم في سوق الأوراق المالية الأردني لتحديد العلاقة بين نسبة المديونية للشركات الأردنية وكل من حجم وعمر وربحية وسيولة وهيكل أصول الشركة والنمو المتوقع لها ومخاطرها والضرائب والدرع الضريبي من غير القروض للشركة، **وكانت أهم النتائج:** أن وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية واقتصادية بين هيكل رأس المال للشركات الأردنية وكل من ربحية الشركة، وسيولتها، وهيكل أصولها، ومخاطرها، كما توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين هيكل رأس المال للشركات الأردنية وحجمها هي علاقة طردية ذات دلالة إحصائية واقتصادية، فيما لم تقدم الدراسة أية أدلة على وجود علاقة بين هيكل رأس المال وكل من عمر الشركة والنمو المتوقع للشركة والدرع الضريبي للشركة، **وأهم التوصيات:** إعادة النظر في المؤشرات التي تم استخدامها للتعبير عن المتغيرات وخاصة المتغيرات التي لم تكن لها دلالة إحصائية.

3-3 الدراسات الأجنبية:

1. دراسة (Kumar, 2015) بعنوان: "هيكل رأس المال وحوكمة الشركات"

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين هيكل رأس المال و حوكمة 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، **وكانت أهم النتائج:** أن هيكل الديون مرتبط غير خطيا بهيكل رأس، 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 إحصائيا بين ملكية المديرين التنفيذيين وهيكل رأس المال، **وإهم التوصيات:** ضرورة تطبيق الحوكمة لاختيار مزيج امثل في هيكل رأس المالي.

2. دراسة (Okiro, 2015) بعنوان "مدى تأثير حوكمة الشركات وهيكل رأس المال على أداء الشركات المدرجة في شرق أفريقيا للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير حوكمة الشركات وهيكل رأس المال على أداء الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية جماعة شرق أفريقيا، على وجه التحديد سعت 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، أوغندا للأوراق المالية، دار السلام للأوراق المالية وبورصة رواندا، وتم استهداف 56 شركة من 98 وهي تشكل نسبة 57% **وكانت أهم النتائج:** 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، من الناحية النظرية، هذه الدراسة يفسر ليس فقط كيف يؤثر حوكمة الشركات أداء الشركات، ولكن أيضا يكشف أهمية هيكل رأس المال في نظام حوكمة الشركات، **وإهم التوصيات:** ضرورة الاهتمام بالحوكمة لما لها أهمية على الاداء المالي للشركة.

3. دراسة (Waworuntu, et al, 2014) بعنوان: "تأثير حوكمة الشركات على هيكل رأس المال في الشركات العامة المدرجة في اندونيسيا"

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير حوكمة الشركات على قرار هيكل رأس المال في الشركات العامة المدرجة في إندونيسيا، ويوصف 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)، **وكانت أهم النتائج:** 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، **وإهم التوصيات:** ضرورة وجود جسم حكومي لإقرار حوكمة الشركات في إندونيسيا وضرورة أن يقوم هذا الكيان بتعزيز جودة حوكمة الشركات لما لها من اثر على الملاك والمستثمرين وتزيد من مستوى الشفافية وتخلق تنافسية للسوق الاندونيسي وجاذبية للمستثمر.

4. دراسة (Kajananthan, 2012) بعنوان: "تأثير حوكمة الشركات على هيكل رأس المال: دراسة حالة للشركات الصناعية السريلانكية"

وهدفت الدراسة إلى التحقيق في ما إذا كانت هناك علاقة بين بعض محددات حوكمة الشركات، وهيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة كولومببو، تضمنت عينة الدراسة (28) شركة صناعية مدرجة في بورصة كولومببو 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 الانحدار المتعدد، **وكانت أهم النتائج:** ان ممارسات الحوكمة أثرت بنسبة (34%) على هيكل رأس المال وكان لمجلس الإدارة تأثير واضح على هيكل رأس المال، **وإهم التوصيات:** 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.

5. دراسة (Rehmn Ur Ateeq, et al, 2010) بعنوان: "هل حوكمة الشركات يؤدي إلى تغيير في هيكل رأس المال؟".

وهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين حوكمة الشركات وهيكل رأس المال للمصارف البالغ عددها (19) مصرف تم اختيارها عشوائياً من باكستان، تم جمع البيانات المالية الصادرة عن مؤسسة مالية، وتم تطبيق نموذج الانحدار المتعددة لإيجاد العلاقة بين المتغيرات، **وكانت أهم النتائج:** لا يوجد علاقة بين حوكمة الشركات وهيكل رأس المال في القطاع المصرفي من باكستان، وأن جميع المتغيرات المستقلة ترتبط إيجابياً مع هيكل رأس المال باستثناء تركيز الملكية الذي يؤثر سلباً على هيكل رأس المال، **وإهم التوصيات:** ضرورة الاهتمام باستعراض المشاكل المتعلقة بأثر حوكمة الشركات على القرارات المالية.

6. دراسة (Christensen et al, 2010) بعنوان: "حوكمة الشركات والأداء المالي في استراليا".

وهدف الدراسة إلى اختبار ما إذا كان اعتماد توصيات أفضل ممارسات حوكمة الشركات في استراليا يرتبط مع الأداء المالي للشركات مقاساً بمعدل العائد على الأصول ونسبة Tobin's Q، وتكونت عينة الدراسة من جميع الشركات المدرجة في البورصة في 30 يونيو 2004 م، **وكانت أهم النتائج:** أن هياكل حوكمة الشركات الموصى بها والمتعلقة باعتماد لجان فرعية لمجلس الإدارة تحسن الأداء المالي؛ حيث وجدت علاقة إيجابية بين لجنة المراجعة ومعدل العائد على الأصول و Tobin's Q، وأن لجنة المكافآت ترتبط مع زيادة الأداء المحاسبي، وفي المقابل فإن استقلالية المجلس له تأثير سلبي على معدل العائد على الأصول Tobin's Q، حيث وجدت الدراسة أن أداء الشركة يتضاءل مع زيادة الأعضاء المستقلين، كما أن النتائج كانت متعارضة بين مقياس العائد على الأصول ومقياس Tobin's Q بخصوص ازدواجية الرئيس التنفيذي وحجم مجلس الإدارة، حيث وجدت علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة والعائد على الأصول، بينما وجدت علاقة إيجابية مع Tobin's Q ووجدت علاقة سلبية بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة و Tobin's Q ووجدت النتائج أيضاً أن العائد على الأصول يرتبط إيجاباً مع الفصل بين الرئيس التنفيذي والمدير التنفيذي، أما Tobin's Q فيناقض ذلك، **وإهم التوصيات:** تعزيز عمل اللجان الفرعية في المجلس، ضرورة الفصل بين الرئيس التنفيذي و رئيس مجلس الإدارة.

7. دراسة (Stanwick and Stanwick, 2010) بعنوان: "العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالي، دراسة ميدانية على الشركات الكندية

وهدف هذه الدراسة إذا كانت الحوكمة الجيدة تؤدي إلى أداء مالي أفضل من أداء الحوكمة الضعيفة لدى الشركات الكندية، وقد أخذت عينة شملت أفضل 25 مجلس إدارة وأسوأ 25 مجلس إدارة للعام 2007 م حسب تصنيف الشركات الكندية، **وكانت أهم النتائج:** أن أداء مجلس الإدارة بشكل عام يؤثر على أداء الشركات، وأن الشركات التي لديها مستوى عال من الشفافية والمساءلة في مجلس الإدارة تمتلك أداءً ماليًا أعلى، وأن هناك علاقة عكسية بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء المالي، وأظهرت النتائج أن للحوكمة قدرة حاسمة في تعزيز وتحسين وضع الشركات المالي، وأن مجلس الإدارة يجب أن يكون مسؤولاً عن أنشطته لضمان قدرة الشركة في تحقيق أداءها المالي، وأضافت الدراسة أن المجلس الذي يسيطر عليه أعضاء مجلس الإدارة الداخليين يحقق أداءً أعلى، **وإهم التوصيات:** ضرورة العمل على استقلالية مجلس الإدارة، وضرورة الالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة في الشركات.

8. دراسة (Tawfeeq et al, 2009) آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركات الأردنية.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي لعينة من الشركات الصناعية والخدمية في الأردن بلغت (109) شركة مدرجة في بورصة عمان، تم تجميع البيانات من التقارير المالية السنوية للعام 2011 م، وتم تحليل البيانات باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS. ، **وكانت أهم النتائج:** إلى أن هناك علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وبين الأداء المالي، **كما توصلت** الدراسة إلى أنه لا يوجد أي علاقة بين ازدواجية الرئيس التنفيذي واستقلالية مجلس الإدارة وبين الأداء المالي، وإهم التوصيات ضرورة اختيار مجلس الإدارة من أصحاب الاختصاص والكفاءات.

9. دراسة (Hasan, 2006) بعنوان: "أثر هيكل الملكية وحوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات المدرجة في البورصة الباكستانية " .

هدفت هذه الدراسة 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" اختيرت عشوائياً، باستخدام متغير تحليل الانحدار في إطار نموذج الأثر الثابت، **وكانت أهم النتائج:** أن يوجد

علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة و نسبة الدين، ولكن لم يتم العثور على ازدواجية الرئيس التنفيذي/الرئيس وهيكّل رأس المال، ومع ذلك لوحظ وجود تأثير كبير لمتغيرات حجم الشركة والعائد على الأصول على هيكّل رأس المال، قد أشارت النتائج أن متغيرات حوكمة الشركات لها دور هام في تحديد المزيج المالي للشركات، **وأهم التوصيات:** ضرورة اخذ حجم مجلس الإدارة، وهيكّل الملكية، والملكية الإدارية في تحديد المزيج المالي.

3-4 التعقيب على الدراسات السابقة:

من خلال استعراض الباحث لبعض الدراسات السابقة فإنه في هذا القسم يتم بيان بعض أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة من حيث منهجية الدراسة المتبعة، الأداة المستخدمة في الدراسة، المجتمع و عينة الدراسة، وأوجه تميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، وكذلك أوجه استفادة الدراسة الحالية منها.

• من حيث المنهج:

اتفقت الدراسة الحالية مع جميع الدراسات السابقة من حيث المنهج المتبع في الدراسة وهو المنهج الوصفي التحليلي بنماذج .

• من حيث الأدوات:

استخدمت الدراسة الحالية أداة تحليل القوائم المالية المنشورة والمعتمدة، حيث اتفقت مع جميع الدراسات في استخدام الأداة ولكن دراسة الأغا أضافت أداة أخرى وهي المقابلات الهاتفية.

• من حيث المجتمع والعينة:

الدراسة الحالية اختلفت مع جميع الدراسات السابقة، ففي الدراسة الحالية مجتمع وعينة الدراسة الشركات غير المالية (الصناعية- الخدماتية) المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (22) في تلك الفترة، ويعود اختيار الشركات الغير مالية لاختلاف القوائم المالية بين الشركات المالية والشركات غير المالية، وبالتالي نتجنب تعارض النتائج، حيث اختلفت هذه الدراسة مع (ابو جراد، 2016) حيث تكون مجتمع الدراسة البنوك الفلسطينية والبالغ عددها (7)، ودراسة (طالب، 2014) حيث تكون مجتمع الدراسة لجميع الشركات على مختلف القطاعات والبالغ عددها (49) وتم اختيار عينة ل(35) شركة، ودراسة (ابوطوحينة، 2015) حيث يتكون مجتمع الدراسة من (49) شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتم اختيار (45) شركة على أساس توفر المعلومات اللازمة، دراسة (اسماعيل،

2015) حيث تكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية والبالغ عددها (12) شركة صناعية، دراسة (صيام، 2014) حيث تكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية والبالغ عددها (12) شركة صناعية، ودراسة (النجار، 2013) حيث تكون مجتمع الدراسة لجميع الشركات على مختلف القطاعات والبالغ عددها (48) وتم اختيار عينة عشوائية ل(20) شركة، دراسة (القيسي، 2013) حيث توافقت مع الدراسة الحالية في المجتمع وهي الشركة غير المالية أما العينة فختلفت حيث بلغ عددها (15) شركة، دراسة (الاغا، 2005) حيث تكون مجتمع الدراسة لجميع الشركات على مختلف القطاعات عددها (44) حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة، دراسة (عيساوي، 2015) حيث تكون مجتمع وعينة الدراسة دراسة حالة المديرية الجمهورية حوض الحمراء، دراسة (اسعد، 2015) حيث تكون مجتمع الدراسة لجميع الشركات على مختلف القطاعات والبالغ عددها (167) واستثنى منها (22) شركة، دراسة (العمري، 2014) دراسة حالة ديوان الترقية والتسيير العقاري لولاية البويرة، دراسة (الخيال، 2010) حيث تكون مجتمع وعينة الدراسة من جميع الشركات السعودية والبالغ عددها 95 شركة استثنى منها قطاعي البنوك والتأمين، دراسة (سامي، 2009) ودراسة (صالح، 2011) حيث تكون مجتمع وعينة الدراسة بيئة الأعمال المصرية، دراسة (المؤمن، حسن، 2009) تكون مجتمع الدراسة شركات الخدمات في سوق عمان والبالغ عددها (54) شركة، دراسة (رمضان، العقدة، 2009) تكون مجتمع وعينة الدراسة جميع الشركات باختلاف القطاعات والبالغ عددهم (100)، كذلك الشركات الأجنبية اختلفت الدراسة الحالية معها في المجتمع والعينة.

• أوجه الاتفاق بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة:

1. استخدم المنهج الوصفي التحليلي
2. استخدام تحليل القوائم المالية المنشورة والمعتمدة كأداة أساسية في الدراسة.
3. بعض الدراسات تناولت بعض آليات حوكمة الشركات كمتغير مستقل، حيث اتفقت مع دراسة (صيام، 2015) و(اسعد، 2015) و(العمري، 2014) و(صالح، 2011) و(الخيال، 2011) و(سامي، 2009) و(Kumar, 2015) و(Waworuntu, et al, 2014) و(Kajananthan, 2012) و(Christensen et al, 2010) و(Stanwick and Stanwick, 2010) و(Tawfeeq et al, 2009) و(Hasan, 2006).

4. بعض الدراسات تناولت الرفع المالي كمقياس للمتغير التابع مثل داسة (طالب، 2015)، (اسماعيل، 2015)، (القيسي، 2015)، (عيساوي، 2015)، (المؤمن، حسن، 2009)، (رمضان، العقدة، 2009)، (Kumar, 2015)، (Waworuntu, et al,)، (2014)، (Kajananthan, 2012)، (Rehmn Ur Ateeq, et al, 2010)، (Hasan, 2006) .

• أوجه تميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

1. تناولت هذه الدراسة آليات حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات، في بيئة تشهد شح للدراسات السابقة من هذا النوع، كما أن معظم الدراسات التي أخذت متغيرات الدراسة في بيئة الدول الغربية وهذا مختلفا اختلافا واضحا عن بيئة الدول العربية وخصوصا عن البيئة الفلسطينية والتي لها خصوصيتها وظروفها، حيث الوضع الاقتصادي والسياسي و الأمني بسبب الاحتلال "الإسرائيلي" . كما أنها أجرت الدراسة على الشركات غير المالية (الصناعية و الخدماتية) المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية و البالغ عددها (22) فترة الدراسة، ويعود ذلك الاختيار لتجنب تعارض النتائج بين الشركات المالية والشركات غير المالية.

2. المكتبة الفلسطينية تفتقر لمثل هذه الدراسات المتعلقة بموضوعات الحوكمة وهيكل رأس المال، حيث لا زالت المكتبة الفلسطينية تعاني من نقص في الدراسات المتعلقة بموضوعات الحوكمة وهيكل رأس المال، وعلى حد علم الباحث تعتبر هذه الدراسة الأولى التي تدرس آليات حوكمة الشركات، فلم تكن هناك دراسة ركزت على 10 متغير مستقل لآليات حوكمة الشركات (حجم المجلس، استقلالية مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، الجمع بين الرئيس التنفيذي وعضوية المجلس، لجنة المراجعة، استقلالية لجنة المراجعة، كبار المساهمين، الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية، لجنة المكافآت .

3. الدراسات تركزت على اليات الحوكمة الداخلية للشركات فقط ولم تتطرق لآليات الحوكمة الخارجية.

4. الدراسة لم تقتصر على المنهج الوصفي فقط بل استخدمت النموذج القياسي من خلال اساليب الانحدار.

5. تميزت الدراسة الحالية في اختبار أكثر النماذج ملائمة لبيانات الدراسة في استخدام واحدة من النماذج الثلاثة للانحدار المتعدد، واعتمدت الدراسة حسب نتائج الاختبارات نموذج التأثيرات العشوائية (**Random Effect**) ليكون أكثر ملائمة.

6. اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data)،

• **أوجه استفادة الدراسة الحالية من الدراسات السابقة:**

تم إثراء الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في عدة جوانب منها الآتي:

1. إعداد الإطار النظري للدراسة.
2. اختيار المنهجية البحثية والأداة الملائمة للدراسة .
3. اختيار الأساليب الإحصائية ذات العلاقة والمناسبة لهذا النوع من الدراسات.
4. اختيار المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع.
5. كيفية حساب المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
6. عرض النتائج ومناقشتها وتفسيرها.

3-5 الفجوة البحثية:

جدول رقم (3-1)

يوضح الفجوة البحثية للباحث

| الدراسة الحالية | الفجوة البحثية | الدراسات السابقة |
|--|--|---|
| <p>- سيركز في الدراسة الحالية على جميع آليات حوكمة الشركات وعددها (10) آلية، وحتى هذه اللحظة لم تتفق أي دولة أو مؤسسة دولية على عناصر آليات الحوكمة وعددها.</p> <p>- سيركز في الدراسة الحالية على المؤثرات التي تؤثر على القرار الأمثل لهيكل رأس المال.</p> <p>- ركزت فقط على آليات الحوكمة الداخلية للشركات.</p> <p>- الدراسة لم تقتصر على المنهج الوصفي فقط بل استخدمت النموذج القياسي من خلال أساليب الانحدار</p> <p>- اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data)،</p> | <p>- لم تتطرق الدراسات السابقة إلى آليات حوكمة الشركات وعددها (10) آلية على الشركات وخاصة المدرجة في سوق فلسطين.</p> <p>- ركزت الدراسات السابقة على الاعتماد على مقاييس الأداء المالي في تطبيق حوكمة الشركات</p> <p>- لم تربط الدراسات الفلسطينية والعربية السابقة بين المتغيرين المستقل آليات حوكمة الشركات والمتغير التابع هيكل رأس المال.</p> | <p>- ركزت بعض الدراسات السابقة على تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات على الشركات</p> <p>- ركزت بعض الدراسات السابقة على محددات الهيكل المالي</p> <p>- أيدت الدراسة السابقة تطبيق حوكمة الشركات في تقييم الأداء المالي للشركات</p> <p>- ركزت على الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة</p> <p>- استخدمت المنهج الوصفي في الدراسة</p> |

المصدر: من إعداد الباحث بناء على الدراسات السابقة

ملخص الفصل:

تناول الباحث في هذا الفصل عدد من الدراسات السابقة التي تناولت حوكمة الشركات وهيكل رأس المال، حيث صنف الباحث الدراسات السابقة لثلاث تصنيفات (فلسطينية، عربية، أجنبية)، وفي ختام الفصل عقب الباحث على الدراسات السابقة، حيث أوضح أوجه الاختلاف والاتفاق بينها، كما بين الباحث ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، وحدد الباحث الفجوة البحثية للدراسة بشكل دقيق، وأكد الباحث ان هذه الدراسة هي الأولى في الوطن العبية بشكل عام وفلسطين بشكل خاص حسب علم الباحث التي تربط بين آليات حوكمة الشركات وكان عددها (10) وهيكل رأس المال في الشركات غير المالية المدرجة في سوق فلسطين. وفي ختام الفصل أوضح الباحث أوجه استفادة الدراسة الحالية من الدراسات السابقة من حيث أثراء الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

الفصل الرابع

المنهجية و الإجراءات

0-4 تمهيد

1-4 منهج الدراسة

2-4 مصادر جمع البيانات

3-4 مجتمع الدراسة

4-4 إجراءات الدراسة

ملخص الفصل الرابع

0-4 تمهيد

تعتبر منهجية الدراسة وإجراءاتها محورا رئيسيا يتمّ من خلاله انجاز الجانب التطبيقي من الدراسة، وعن طريقها يتم الحصول على البيانات المطلوبة لإجراء التحليل الإحصائي للتوصل إلى النتائج التي يتمّ تفسيرها في ضوء أدبيات الدراسة المتعلقة بموضوع الدراسة، وبالتالي تحقق الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

وقد استعرض الباحث في هذا الفصل منهجية وإجراءات الدراسة، وذلك من خلال بيان منهج الدراسة، وتحديد مجتمع الدراسة، والتعريف بمتغيرات الدراسة، وتصميم النموذج الرياضي للدراسة، وطبيعة ونماذج البيانات، والأساليب الإحصائية المستخدمة، وشرط ما قبل اختبار الفرضيات.

1-4 منهج الدراسة:

يعتبر منهج الدراسة الذي يستخدمه الباحث للوصول إلى النتائج الخاصة بالدراسة بدون أيّ تحيز من قبل الباحث، وعرف (الحمداي، 2006 : 100) المنهج الوصفي التحليلي بأنه المنهج الذي يسعى لوصف الظواهر أو الأحداث المعاصرة، أو الراهنة فهو احد أشكال التحليل والتفسير المنظم لوصف ظاهرة أو مشكلة، ويقدم بيانات عن خصائص معينة في الواقع، وتتطلب معرفة المشاركين في الدراسة والظواهر التي تدرسها والأوقات التي نستعملها لجمع البيانات.

وفي هذه الدراسة يعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي، ونموذج القياس من خلال أساليب الانحدار الخطي المتعدد، بغرض قياس 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).

4-2 مصادر 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 الالكترونية للشركات المساهمة.

- **بيانات الجانب النظري :**

تم الاعتماد على الكتب والدوريات والرسائل العلمية والمواقع الالكترونية .

4-3 مجتمع الدراسة:

ويقصد بالمجتمع الكل الذي يمثل الأصل تمثيلا كاملا بجميع طبقاته وشرائحه وخصائصه وبشكل موحد يعكس الإطار العام لوجوده سواء أكان ذلك من الأحياء الأرضية أو الحيوانية أو المائية كالإنسان أم الحيوان أو الطير(الأشعري، 2007: 135) .

وتكون مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، وعددها (25) شركة، تم استثناء الشركات المالية خوفا من تعارض النتائج بين قوائم الشركات المالية وقوائم الشركات الغير مالية، واتبع الباحث 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، وكانت الشركات على النحو التالي:

جدول رقم (4-1):

أسماء الشركات مجتمع الدراسة

| م | اسم الشركة | م | اسم الشركة |
|----|---------------------------------------|----|--|
| 1 | أبراج الوطنية | 12 | العربية لصناعة الدهانات |
| 2 | المؤسسة العربية للفنادق | 13 | دواجن فلسطين |
| 3 | المؤسسة العقارية العربية | 14 | بيرزيت للأدوية |
| 4 | جلوبال كرم للاتصالات | 15 | مصنع الشرق للالكترود |
| 5 | مركز نابلس الجراحي التخصصي | 16 | مطاحن القمح الذهبي |
| 6 | الاتصالات الفلسطينية | 17 | سجائر القدس |
| 7 | الفلسطينية للكهرباء | 18 | القدس للمستحضرات الطبية |
| 8 | العربية الفلسطينية لمراكز التسويق | 19 | فلسطين لصناعة اللدائن |
| 9 | مصارف رام الله | 20 | الوطنية لصناعة الألمنيوم والبروفيلات نابكو |
| 10 | الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية | 21 | الوطنية لصناعة الكرتون |
| 11 | موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات | 22 | مصانع الزيوت النباتية |

المصدر: بورصة فلسطين

4-4 إجراءات الدراسة:

أولاً: النموذج القياسي للدراسة:

قام الباحث 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 التنفيذي 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:

$$Y = C + B1 * X1 + B2 * X2 + B3 * X3 + B4 * X4 + B5 * X5 + B6 * X6 + B7 * X7 + B8 * X8 + B9 * X9 + B10 * X10.$$

ثانياً: بيانات الدراسة: يمكن تقسيم البيانات إلى ثلاثة أنواع، وهي كالتالي:

1. النوع الأول: بيانات السلاسل الزمنية (Time Series Data):

وهي البيانات التي تقيس ظاهرة معينة أو مؤشر معين، مثل: الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية، لجنة المراجعة... الخ، خلال فترة زمنية معينة، وفي أوقات معينة، سنوياً على سبيل المثال.

2. النوع الثاني: البيانات المقطعية (Cross-Sectional Data):

وهي البيانات التي تقيس ظاهرة معينة، عند نقطة زمنية واحدة، لعدد من الوحدات، التي قد تكون أفراداً أو شركات أو مؤسسات.

3. النوع الثالث: 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 الباحث على النوع الثالث من البيانات، وهي بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data).

ثالثاً: نماذج الدراسة:

كما سبق الإشارة إليه، فإن الباحث اعتمد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data)، والتي تمثل بيانات عدد (22) شركة، خلال فترة زمنية قدرها (4) سنوات، من العام 2011م إلى العام 2014م، وتتعدد النماذج المستخدمة في تحليل هذا النوع من البيانات كما يلي:

1. النموذج التجميعي Pooled Model:

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات، حيث تكون فيه معاملات الانحدار المقدرّة ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى آخر يهمل تأثير البعد الزمني في هذا النوع من النماذج، ويفترض في هذا النموذج تجانساً لتباين حدود الخطأ العشوائي بين الشركات التي يتم دراستها، بالإضافة إلى أن القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر، وأيضاً عدم الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ العشوائي.

2. نموذج التأثيرات الثابتة **Fixed Effects**:

يهدف استخدام نموذج التأثيرات الثابتة لمعرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (سلوك كل شركة) على حده، وذلك بجعل قيمة الحد الثابت في النموذج تختلف من شركة لأخرى، مع بقاء معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة ثابتة لكل شركة، ويرجع السبب في إدخال الآثار الثابتة للشركات في النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملاحظة التي تؤثر على المتغير التابع ولا تتغير مع الزمن، حيث يفترض عدم حدوث تغير في هذه المتغيرات على الأقل خلال الفترة الزمنية للدراسة.

3. نموذج التأثيرات العشوائية **Random Effects**:

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية ملائماً للتقدير في حالة وجود اختراق في شروط نموذج التأثيرات الثابتة السابق ذكره.

4. اختيار النموذج الأكثر ملائمة للبيانات:

يتم التفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية باستخدام اختبار (Hausman)، والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية التي تفترض 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 Effect)، لأن القيمة الاحتمالية للاختبار بلغت (0.215)، وهي أكبر من (0.05).

رابعاً: الأساليب الإحصائية المستخدمة:

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:

1. الأساليب الإحصائية الوصفية:

تم وصف متغيرات الدراسة من خلال حساب المقاييس الإحصائية التي تتمثل في:

- المتوسط الحسابي:

والذي يحسب من خلال مجموع القيم على المتغير الواحد ومن ثم تقسيمها على عددها.

- الوسيط:

وهو عبارة عن القيمة التي تتوسط القيم على المتغير، بعد ترتيبها تصاعدياً أو تنازلياً.

- الانحراف المعياري:

وهو مقياس يحدد مدى تشتت البيانات وانحرافها عن وسطها الحسابي.

- أكبر قيمة وأصغر قيمة.

2. الأساليب الإحصائية الاستدلالية:

استخدمت الدراسة أساليب الإحصاء الاستدلالي المتقدمة، لدراسة العلاقة بين المتغيرات، وتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وهذه الأساليب تمثلت في التالي:

- معامل ارتباط بيرسون:

لقياس العلاقة الخطية البسيطة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وكذلك بين المتغيرات المستقلة فيما بينها، للتأكد من أنها لم تسبب مشكلة تداخل خطي عند إدخالها لنموذج الانحدار الخطي المتعدد.

- أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد:

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.

خامساً: التحقق من افتراضات تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات:

تم التحقق من افتراضات تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات، وذلك من خلال التالي:

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

جدول رقم (4-2):

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 (5)، وهذا يدل على عدم وجود تداخل خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة.

2. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية (Durbin-Watson stat):

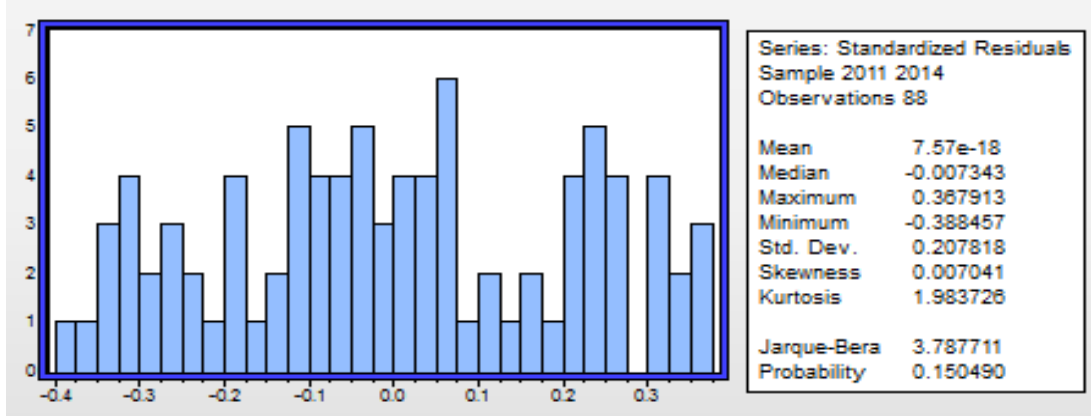
بلغت قيمة (Durbin-Watson Stat) (1.929)، أي ما يقارب (2)، وهذا يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

3. اختبار توزيع البواقي:

تمّ التحقق من طبيعة توزيع البيانات، فكانت القيمة الاحتمالية تساوي (0.150)، وهي أكبر من (0.05)، وهذا يدل على أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (4-1):

توزيع البيانات



ملخص الفصل الرابع:

استعرض الباحث في هذا الفصل المنهجية المستخدمة في الدراسة وإجراءاتها، حيث أشار الباحث إلى أنه تمّ اعتماد الأسلوب الوصفي التحليلي لجمع البيانات وذلك بهدف الوصول إلى نتائج الدراسة، حيث أنه أكثر المناهج استخداماً في دراسة الظواهر الاجتماعية والإنسانية، وأكثر الأساليب مناسبة لموضوع الدراسة، و تطرق الباحث إلى مجتمع الدراسة الذي تكون من جميع الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين ضمن فترة 2011م-2014م وبلغ عددها (22) شركة، كما بين الباحث في جدول تفصيلي متغيرات الدراسة وطريقة قياسها، ووضح الباحث المصادر التي تمّ الاعتماد عليها في الدراسة، كذلك النموذج الذي اختاره الباحث وهو نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect)، وأخيراً اختتم الباحث هذا الفصل بالأساليب الإحصائية التي تمّ استخدامها في هذه الدراسة، والتحقق من افتراضات تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات.

الفصل الخامس

تحليل البيانات وتفسير ومناقشة النتائج

0-5 تمهيد

1-5 الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

2-5 تحليل مصفوفة الارتباط الخطية بين متغيرات الدراسة

3-5 تحليل الانحدار الخطي المتعدد

4-5 اختبار الفرضيات

ملخص الفصل الخامس

5-0 تمهيد

في هذا الفصل يستعرض الباحث نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة، من خلال تحليل البيانات التي تمّ جمعها من مصادرها والمتمثلة في القوائم المالية والتقارير الإدارية المنشورة للشركات عينة الدراسة، ويعقد الباحث المقارنة لقيم التحليل الوصفي للمتغيرات مع مثيلاتها لدراسات أجريت في أكثر من دولة، وتحليل مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة، وتحليل الانحدار الخطي المتعدد، واختبار الفرضيات، وأيضاً مناقشة وتفسير النتائج، ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

5-1 الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة:

خلال هذا المحور ستم مناقشة التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة محل الدراسة والتعليق على هذه النتائج وفقاً للدراسات السابقة وملاحظات الباحث:

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

يظهر الجدول رقم (5-1) الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (حجم مجلس الإدارة) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا حيث يلاحظ من خلال الجدول ان المتوسط الحسابي لحجم مجلس الإدارة لجميع سنوات الدراسة بلغ (8.77) عضو بانحراف معياري (2.42) عضو، حيث تراوحت قيمة متوسط حجم مجلس الإدارة بين (8.682) عضو بانحراف معياري (2.51) عضو وكان ذلك سنة 2014م و (8.81) عضو للسنتين 2011م و2012م بانحراف معياري على التوالي (2.21)، (2.51) عضو، ويعزى انخفاض النسبة خلال فترة الدراسة من سنة 2011م إلى سنة 2014م بسبب انسحاب بعض الأعضاء لبعض الشركات والتأخر في إدخال أعضاء جدد، كما تكون اصغر مجلس من (5) أعضاء، لشركة العربية لصناعة الدهانات وكان ذلك في جميع السنوات، بينما تكون أكبر مجلس من (15) عضواً لشركة الفلسطينية للكهرباء، وكان ذلك في السنوات (2012م-2013م-2014م).

جدول رقم (1-5):

الوصف الإحصائي لمتغير حجم مجلس الإدارة

| م | السنة | المتوسط الحسابي | الوسيط | الانحراف المعياري | أقل قيمة | أعلى قيمة |
|---|------------------------|-----------------|--------|-------------------|----------|-----------|
| 1 | 2011 | 8.818 | 9.000 | 2.218 | 5.000 | 14.000 |
| 2 | 2012 | 8.818 | 8.500 | 2.575 | 5.000 | 15.000 |
| 3 | 2013 | 8.773 | 8.500 | 2.525 | 5.000 | 15.000 |
| 4 | 2014 | 8.682 | 8.000 | 2.514 | 5.000 | 15.000 |
| | متوسط التكرارات للفترة | 8.773 | 8.500 | 2.420 | 5.000 | 15.000 |

ونلاحظ أن متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة والذي يعبر عن حجم المجلس قد بلغ (8.77) عضو بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) والمطبقة في مصر قد بلغ المتوسط (10.3) عضو فهي أعلى، أما دراسة (Quang & Xin, 2015) المطبقة في فيتنام فقد بلغ المتوسط (4.9) عضو وهو أقل من متوسط حجم المجلس للشركات محل الدراسة بشكل ملحوظ، ودراسة (Ahmadpour et al, 2015) والمطبقة في طهران فقد بلغ المتوسط (5.12) عضو، وجاءت دراسة (Jarad at el 2015) والمطبقة في الأردن فقد بلغ المتوسط (8.58) عضو، ودراسة (Agyl&Owusu, 2015) والمطبقة في غانا بلغ المتوسط (8.5) عضو، ودراسة (Hasan, 2009) والمطبقة في باكستان فقد بلغ المتوسط (8.4) عضو، ودراسة (Javeed et al, 2014) والمطبقة في باكستان فقد بلغ المتوسط (8) عضو فجميع الدراسات الأخيرة كانت مقارنة لنتيجة متوسط حجم مجلس الإدارة للشركات المدرجة في فلسطين، 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 أما في الزيادة لا ينبغي أن تزيد على أحد عشر، ونرى أن الزيادة فقط كانت في الشركة الفلسطينية للكهرباء فعدد أعضاء المجلس خمسة عشر وهذا كان بسبب كبر حجم عمل الشركة.

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

يتبين من الجدول رقم (2-5) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (استقلالية مجلس الإدارة) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا حيث يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي لاستقلالية مجلس الإدارة لجميع سنوات الدراسة بلغ (

(91.5% انحراف معياري (11.1%)، كما بلغت أقل قيمة هي (63%) وكان ذلك في جميع السنوات، بينما بلغت أعلى قيمة (100%)، وكان ذلك في جميع السنوات.

جدول رقم (5-2):

الوصف الإحصائي لمتغير استقلالية مجلس الإدارة

| م | السنة | المتوسط الحسابي | الوسيط | الانحراف المعياري | أقل قيمة | أعلى قيمة |
|---|------------------------|-----------------|--------|-------------------|----------|-----------|
| 1 | 2011 | 0.916 | 1.000 | 0.122 | 0.630 | 1.000 |
| 2 | 2012 | 0.906 | 0.965 | 0.117 | 0.630 | 1.000 |
| 3 | 2013 | 0.917 | 0.965 | 0.105 | 0.630 | 1.000 |
| 4 | 2014 | 0.922 | 1.000 | 0.106 | 0.630 | 1.000 |
| | متوسط التكرارات للفترة | 0.915 | 1.000 | 0.111 | 0.630 | 1.000 |

وبلاحظ أن المتوسط لنسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة في الشركة والذي يعبر عن استقلالية المجلس قد بلغ (91.5%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Waworuntu et al, 2014) والمطبقة في اندونيسيا قد بلغ المتوسط (42.5%)، ودراسة (Agyei & Owusu, 2014) والمطبقة في غانا قد بلغ المتوسط (76%)، ودراسة (Ahmadpour et al, 2015) والمطبقة في طهران فقد بلغ المتوسط (57%)، ودراسة (Jaradat, 2015) والمطبقة في الاردن قد بلغ المتوسط (23%)، ودراسة (Hasan, 2009) والمطبقة في باكستان بلغ المتوسط (48%)، ودراسة (Javeed et al, 2014) والمطبقة في باكستان فقد بلغ المتوسط (63%)، ودراسة (Quang & Xin, 2015) والمطبقة في فيتنام فقد بلغ المتوسط (49%)، ودراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) والمطبقة في مصر فقد بلغ المتوسط (83%) فجميع الدراسات كانت اقل في نتيجة نسبة استقلالية مجلس الإدارة، وكذلك النتيجة بان نسبة استقلالية مجلس الإدارة في معظم الشركات المدرجة في فلسطين تتميز بالاستقلالية العالية، وان أعضاء المجالس هم من خارج المجلس التنفيذي، واعتقد أن الاستقلالية العالية للمجلس تعمل على توزيع الصلاحيات والمسؤوليات بدلا من تركيزها في يد شخص واحد وبذلك تعكس درجة أعلى من الرقابة

الإدارية على الجهات التنفيذية والذي يتوقع أن ينعكس ايجابيا على الأداء المالي والمؤشرات المالية.

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

يتبين من الجدول رقم (5-3) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (عدد اجتماعات مجلس الإدارة) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا حيث يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة لجميع سنوات الدراسة بلغ (5.9) مرة بانحراف معياري (2.07) مرة، كما بلغت أقل قيمة هي (3) مرات، وكان ذلك في جميع السنوات، بينما بلغت أعلى قيمة هي (12) مرة، وكان ذلك في جميع السنوات.

جدول رقم (5-3):

الوصف الإحصائي لمتغير عدد اجتماعات مجلس الإدارة

| م | السنة | المتوسط الحسابي | الوسيط | الانحراف المعياري | أقل قيمة | أعلى قيمة |
|---|------------------------|-----------------|--------|-------------------|----------|-----------|
| 1 | 2011 | 5.864 | 6.000 | 2.867 | 3.000 | 12.000 |
| 2 | 2012 | 6.045 | 6.000 | 1.812 | 3.000 | 12.000 |
| 3 | 2013 | 5.864 | 6.000 | 1.833 | 3.000 | 12.000 |
| 4 | 2014 | 6.091 | 6.000 | 1.716 | 3.000 | 12.000 |
| | متوسط التكرارات للفترة | 5.966 | 6.000 | 2.076 | 3.000 | 12.000 |

ونلاحظ ان متوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة في الشركة قد بلغ (5.9) اجتماع مرة بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Andres, 2008) وجد متوسط عدد الاجتماعات لمجلس الإدارة (10.45) اجتماع، وكانت أعلى بقليل من دراسة (Adams&Mehran, 2005) الذي كان عدد اجتماعات المجلس (8.48) اجتماع في السنة.

ويعزى أن متوسط عدد الاجتماعات السنوية ستة اجتماعات في السنة بمعدل اجتماع واحد كل شهرين، وان اقل عدد من الاجتماعات كان كل أربعة شهور وأكثرها كان شهريا ويعتقد الباحث أن هذا العدد مناسب للرقابة ومتابعة سير العمليات داخل المؤسسة .

4. متغير الجمع بين عضوية التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة (X4) (متغير مستقل):
يتبين من الجدول رقم (5-4) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا حيث يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي للجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة لجميع سنوات الدراسة بلغ (46.6%) التكرار (10.3)، حيث بلغت نسبة الشركات التي جمعت بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة في العام 2011م هي (40.9%)، و نسبة الشركات التي جمعت بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة في العام 2012-2013م هي (50%)، و نسبة الشركات التي جمعت بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة في العام 2014م هي (45.5%) ويعزو للباحث أن نسبة زيادة الجمع قد تغيرت بالزيادة في السنوات الأخيرة عن سنة 2011م و ذلك لتغيير المدير التنفيذي في شركة فلسطين للدائن وانتخاب عضو من المجلس مديرا عاما للشركة، وكذلك الشركة الوطنية لصناعة الكرتون فقد تم تعيين رئيس مجلس الإدارة نفسه رئيس المجلس التنفيذي .

جدول رقم (5-4):

الوصف الإحصائي لمتغير الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة

| م | السنة | 0: الفصل بين المنصبين | | 1: الجمع بين المنصبين | |
|------------------------|-------|-----------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| | | التكرار | النسبة المئوية | التكرار | النسبة المئوية |
| 1 | 2011 | 13 | 59.1 | 9 | 40.9 |
| 2 | 2012 | 11 | 50.0 | 11 | 50.0 |
| 3 | 2013 | 11 | 50.0 | 11 | 50.0 |
| 4 | 2014 | 12 | 54.5 | 10 | 45.5 |
| متوسط التكرارات للفترة | | 11.75 | 53.4 | 10.3 | 46.6 |

ونلاحظ أن متوسط نسبة الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة في الشركة قد بلغ (46%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Ahmadpour et al, 2015) والمطبقة في طهران فقد بلغ المتوسط (7.4%) وهي نسبة منخفضة جدا، ودراسة (Javeed et al, 2014) و المطبقة في باكستان فقد بلغ المتوسط (23%)، ودراسة (Quang & Xin, 2015) والمطبقة في فيتنام فقد بلغ المتوسط (40%) فجاءت الدراسات أقل من نتيجة الدراسة الحالية، أما دراسة (Jaradat, 2015)

والمطبقة في الأردن فقد بلغ المتوسط (53%)، ودراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) والمطبقة في مصر فقد بلغ المتوسط (62%) وبالمقارنة فان نتيجة الدراستين كانت أكبر من متوسط سنوات فترة الدراسة الحالية، وتشير هذه النتيجة إلى أن قرابة نصف الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية تضم في مجالس إدارتها رؤساء تنفيذيين لهذه الشركات وهي تشكل نسبة كبيرة على عكس دراسة (Ahmadpour et al,2015) التي تدل بان الشركات في طهران معظمها تفصل بين مناصبي الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة، مع وجود قواعد الحوكمة التي تؤكد على فصل المهام التنفيذية عن المهام الإشرافية، أيضا عندما تكون الإدارة ممثلة في المجلس فان هذا يعمل على تقليل من مستوى الرقابة و المحاسبة، ويشار إلى أن الشركات المجاورة للدراسة الحالية وهي مصر، الأردن لا يوجد بها متابعة فاعلة في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

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

يتبين من الجدول رقم (5-5) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (وجود لجنة مراجعة) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا انه يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي لوجود لجنة مراجعة لجميع سنوات الدراسة بلغ (46.6%) التكرار (10.25)، حيث بلغت نسبة الشركات التي يوجد بها لجنة المراجعة في العام 2011م هي (31.8%)، و نسبة الشركات التي يوجد بها لجنة المراجعة في العام 2012م هي (45.5%)، و نسبة الشركات التي يوجد بها لجنة المراجعة في العام 2013م هي (50.0%)، و نسبة الشركات التي جمعت بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة في العام 2014م هي (49.1%).

جدول رقم (5-5):

الوصف الإحصائي لمتغير وجود لجنة مراجعة

| م | السنة | 0: عدم وجود لجنة مراجعة | | 1: وجود لجنة مراجعة | |
|------------------------|-------|-------------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | | التكرار | النسبة المئوية | التكرار | النسبة المئوية |
| 1 | 2011 | 15 | 68.2 | 7 | 31.8 |
| 2 | 2012 | 12 | 54.5 | 10 | 45.5 |
| 3 | 2013 | 11 | 50.0 | 11 | 50.0 |
| 4 | 2014 | 9 | 40.9 | 13 | 49.1 |
| متوسط التكرارات للفترة | | 11.75 | 53.4 | 10.25 | 46.6 |

ونلاحظ أن متوسط نسبة وجود لجنة مراجعة في الشركة قد بلغ (0.466) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Ahmadpour et al,2015) والمطبقة في طهران فقد بلغ المتوسط (52%) وهي قريبة جدا من نتيجة الدراسة الحالية، حيث بلغت نسبة عدم وجود لجنة مراجعة أو ما يسمى لجنة التدقيق للشركات المدرجة في فلسطين (53%) وهذه النسبة كبيرة لأهمية وجود لجنة المراجعة في الشركة، حيث أكدت مدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين لسنة 2009م بتشكيل لجنة التدقيق من اجل ضمان شفافية حسابات الشركة وإعلام المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين بحجم المخاطر التي تواجه الشركة، و نلاحظ من الجدول رقم (5-5) بان هناك تدرجاً بالزيادة من سنة لآخرى حيث كانت النسبة في سنة 2011م (32%) وأصبحت في سنة 2014م (50%) وهذا يدل على حرص واهتمام الشركات في العمل على تشكيل لجنة مراجعة في الشركة.

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

يتبين من الجدول رقم (5-6) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (استقلالية لجنة المراجعة) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معاً، ويلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي لاستقلالية لجنة المراجعة لجميع سنوات الدراسة بلغ (76%) بانحراف معياري (74%)، كما بلغت أقل قيمة هي (0.080)، وكان ذلك في مركز نابلس التخصصي سنة 2012م، بينما بلغت أعلى قيمة هي (1.000)، وكان ذلك في جميع السنوات

جدول رقم (5-6):

الوصف الإحصائي لمتغير استقلالية لجنة المراجعة

| م | السنة | المتوسط الحسابي | الانحراف المعياري | أقل قيمة | أعلى قيمة |
|---|------------------------|-----------------|-------------------|----------|-----------|
| 1 | 2011 | 0.586 | 0.624 | 0.100 | 1.000 |
| 2 | 2012 | 0.774 | 0.769 | 0.080 | 1.000 |
| 3 | 2013 | 0.797 | 0.786 | 0.110 | 1.000 |
| 4 | 2014 | 0.828 | 0.789 | 0.110 | 1.000 |
| | متوسط التكرارات للفترة | 0.765 | 0.742 | 0.080 | 1.000 |

ويلاحظ أن المتوسط لنسبة استقلالية اعضاء لجنة المراجعة في الشركة قد بلغ (0.76) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Muazeid, 2015)

والمطبقة في دول جنوب إفريقيا فقد بلغ المتوسط (0.74) حيث جاءت نتيجة الدراسة متقاربة من نتيجة متوسط سنوات الدراسة الحالية، ويعزو بان 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 فعليا.

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

يتبين من الجدول رقم (5-7) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (كبار المساهمين) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معاً، و يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي لكبار المساهمين لجميع سنوات الدراسة بلغ (56%) بانحراف معياري (25%)، كما بلغت أقل قيمة هي (12%)، وكان ذلك في جميع السنوات، بينما بلغت أعلى قيمة هي (94%)، وكان ذلك في جميع السنوات.

جدول رقم (5-7):

الوصف الإحصائي لمتغير كبار المساهمين

| م | السنة | المتوسط الحسابي | الوسيط | الانحراف المعياري | أقل قيمة | أعلى قيمة |
|---|------------------------|-----------------|--------|-------------------|----------|-----------|
| 1 | 2011 | 0.531 | 0.545 | 0.269 | 0.120 | 0.900 |
| 2 | 2012 | 0.548 | 0.555 | 0.252 | 0.120 | 0.900 |
| 3 | 2013 | 0.575 | 0.575 | 0.244 | 0.160 | 0.900 |
| 4 | 2014 | 0.586 | 0.610 | 0.246 | 0.160 | 0.940 |
| | متوسط التكرارات للفترة | 0.560 | 0.575 | 0.250 | 0.120 | 0.940 |

ونلاحظ أن المتوسط لحملة الأسهم في الشركة والذي يعبر عنها بكبار المساهمين قد بلغ (56%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Muazeid, 2015) والمطبقة في جنوب إفريقيا فقد بلغ المتوسط (41%)، ودراسة (Waworuntu et al, 2014) والمطبقة في اندونيسيا فقد بلغ المتوسط (46%)، ودراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) والمطبقة في مصر فقد بلغ المتوسط (27%) فجميع هذه الدراسات اقل من الدراسة الحالية، أما دراسة (Javeed et al, 2014) والمطبقة في باكستان فقد بلغ المتوسط (65%)، ودراسة (Ahmadpour et al, 2015) والمطبقة في طهران فقد بلغ

المتوسط (64%)، ودراسة (Quang & Xin, 2015) والمطبقة في غانا فقد بلغ المتوسط (80%)، فالأخيرتان جاءتا أكبر من نتيجة المتوسط لسنوات الدراسة الحالية، ويشير ذلك بان 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 سلبا على صغار المستثمرين ويزيد من تحكم كبار المستثمرين في قرارات الشركة، كما انه يحرم صغار المستثمرين من التصويت على القرارات الهامة حيث أنها تؤخذ على الأغلبية.

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

يتبين من الجدول رقم (5-8) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (الملكية الأجنبية) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا حيث يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي للملكية الأجنبية لجميع سنوات الدراسة بلغ (8%) التكرار (7)، حيث بلغت نسبة الشركات التي وجدت فيها ملكية أجنبية في العام 2011م هي (4.5%)، و نسبة الشركات التي وجدت فيها ملكة أجنبية في العام 2012-2013-2014م هي (9.1%).

جدول رقم (5-8):

الوصف الإحصائي لمتغير الملكية الأجنبية

| م | السنة | 0: عدم وجود مساهمين أجانب | | 1: وجود مساهمين أجانب | |
|------------------------|-------|---------------------------|---------|-----------------------|---------|
| | | النسبة المئوية | التكرار | النسبة المئوية | التكرار |
| 1 | 2011 | 21 | 1 | 95.5 | 4.5 |
| 2 | 2012 | 20 | 2 | 90.9 | 9.1 |
| 3 | 2013 | 20 | 2 | 90.9 | 9.1 |
| 4 | 2014 | 20 | 2 | 90.9 | 9.1 |
| متوسط التكرارات للفترة | | 20.25 | 1.75 | 92.0 | 8.0 |

ويلاحظ أن المتوسط لنسبة الملكية الأجنبية قد بلغ (8%) في المتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) والمطبقة في مصر فقد بلغ المتوسط (18%)، 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، أيضا هناك ضعف من قبل الشركات المدرجة في تسويق نفسها أمام المستثمر الأجنبي لاستقطابه.

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

يتبين من الجدول رقم (5-9) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (الملكية الإدارية) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا حيث يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي للملكية الإدارية لجميع سنوات الدراسة بلغ (18%) التكرار (16)، حيث بلغت نسبة الشركات التي وجدت فيها حملة الأسهم من مجلس الإدارة للشركة في جميع السنوات هي (18%).

جدول رقم (5-9):

الوصف الإحصائي لمتغير الملكية الإدارية

| م | السنة | 0: عدم وجود مساهمين من الإدارة التنفيذية | | 1: وجود مساهمين من الإدارة التنفيذية | |
|---|------------------------|--|----------------|--------------------------------------|----------------|
| | | التكرار | النسبة المئوية | التكرار | النسبة المئوية |
| 1 | 2011 | 18 | 81.8 | 4 | 18.2 |
| 2 | 2012 | 18 | 81.8 | 4 | 18.2 |
| 3 | 2013 | 18 | 81.8 | 4 | 18.2 |
| 4 | 2014 | 18 | 81.8 | 4 | 18.2 |
| | متوسط التكرارات للفترة | 18 | 81.8 | 4 | 18.2 |

ويلاحظ أن المتوسط لنسبة الملكية الإدارية قد بلغ (18%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Waworuntu et al, 2014) والمطبقة في اندونيسيا فقد بلغ المتوسط (0.4%)، ودراسة (Agyl&Owusu, 2015) والمطبقة في غانا فقد بلغ المتوسط (3.2%)، ودراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) والمطبقة في مصر فقد بلغ (7.5%) كانت اقل، أما دراسة (Javeed et al, 2014) والمطبقة في باكستان فقد بلغ المتوسط (24%)، ودراسة (Quang & Xin, 2015) والمطبقة في فيتنام فقد بلغ المتوسط (44%)، ودراسة (Jaradat, 2015) والمطبقة في الأردن فقد بلغ المتوسط (25%) فهي أكثر من متوسط فترة الدراسة الحالية، ويشير ذلك بان الشركات المدرجة في فلسطين نسبة

الملكية الإدارية فيها قليلة حيث تعطي استقلالية أكثر ودوراً رقابياً أكبر و تعمل 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 (5-10) أن الوصف الإحصائي للمتغير المستقل (وجود لجنة المكافآت) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا حيث يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي للجنة المكافآت لجميع سنوات الدراسة بلغ (0.091) التكرار (8)، حيث بلغت نسبة الشركات التي وجدت فيها لجنة مكافآت في العام 2011م هي (0)، و نسبة الشركات التي وجدت فيها لجنة مكافآت في العام 2012م هي (9%)، و نسبة الشركات التي وجدت فيها لجنة مكافآت في العام 2013-2014م هي (13.6%)، ويعزى أن نسبة الشركات التي تتشكل بها لجنة المكافآت آخذة في الزيادة ولكن بنسبة ضعيفة، حيث أن أول سنة من الدراسة لا يوجد أي شركة بها لجنة مكافآت وفي السنوات الأخرى بدأت تتشكل لجنة المكافآت في بعض الشركات.

جدول رقم (5-10):

الوصف الإحصائي لمتغير لجنة المكافآت

| م | السنة | 0: عدم وجود لجنة مكافآت | | 1: وجود لجنة مكافآت | |
|------------------------|-------|-------------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | | التكرار | النسبة المئوية | التكرار | النسبة المئوية |
| 1 | 2011 | 22 | 100.0 | 0 | 0.0 |
| 2 | 2012 | 20 | 90.9 | 2 | 9.1 |
| 3 | 2013 | 19 | 86.4 | 3 | 13.6 |
| 4 | 2014 | 19 | 86.4 | 3 | 13.6 |
| متوسط التكرارات للفترة | | 20 | 90.9 | 2 | 9.1 |

لقد بلغت 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، واعتقد أن هذه اللجنة مهمة جداً فهي تقدر مبلغ المكافآت المدفوعة لأعضاء المجلس وفقاً لمعايير واضحة، وتراعي في نفس الوقت عمل

الشركة والوضع المالي للشركة، أيضا تقدر مكافآت الإداريين وهذا يعمل على زيادة أداء العاملين بكفاءة وفاعلية وكما انها تقلل من زيادة المصاريف.

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

يتبين من الجدول رقم (5-11) أن الوصف الإحصائي للمتغير التابع (الرفع المالي) لكل سنة من سنوات الدراسة بشكل مستقل، ولجميع سنوات الدراسة معا حيث يلاحظ من خلال الجدول أن المتوسط الحسابي للرفع المالي لجميع سنوات الدراسة بلغ (33%) بانحراف معياري (19%)، كما بلغت أقل قيمة هي (2.4%) وكان ذلك لشركة الأبراج الوطنية ومصنع الزيوت النباتية ومصنع الشرق للالكترود، و ذلك في جميع السنوات، بينما بلغت أعلى قيمة هي (77%) وكان ذلك لشركة موبايل الوطنية و المؤسسة العقارية العربية، وكان ذلك في جميع السنوات.

جدول رقم (5-11):

الوصف الإحصائي لمتغير الرفع المالي

| م | السنة | المتوسط الحسابي | الوسيط | الانحراف المعياري | أقل قيمة | أعلى قيمة |
|---|------------------------|-----------------|--------|-------------------|----------|-----------|
| 1 | 2011 | 0.332 | 0.345 | 0.195 | 0.024 | 0.600 |
| 2 | 2012 | 0.328 | 0.320 | 0.193 | 0.060 | 0.640 |
| 3 | 2013 | 0.325 | 0.285 | 0.200 | 0.060 | 0.750 |
| 4 | 2014 | 0.348 | 0.315 | 0.213 | 0.050 | 0.770 |
| | متوسط التكرارات للفترة | 0.333 | 0.310 | 0.197 | 0.024 | 0.770 |

وبلاحظ أن المتوسط لنسبة هيكل رأس المال والذي يعبر عنه بالرفع المالي قد بلغ (33%) بالمتوسط لجميع سنوات فترة الدراسة، حيث أن الرفع المالي مرتب تنازلياً حسب السنوات على النحو التالي: (2014م، 2011م، 2012م، 2013م)، وبالمقارنة لنتائج دراسة (Javeed et al, 2014) والمطبقة في باكستان فقد بلغ المتوسط (58%)، ودراسة (Ahmadpour, 2012) والمطبقة في طهران فقد بلغ المتوسط (53%)، ودراسة (Agyl&Owusu, 2015) والمطبقة في غانا فقد بلغ المتوسط (1.7%) ضعيفة جدا والسبب ان الدراسة عن الشركات المالية، ودراسة (Jaradat, 2015) والمطبقة في الأردن فقد بلغ المتوسط (32%)، ودراسة (Abo bakr & Elgiziry, 2016) والمطبقة في مصر

فقد بلغ المتوسط (43%)، 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، و الأردن، ويشير ذلك بان هناك ثباتاً في نسبة متوسط الدراسة نتيجة مخاطر الدين وتوجه الإدارة نحو سياسة محافظة للاقتراض.

5-2 تحليل مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (5-12) الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة، حيث أن مصفوفة الارتباط الخطي تحدد العلاقات الخطية بين المتغيرات والتي يمكن أن يستفاد منها في معرفة مدى قوة الارتباط الخطي بين المتغير التابع وكل متغير من المتغيرات المستقلة، ويلاحظ من الجدول أن هناك ارتباطاً طردياً بين هيكل رأس المال وكل من حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة ووجود لجنة مراجعة واستقلالية لجنة المراجعة وكبار المساهمين والملكية الأجنبية ولجنة المكافآت إلا أن ارتباط الملكية الأجنبية بهيكل رأس المال هو ارتباط دال إحصائياً عند مستوى (0.05)، بينما المتغيرات في حجم مجلس الإدارة واستقلالية المجلس ووجود لجنة المراجعة واستقلالية لجنة المراجعة وكبار المساهمين ولجنة المكافآت لم يكن ذا ارتباط دال إحصائياً عند مستوى (0.05).

كما أن ارتباط عدد اجتماعات المجلس والملكية الإدارية بهيكل رأس المال ارتباط عكسي وغير دال إحصائياً عند مستوى (0.05)، أما ارتباط الجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية المجلس بهيكل رأس المال ارتباط عكسي دال إحصائياً عند مستوى (0.05).

كما أن مصفوفة الارتباط جاءت في تحديد قوة الارتباط بين المتغيرات المستقلة نفسها وذلك للاستدلال حول مشكلة التداخل الخطي من عدمها وتعتبر مشكلة التداخل الخطي موجودة ولها تأثير على نموذج الانحدار إذا كانت معاملات الارتباط الخطية بين المتغيرات المستقلة كبيرة وتتجاوز (0.70). و يتضح من الجدول رقم (5-12) أن أعلى معامل ارتباط بين المتغيرات المستقلة يساوي (-0.622)، وهو بين المتغيرات المستقلة استقلالية مجلس الإدارة والجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية المجلس وهو أقل من (0.7)، أي أنه لا يوجد تداخل أو ترابط خطي بين المتغيرات المستقلة وعليه يمكن تقدير نموذج الانحدار المتعدد من خلال إدخال جميع المتغيرات المستقلة للنموذج.

جدول رقم (5-12):

مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

| Y | X10 | X9 | X8 | X7 | X6 | X5 | X4 | X3 | X2 | X1 | معامل الارتباط | |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|-----|
| | | | | | | | | | | 1.000 | معامل الارتباط | X1 |
| | | | | | | | | | | (----) | مستوى الدلالة | |
| | | | | | | | | | 1.000 | -0.114 | معامل الارتباط | X2 |
| | | | | | | | | | (----) | (0.288) | مستوى الدلالة | |
| | | | | | | | | 1.000 | -0.309 | -0.056 | معامل الارتباط | X3 |
| | | | | | | | | (----) | (0.003) | (0.601) | مستوى الدلالة | |
| | | | | | | | 1.000 | 0.148 | -0.622 | 0.249 | معامل الارتباط | X4 |
| | | | | | | | (----) | (0.169) | (0.000) | (0.019) | مستوى الدلالة | |
| | | | | | | 1.000 | -0.050 | 0.347 | 0.060 | 0.173 | معامل الارتباط | X5 |
| | | | | | | (--- | (0.641) | (0.001) | (0.578) | (0.106) | مستوى الدلالة | |
| | | | | | 1.000 | 0.818 | -0.207 | 0.112 | 0.197 | 0.001 | معامل الارتباط | X6 |
| | | | | | (----) | (0.000) | (0.053) | (0.300) | (0.066) | (0.996) | مستوى الدلالة | |
| | | | | 1.000 | -0.016 | 0.101 | -0.106 | -0.055 | 0.351 | 0.076 | معامل الارتباط | X7 |
| | | | | (----) | (0.881) | (0.347) | (0.326) | (0.609) | (0.001) | (0.480) | مستوى الدلالة | |
| | | | 1.000 | 0.157 | 0.315 | 0.231 | -0.275 | 0.005 | 0.226 | 0.080 | معامل الارتباط | X8 |
| | | | (----) | (0.144) | (0.003) | (0.031) | (0.010) | (0.964) | (0.035) | (0.458) | مستوى الدلالة | |
| | | 1.000 | -0.139 | -0.350 | 0.043 | 0.209 | 0.505 | 0.507 | -0.594 | -0.102 | معامل الارتباط | X9 |
| | | (----) | (0.198) | (0.001) | (0.694) | (0.050) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.342) | مستوى الدلالة | |
| | 1.000 | 0.158 | -0.093 | -0.229 | 0.350 | 0.339 | 0.180 | 0.005 | -0.177 | 0.030 | معامل الارتباط | X10 |
| | (----) | (0.141) | (0.389) | (0.032) | (0.001) | (0.001) | (0.093) | (0.962) | (0.100) | (0.782) | مستوى الدلالة | |
| 1.000 | 0.049 | -0.129 | 0.293 | 0.054 | 0.001 | 0.030 | -0.241 | -0.005 | 0.083 | 0.100 | معامل الارتباط | Y |
| (--) | (0.649) | (0.229) | (0.006) | (0.615) | (0.996) | (0.782) | (0.023) | (0.963) | (0.443) | (0.352) | مستوى الدلالة | |

وبالاحظ أن بعض الدراسات التي اختارت تأثير آليات حوكمة الشركات على هيكل رأس المال قد أجرت تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة لتلاشي مشكلة التداخل الخطي بين تلك المتغيرات قبل إجراء تحليل الانحدار لقياس الأثر، والبعض الآخر من الدراسات لم تعنه بمعنوية الاختبار بين المتغيرات المستقلة وهذا لتجاوز حاجز اقل من (0.7).

5-3 تحليل الانحدار الخطي المتعدد:

يتم إجراء اختبار للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية في النموذج وذلك عن طريق اختبار (Durbin-Watson Stat)، حيث تظهر المشكلة إذا كانت القيم المتجاوزة للمتغيرات مترابطة مما يؤثر في صحة النموذج حيث سيظهر اثر غير حقيقي للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط، و يوضح الجدول رقم (5-13) نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد حيث أن قيمة (Durbin-Watson Stat) = (1.929)، أي ما يقارب (2)، وهذا يدل على 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.

وبالاحظ من الجدول (5-13) انه قد بلغ معامل الانحدار للمتغير الثابت (1.117) وكان تأثيره موجبا 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) وهذا يعني أن زيادة نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة بمقدار (100%) سيؤدي لانخفاض هيكل رأس المال بمقدار (89%) وذلك في ظل ثبات باقي المتغيرات الأخرى، و ان الشركات التي يوجد فيها جمع بين عضوية مجلس الإدارة والمنصب التنفيذي تكون نسبة الرفع المالي فيها اقل من تلك التي يوجد فيها فصل بين المنصبين بمعدل (27%)، وبعبارة اخرى فان الشركات التي لديها فصل بين المنصبين تزداد فيها نسبة الرفع المالي بمعدل (27%) مقارنة مع الشركات التي لديها جمع بين المنصبين. بينما متغير الملكية الأجنبية حيث جاءت نسبة الرفع المالي في الشركات التي فيها أجانب تكون اكبر بمعدل (19.1%) مقارنة بالشركات التي لا يوجد فيها أجانب، كذلك متغير وجود لجنة المكافآت حيث كان نسبة الرفع المالي في الشركات التي يوجد فيها لجنة مكافآت يكون اكبر معدل (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 رقم (5-13):

تحليل الانحدار الخطي المتعدد

| 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 |
| | 0.890 | Mean dependent var | | 0.333 |
| | 0.110 | S.D. dependent var | | 0.197 |
| | 0.072 | Akaike info criterion | | -2.137 |
| | 0.281 | Schwarz criterion | | -1.179 |
| | 128.012 | Hannan-Quinn criter | | -1.751 |
| | 18.075 | Durbin-Watson Stat | | 1.929 |
| | 0.000 | | | |

معادلة الانحدار هي:

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

4-5 اختبار الفرضيات:

تهدف الدراسة لاختبار الفرضية الرئيسية التي تنص على 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، ويتفرع من هذه الفرضية عشر فرضيات فرعية تهدف كل فرضية لقياس أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، ولاختبار الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية المنبثقة عنها تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد، وكانت النتائج كما هي موضحة بالجدول رقم (5-13)، وجاءت نتائج اختبار الفرضيات وفقاً للنتائج السابقة على النحو التالي ولقد أظهر نموذج الانحدار 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 وكبار المساهمين والملكية الإدارية) لا تؤثر معنوياً على المتغير التابع لهيكل رأس المال.

من جانب آخر حيث كانت المتغيرات المستقلة فان 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 مجلس الإدارة جاء تأثيرها سالباً على المتغير التابع هيكل رأس المال، وفيما يلي نتائج اختبار الفرضيات الفرعية:-

1. الفرضية الفرعية الأولى:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لحجم مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير حجم مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.171)، وهي أكبر من (0.05)، وبناءً عليه فإننا نقبل الفرضية، في أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لحجم مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، ويمكن أن نعتبر عدم وجود ارتباط بين حجم مجلس الإدارة وهيكل رأس المال هو التزام الغالبية العظمى من الشركات بالعدد المحدد في مبادئ وقواعد حوكمة الشركات وبالتالي فإن تقارب العدد لم يؤثر على هذه العلاقة وبالتالي لم تكن دالة.

ويلاحظ أن تأثير حجم مجلس الإدارة على هيكل رأس المال تأثيراً إيجابياً ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً إيجابياً ضعيفاً جداً حيث بلغ (0.013)، ويعني أن زيادة حجم مجلس الإدارة بنسبة (100%) يؤدي إلى زيادة المديونية بنسبة (1.3%)، أن مجلس الإدارة هو أعلى سلطة في الشركة ومن مهامه رسم السياسات ووضع الخطط الإستراتيجية المالية المتعلقة في المزيج المالي للشركة، ويعزو للباحث أن زيادة حجم المجلس قد يؤدي إلى صعوبة إجماع القرار والذي يمكن أن يؤثر في النهاية إلى جودة حوكمة الشركات وبالتالي زيادة المديونية في الشركة، وحيث جاءت نتيجة الدراسة متماشية مع دراسة (Wen, 2002) الذي وجد علاقة إيجابية بين حجم مجلس الإدارة وهيكل رأس المال حيث يقول عندما يكون حجم المجلس كبيراً فإن الشركة تتبع سياسة المديونية العالية وذلك لتعزيز قيمة الشركة من خلال خصم الضرائب والفوائد، و دراسة (Anderson, 2004) والذي يبين أن نتيجة العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وهيكل رأس المال إيجابية ويرى أن عند حجم إدارة أكبر يلجأ المقرضون إلى تقليل من تكلفة الدين لاعتقاد المقرضين بوجود رقابة فاعلة وبالتالي يكون الأداء المالي للشركة جيداً، واتفقت نتيجة الدراسة مع نظرية الوكالة أن وجود تنوع في مجلس الإدارة سيكون له تأثير إيجابي على هيكل رأس المال حيث إن زيادة حجم المجلس الإدارة تشكل ضغطاً على الإدارة لزيادة نسب المديونية فيتجنب المدير هذه الضغوط وهذا يعمل على تعزيز أداء الشركة.

ومن الدراسات التي توافقت مع الدراسة التالي: (Agyei& Owusu, 2014) (Sheikha & Wang, 2011), (Hussainey & Aljifri,2012), (Bodaghi & Ahmad, 2010).

بينما هناك دراسات جاءت على عكس نتيجة الدراسة الحالية مثل دراسة (Berger, 1997) التي ترى أي زيادة في حجم مجلس أي إدارة سيؤدي إلى انخفاض في نسبة المديونية، ومن الدراسات التي خالفت الدراسة الحالية التالي: (Brennan, 2006), (Abobakr & Elgiziry, 2016), (Heng et al, 2012), (Jensen, 1993), (Hasan, 2009), (Booneata et al, 2007), (Berger et al, 1997).

ويفسر ذلك نظرا لاختلاف الدول التي أجريت فيها تلك الدراسات واختلاف القطاعات التي طبقت عليها تلك الدراسات ومستوى تطبيق الحوكمة في مؤسساتها.

2. الفرضية الفرعية الثانية:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لاستقلالية مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير استقلالية مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.021)، وهي أقل من (0.05)، وعليه فإننا نرفض الفرضية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لاستقلالية مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير استقلالية مجلس الإدارة على هيكل رأس المال تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً سلبياً قوياً حيث بلغ (-0.89)، ويعني أن زيادة استقلالية مجلس الإدارة بنسبة (100%) سيؤدي إلى انخفاض المديونية بنسبة (89%)، و يمكن أن يعزى ذلك إلي 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 احتماليات الإفلاس بذلك يتمّ تشديد وزيادة الرقابة والمتابعة من السلطات العليا للشركة والاعتماد على أسهم الملكية أو الإرباح 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: (Wellalage and Locke, 2011), (Waworuntu et al, 2014), (Bokpin & Arko, 2009), (Lefort & URZUA, 2008).

بينما اختلفت بعض الدراسة واعتبرت ان 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), (Sheikh & Wang, 2011), (Berger et al 1997), (Hussainey, k., 2011) ويفسر ذلك إلى اختلاف الدول التي أجريت فيها الدراسة واختلاف القطاعات ومستوى تأثير هذه الدول بالأزمة المالية الأخيرة.

3. الفرضية الفرعية الثالثة:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير عدد اجتماعات مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.736)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه فإننا نقبل الفرضية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ إن تأثير عدد اجتماعات مجلس الإدارة على هيكل رأس المال تأثير سلبي ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً سلبياً ضعيفاً جداً حيث بلغ

(-0.004)، ويعني أن زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة بنسبة (100%) يؤدي إلى انخفاض المديونية بنسبة (0.4%)، وهذا يعني بان عدد اجتماعات مجلس الإدارة في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين لا يؤثر على نسبة المديونية، وخالفت الدراسة الحالية دراسة (Kajananthan, 2012) والمطبقة على شركات الصناعة المدرجة في سيريلانكا حيث كان التأثير ايجابياً.

ويعزو الباحث ذلك بان قرار المزيج الأمثل للهيكل المالي من القرارات الإستراتيجية للشركة وبالتالي لم يتداول في كل اجتماعات مجلس الإدارة على مدار السنة لذلك بلغت نتيجة الدراسة الحالية بالتأثير الضعيف جدا كما يفهم من ضعف هذه العلاقة وضعف تأثير عدد أعضاء المجلس إلى قصور دور المجالس في الجوانب الرقابية على الشركات وربما ان الاجتماعات كانت صورية.

4. الفرضية الفرعية الرابعة:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للجمع بين التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير الجمع بين التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.001)، وهي أقل من (0.05)، وعليه فإننا نرفض الفرضية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للجمع بين التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير الجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية مجلس الإدارة على هيكل رأس المال تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً سلبياً حيث بلغ (-0.27)، ويعني إن زيادة الجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية المجلس بنسبة (100%) سيؤدي إلى انخفاض المديونية بنسبة (27%)، ويعزى ذلك بان تمركز 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 إلي تقليل المخاطر وتجنب المديونية، واتفقت الدراسة الحالية مع دراسة (Fama & Jensen, 1983) والتي تنادي بالفصل بين الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة لان هناك من يصنع القرار وهناك من يتخذ القرار، وأيضاً اتفقت مع الدراسة التالية: دراسة (Ganiyu & Abiodun, 2012)، حيث (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), Saad, 2010), (Ahmadpour et al,2012), (Abobakr& Elgiziry, 2016), (Guillet et al, 2013), (Gill & Mathur,2011), وهذا ينسجم مع رؤية الباحث بان الدور الأساسي في اتخاذ القرارات المالية للشركات غير المالية المدرجة ببورصة فلسطين منوط في الإدارات التنفيذية أكثر من مجالس الإدارة.

5. الفرضية الفرعية الخامسة:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لوجود لجنة مراجعة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير وجود لجنة مراجعة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.753)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه فإننا نقبل الفرضية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لوجود لجنة مراجعة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير وجود لجنة المراجعة على هيكل رأس المال تأثير إيجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً إيجابياً ضعيفاً حيث بلغ (0.028)، ويعني أن وجود لجنة مراجعة يزيد المديونية بنسبة (2.8%)، ويعزى ذلك أن الشركات المدرجة في فلسطين عند وجود لجنة التدقيق تتحقق مصداقية القوائم المالية والتقارير الإدارية وبالتالي عند التفاوض مع المقرضين تتحقق تكلفة أقل على المديونية فتصاحبها زيادة في المديونية، ولكن على ما يبدو أن هذا الأثر لم يكن واضحاً في بورصة فلسطين نتيجة لعدم وجود دور واضح لهذه اللجان وعدم استقلاليتها مما يجعلها شكلية.

6. الفرضية الفرعية السادسة:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لاستقلالية لجنة المراجعة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين".

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير استقلالية لجنة المراجعة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.242)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه فإننا نقبل الفرضية، أي أنه لا يوجد أثر

ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لاستقلالية لجنة المراجعة على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

وبلاحظ أن تأثير استقلالية لجنة المراجعة على هيكل رأس المال تأثير سلبي ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً سلبياً ضعيفاً حيث بلغ (-0.10)، ويعني أن زيادة نسبة استقلالية لجنة المراجعة بنسبة (100%) يؤدي إلى زيادة المديونية بنسبة (10%)، ويعزى ذلك أن عند تشكيل لجنة المراجعة من غير المجلس التنفيذي تتأثر نسبة المديونية وبالتالي القرارات الإستراتيجية التي يتخذها مجلس الإدارة تطبق ويتم متابعتها من خلال لجنة الرقابة ولا يستطيع المدير التنفيذي تضليل المجلس من قوائم وتقارير تخدم المديرين. وهذا جاء وفق مبادئ ومعايير حوكمة الشركات على الأقل بوجود اثنين من المستقلين في لجنة المراجعة، واتفقت الدراسة الحالية مع دراسة (Muazeid, 2015) ودراسة (Islam, 2010) ودراسة (Uzun et al, 2004) حيث راو أن زيادة في نسبة استقلالية لجنة المراجعة تقلل من اللجوء الى الديون، وجاءت النتيجة مطابقة مع نظرية الوكالة حيث بوجود لجنة تدقيق مستقلة تقلل من المصاريف والحوافز التي تدفع من اجل التأكيد على مطابقة الإجراءات والعمليات المحاسبية مع العملاء و التضخم في الأرقام وبالتالي عدم اللجوء الى المديونية.

7. الفرضية الفرعية السابعة:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لكبار المساهمين على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين".

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير كبار المساهمين على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.294)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه فإننا نقبل الفرضية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لكبار المساهمين على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

وبلاحظ أن تأثير نسبة كبار المساهمين (أفراد - مؤسسات - حكومة) على هيكل رأس المال تأثير ايجابي ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً ايجابياً ضعيفاً حيث بلغ (0.109)، وعلى الرغم من الأدب المحاسبي الذي تناول 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 زيادة كبار المساهمين بنسبة (100%) يؤدي إلى زيادة المديونية بنسبة (11%) حيث جاءت النتيجة عند زيادة نسبة كبار المساهمين في الشركات المدرجة في فلسطين يصاحبها زيادة في نسبة المديونية ويعزى ذلك أن سيطرة المساهمين على الشركة تحدّ 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 و بأسعار 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, 204) 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, 2014), (Ahmadpour et al, 2012), (Muazeid, 2010), (Berger et al, 1997)، 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 قوى لتمويل أسهم رأس المال، والدراسات التالية خالفت الدراسة: (Butt & Saeed, 2011), (Abobakr & Elgiziry, 2016).

8. الفرضية الفرعية الثامنة:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للملكية الأجنبية على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين".

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير الملكية الأجنبية على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.019)، وهي أقل من (0.05)، وعليه فإننا نرفض الفرضية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للملكية الأجنبية على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

وبالاحظ أن تأثير وجود الملكية الأجنبية على هيكل رأس المال تأثيراً إيجابياً وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً إيجابياً حيث بلغ (0.19)، ويعني أن زيادة الملكية الأجنبية بنسبة (100%) يؤدي إلى زيادة المديونية بنسبة (19%) ويعزى للباحث 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.

9. الفرضية الفرعية التاسعة:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للملكية الإدارية على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين".

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير الملكية الإدارية على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.958)، وهي أكبر من (0.05)، وعليه فإننا نقبل الفرضية، أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للملكية الإدارية على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

وبالاحظ أن تأثير وجود الملكية الإدارية على هيكل رأس المال تأثيراً إيجابياً ولكنه غير معنوي عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً إيجابياً ضعيفاً حيث بلغ (0.004)، ويعني أن زيادة الملكية الإدارية بنسبة (100%) يؤدي إلى زيادة المديونية بنسبة (4%)، يعزى للباحث أن وجود الملكية الإدارية في الشركات المدرجة في فلسطين ضعيفة جداً ويتأثر عند زيادة مديونية الشركة فالمساهمون الإداريون يمكن أن يعطوا المدير التنفيذي حافزاً في توظيف مبلغ الدين بشكل أمثل وقد جاءت دراسات متفقة مع الدراسة الحالية مثل: (Arko & Bokpin, 2009), (Kim & Sorensen, 1986), (Abor, 2008), (Wellalage & Locke, 2012), (Abobakr & Elgiziry, 2016), (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، ودراسة (Hasan & Butt, 1997), (Berger et al, 1997), (Jaradat, 2015), (Sheikh & Wang, 2012).

ومن ذلك يمكن القول بان نسب الملكية الإدارية في الأصل كانت منخفضة وبالتالي لم تكن بالدرجة التي تؤثر فيه على قرارات الشركة المالية.

10. الفرضية الفرعية العاشرة:

تنص هذه الفرضية على ما يلي: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للجنة المكافآت على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين".

بناءً على نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، فإن القيمة الاحتمالية لتأثير لجنة المكافآت على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين تساوي (0.05)، وهي أقل من (0.05)، وعليه فإننا نرفض الفرضية، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) للجنة المكافآت على الرفع المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

ويلاحظ أن تأثير وجود لجنة المكافآت على هيكل رأس المال تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) ويعتبر تأثيراً إيجابياً حيث بلغ (0.13)، ويعني أن زيادة وجود لجنة المكافآت بنسبة (100%) يؤدي إلى زيادة المديونية بنسبة (13%)، ويعزى ذلك بان الشركات المدرجة في فلسطين عند زيادة تبني وجود لجنة المكافآت في الشركات يؤدي ذلك إلى تشجيع مجالس الإدارة على الاعتماد على الدين من أجل زيادة أرباح المساهمين وبالتالي الحصول على مكافآت أعلى.

ملخص الفصل الخامس :

استعرض العرض الإحصائي لمتغيرات الدراسة والتي أظهرت اعتدالا في مستويات الرفع المالي، كما أظهرت ارتفاع في مستويات استقلالية مجلس الإدارة والجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية مجلس الإدارة واستقلالية لجنة المراجعة، وانخفاض في مستويات وجود لجنة المراجعة والملكية الأجنبية والملكية الإدارية ووجود لجنة المكافآت، في حين كانت باقي المتغيرات معتدلة، ثم تحليل مصفوفة الارتباط الخطي تمهيدا لإجراء انحدار الخط المتعدد، وثم وصلنا إلى نموذج انحدار المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، كما تم عرض وتفسير النتائج ومقارنتها بين الدراسات ذات العلاقة، والتي أظهرت بوجود تأثير معنوي عند استقلالية مجلس الإدارة والجمع بين الرئيس التنفيذي/عضوية مجلس الإدارة والملكية الأجنبية ووجود لجنة المكافآت، وباقي المتغيرات حجم مجلس الإدارة وعدد اجتماعات مجلس الإدارة ووجود لجنة المراجعة واستقلالية لجنة المراجعة وكبار المساهمين والملكية الإدارية جاءت غير مؤثرة على المتغير التابع، واختتم الباحث هذا الفصل باختبار صحة فرضيات الدراسة.

الفصل السادس

النتائج والتوصيات

0-6 تمهيد

1-6 النتائج

2-6 التوصيات

3-6 مقترحات الدراسات المستقبلية

0-6 تمهيد

بناء على الدراسة المتعلقة بأثر آليات حوكمة الشركات على هيكل رأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من خلال البيانات التي تمّ جمعها من التقارير الإدارية والقوائم المالية المنشورة في بورصة فلسطين، وتمّ عرض وتفسير هذه النتائج، ومقارنتها بنتائج الدراسات السابقة ذات العلاقة، وتم استخلاص مجموعة من النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، وكذلك مجموعة من التوصيات المقترحة المهمة لأصحاب القرار والباحثين في هذا المجال وهي كالآتي:

1-6 النتائج:

1-1-6 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% وهذا 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.

6-1-2 النتائج المتعلقة بهيكل رأس المال:

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

3-1-6 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 إيجابي للملكية الأجنبية على هيكل رأس المال، حيث أن وجود مستثمرين أجانب في الشركة يزيد من ثقة البنك وهذا يعطي مؤشراً لوجود وضع مالي قوي للشركة وبالتالي تسهل عملية الحصول على القروض.
- 4- هناك اثر معنوي إيجابي 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 ثمّ الحصول على مكافآت أعلى.

6-2 التوصيات:

جاءت التوصيات منسجمة مع نتائج الدراسة كما هو موضح في الجدول رقم (6-1)

وهي كالتالي:

- 1- أن تسعى إدارة الشركات الفلسطينية لزيادة عدد أعضاء مجلس إدارتها ليشمل جميع التخصصات.
- 2- أن تسعى إدارة الشركات الفلسطينية لزيادة نشاط مجلس إدارتها وذلك بزيادة عدد الاجتماعات التي يعقدها حتى تتحقق متابعة المهام الموكلة إليه من قبل الملاك.
- 3- ضرورة الحفاظ على استقلالية مجالس الإدارة في الشركات الفلسطينية، بحيث يكون له دور فعال في التأثير على القرارات الاستراتيجية.
- 4- التأكيد على عدم ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي مع عضوية مجلس الإدارة لتمكين مجلس الإدارة من الإشراف والرقابة على أعمال المديرين في الشركة.
- 5- 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.
- 6- إعادة صياغة قوانين الاستثمار في فلسطين بشكل يؤدي إلى زيادة استقطاب الاستثمار الأجنبي لدعم القطاع الخاص.
- 7- ضرورة مشاركة المدراء وامتلاكهم جزء من أسهم الشركة للحدّ من حجم المخاطرة وزيادة تعظيم قيمة الشركة.
- 8- العمل على إلزام الشركات الفلسطينية بتشكيل لجان المكافآت، والتي بدورها يُتَوَقَّع أن تُحَدِّد من المصاريف العشوائية للشركة.
- 9- التأكيد على تعيين أعضاء لجنة المراجعة من خارج المجلس التنفيذي للشركة.
- 10- العمل على أن تكون البنوك الإسلامية بديلة عن البنوك التجارية لتشجيع الشركات الفلسطينية على زيادة المديونية.
- 11- العمل على تشكيل هيئة حكومية للإشراف على تطبيق قواعد ومبادئ حوكمة الشركات في الشركات الفلسطينية وفرض العقوبات على الشركات التي لم تطبقها.

- 12- تفعيل دور هيئة سوق الأوراق المالية وبورصة فلسطين في إصدار دليل موحد لحوكمة الشركات وإصدار اللوائح والقوانين لضمان تطبيقه.
- 13- تفعيل دور المنظمات الأهلية ومؤسسات المجتمع المدني في زيادة توعية الشركات الفلسطينية بأهمية تطبيق حوكمة الشركات من خلال المؤتمرات والندوات.

**جدول رقم (1-6):
يوضح النتائج والتوصيات**

| م. | النتائج | التوصيات |
|----|--|--|
| 1 | متوسط أعداد أعضاء مجالس الإدارة في الشركات الفلسطينية مناسب حيث بلغ هذا المتوسط (8) أعضاء لكل شركة وهذا قد يمنع استحواد فئة معينة من المجلس على القرارات المالية. | أن تسعى إدارة الشركات الفلسطينية لزيادة عدد أعضاء مجلس إدارتها ليشمل جميع التخصصات . |
| 2 | 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. | أن تسعى إدارة الشركات الفلسطينية لزيادة نشاط مجلس إدارتها وذلك بزيادة عدد الاجتماعات التي يعقدها حتى تتحقق متابعة المهام الموكلة إليه من قبل الملاك. |
| 3 | <ul style="list-style-type: none"> - 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 . - 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. | ضرورة الحفاظ على استقلالية مجالس الإدارة في الشركات الفلسطينية، بحيث يكون له دور فعال في التأثير على القرارات الإستراتيجية. |
| 4 | <ul style="list-style-type: none"> - الشركات التي تفصل بين مناصبي عضوية مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي تبلغ (12) شركة بمعدل 53% وهذا يضاعف من عمل الحوكمة في فلسطين، ومخالف لما ورد في مدونة حوكمة الشركات والتي ألزمت الشركات بالفصل بين المنصبين لتحقيق الرقابة وعدم الانفراد في القرارات. - 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. | التأكيد على عدم ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي مع عضوية مجلس الإدارة لتمكين مجلس الإدارة من الإشراف والرقابة على أعمال المديرين في الشركة. |
| 5 | أغلب مجالس الشركات في بورصة فلسطين لم تُشكل لجان مراجعة لمراقبة ومتابعة | ضرورة تشكيل لجنة المراجعة في الشركات |

| | | |
|--|---|-----------|
| <p>الإجراءات والعمليات الحسابية في الشركة - وهذا مخالف لمدونة حوكمة الشركات - مما يساعد المدراء على تضليل أصحاب المصالح من خلال التلاعب بالقوائم المالية السنوية.</p> | <p>السلطة الفلسطينية والإفصاح عن نشاطها لما له من أهمية في تدقيق القوائم المالية والحد من التلاعب في التقارير ولزيادة الشفافية.</p> | |
| <p>إعادة صياغة قوانين الاستثمار في فلسطين بشكل يؤدي إلى زيادة استقطاب الاستثمار الأجنبي لدعم القطاع الخاص.</p> | <p>6 - 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.</p> <p>- يوجد أثر معنوي إيجابي للملكية الأجنبية على هيكل رأس المال، حيث أن وجود مستثمرين أجانب في الشركة يزيد من ثقة البنك وهذا يعطي مؤشراً لوجود وضع مالي قوي للشركة وبالتالي تسهل عملية الحصول على القروض .</p> | |
| <p>ضرورة مشاركة المدراء وامتلاكهم جزء من أسهم الشركة للحد من حجم المخاطرة وزيادة تعظيم قيمة الشركة</p> | <p>7 انخفاض الملكية الإدارية في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، مما يُساعد على عزل الإدارة التنفيذية عند المخالفة.</p> | |
| <p>العمل على إلزام الشركات الفلسطينية بتشكيل لجان المكافآت، والتي بدورها يُتَوَقَّع أن تُحدِّد من المصاريف العشوائية للشركة.</p> | <p>8 - 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 .</p> <p>- 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.</p> | |
| <p>التأكيد على تعيين أعضاء لجنة المراجعة من خارج المجلس التنفيذي للشركة.</p> | <p>9 معظم الشركات التي تُشكل لجان مراجعة يكون أغلب أعضاء هذه اللجان مستقلين ومن خارج المجلس التنفيذي، ويُدلل ذلك على استقلالية وفاعلية عمل هذه اللجان.</p> | |
| <p>- العمل على أن تكون البنوك الإسلامية بديلة عن البنوك التجارية لتشجيع الشركات الفلسطينية على زيادة المديونية .</p> <p>- العمل على تشكيل هيئة حكومية للإشراف على تطبيق قواعد ومبادئ حوكمة الشركات</p> | <p><u>التوصيات العامة</u></p> | <p>10</p> |

| | | |
|--|--|--|
| <p>في الشركات الفلسطينية وفرض العقوبات على الشركات التي لم تطبقها .</p> <p>- تفعيل دور هيئة سوق الأوراق المالية وبورصة فلسطين في إصدار دليل موحد لحوكمة الشركات وإصدار اللوائح والقوانين لضمان تطبيقه.</p> <p>- تفعيل دور المنظمات الأهلية ومؤسسات المجتمع المدني في زيادة توعية الشركات الفلسطينية بأهمية تطبيق حوكمة الشركات من خلال المؤتمرات والندوات.</p> | | |
|--|--|--|

3-6 مقترحات الدراسات المستقبلية:

- دراسة اثر الحوكمة على هيكل رأس المال في القطاعات المالية او الشركات الغير مدرجة في بورصة 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 التي قد تؤثر في اختيار هيكل رأس المال .
- دراسة مدى تأثير البعد الشرعي على انخفاض مستويات المديونية في الشركات الفلسطينية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- القران الكريم.
- السنة النبوية.
- اندراوس، عاطف وليم (2006): التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر.
- احمد، فتحي ابراهيم (2007): مذكرات في مبادئ التمويل والادارة المالية، دار النشر بجامعة اسيوط، مصر.
- أبو جراد، رجب (2015): العلاقة بين التحفظ في السياسات المحاسبية والحاكمية المؤسسية وأثرها على جودة الإفصاح، (رسالة ماجستير غير منشورة)، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- أبو الطواحين، محمد(2015): اثر هيكل رأس المال على أداء الشركات المالي في فلسطين، (رسالة ماجستير غير منشورة)، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- اسعد، محمد(2015)، اثر تطبيق آليات الحوكمة المفصح عنها على الأداء المالي: دراسة نظرية تطبيقية على الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة أم القرى، السعودية.
- الأشعري، احمد،(2007): الوجيز في طرق البحث العلمي، خوارزم العلمية للنشر والتوزيع، جدة.
- الأغا، بسام (2005): أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، (رسالة ماجستير غير منشورة)، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين.
- البركات، إسراء واخرين (2012): اثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الاردنية، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة البلقاء التطبيقية، عمان.
- توفيق، حسن احمد (1980): التمويل والادارة المالية في المشروعات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة.
- تيماي، عبد المجيدو ومعراج، هواري (2005): مداخلة بعنوان مداخل تحديد هيكل رأس المال و دورها في تحديد قيمة المؤسسة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات، الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر.

- الحداد، فايز سليم (2010): الإدارة المالية، الطبعة الاولى، الحامد للنشر، عمان.
- حامد، ابراهيم محمد (2012): المبادئ القانونية لحوكمة شركات المساهمين: دراسة في القانون المصري، ومدونات الحوكمة العالمية والمحلية، مجلة مصر المعاصرة- مصر، مج104، ع507.
- الحمداني، ناصر، والقضاة، علي (2013): اثر هيكل رأس المال على إجارة المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، بحث منشور، المنارة، المجلد 19، العدد4، ص ص159-186.
- حمدان، علام (2011): تقييم مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية وعلاقته بالحاكمة المؤسسية في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة جامعة الملك سعود (العلوم)، مج 23، ع2.
- الحناوي، محمد صالح ، و العبد، محمد إبراهيم (2004): الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- الحمدني، موفق (2006): مناهج البحث العلمي، مؤسسة الوراق للنشر، الاردن، عمان.
- الحمدوني، إلياس والصبيحي، فايز(2012): العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم : دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الأردنية المساهمة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل.
- حنفي، عبد الغفار، وقرياقص، رسمية زكي(2002): الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- حنفي، عبد الغفار (2002): أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية.
- خبيزة، انفال (2012): تاثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، رسالة غير منشورة، كلية العلوم والاقتصاد والتجارة في جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر.
- جون سولفان وآخرون (2003): الحوكمة في القرن الحادي والعشرون، ط3، ترجمة:سمير كريم، مركز المشروعات الدولية الخاصة- غرفة التجارة الأمريكية-واشنطن.

- الجوزي جميلة،(2016): دور الحوكمة في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية(www.kantakji.com/media/9100/1.doc)
- جمعة، السعيد فرحات ، وعبد السميع، جاد الرب(2001): الإدارة المالية و البيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر.
- خضر، احمد(2012): حوكمة الشركات، دار الفكر الجامعي، إمام كلية الحقوق، الإسكندرية، مصر.
- الخياط، عبدالعزيز (1987): الشركات في الشريعة الإسلامية، ط3، ج2، مؤسسة الرسالة، بيروت.
- الخيال، توفيق عبد المحسن (2009): تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي لشركات المساهمة، السعودية، الفكر المحاسبي، مصر ، مج 13 ، ع1، ص ص191-246.
- درويش، عدنان (2007): حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصاريف العربية، الأردن.
- ديربي، زاهد (2011): إدارة حكومية، الطبعة الاولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- ريستون، وبرجهام، (1993): التمويل الإداري، ترجمة: بيله عبد الرحمن، النعماني عبد الفتاح، دار المريخ، الرياض.
- رابح، بوقرة، وهاجر، غانم (2012) : مداخلتة بعنوان الحوكمة: المفهوم والأهمية، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كالية للحد من الفساد المالي والإداري ، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر.
- رمضان، عماد، والعقدة، صالح(2009): محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة الأردنية، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة العلوم التطبيقية، عمان .
- الزبيدي، حمزة محمود (2004): الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان.
- الزبيدي، حمزة محمود (2006): أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الاولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان.

- لزغم، سمية(2012): اثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة ورقة .
- بروش، زين، ودهيمي، جابر (2012): دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري، مداخلة بعنوان: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر -بسكرة، الجزائر.
- السباخي، عبد المنعم حسن (2011): حوكمة الشركات والوحدات الاقتصادية في الحكومة والمسئولية الاجتماعية لها، الفكر المحاسبي - مصر مج 10، عدد خاص، ص ص 264-286.
- سلمى، عبد الستار عبد الحميد محمد (2008): حوكمة الشركات و النمو الاقتصادي مع الإشارة للوضع في مصر، مجلة مصر المعاصرة، مج100ع، ص ص 219-492.
- سليمان، رشيدة، دور آليات الحوكمة في تحسين الأداء المالي لشركات التأمين، (رسالة ماجستير غير منشورة)، من جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير 2013 بسكرة، الجزائر.
- سابا، خوري (2005): الحاكمية المؤسسية ودور أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في الشركة، مجلة المدقق، جمعية المحاسبين الأردنيين، العدد 21-22، أكتوبر، ص ص 38-40.
- سليمان، محمد مصطفى (2006): حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- الساعدي، علاء (2012): هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه، مجلة الاقتصادي الخليجي العدد 23، ص ص 136-158.
- سامي، مجدي (2009)، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية العدد 46، مصر.

- الشريف، مختار، (2008): تزايد أهمية الحوكمة للإصلاح كآثره للأزمة العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر-الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، مصر، ص ص 176-184.
- الشهاوي، طارق مصطفى، و مصطفى، نهال فريد (2013): الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر.
- صبح، محمد (2000): الإدارة المالية طويلة الأجل، كلية التجارة عين شمس، مصر.
- صالح، رضا ابراهيم (2011): العلاقة بين حوكمة الشركات وجودة الأرباح وأثرها على جودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة - جامعة طنطا مصر، ع2، ص ص 379-434.
- صيام، محمود(2014): العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وجودة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، (رسالة ماجستير غير منشورة)، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- طالب، طالب(2015): محددات هيكل رأس المال، رسالة ماجستير غير منشورة الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- عبد الهادي، محمد سعيد(2008): الإدارة المالية، دار حامد، الأردن.
- عبادي، سليمان (2007): مداخلة بعنوان دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والإنجاز والتحديات، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني.
- العطار، رشاد (2001): الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة، عمان.
- عقل، مفلح محمد (2000): مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط2، المستقبل للنشر، الأردن.
- علي، عبد الوهاب نصر، و شحاته، شحاته السيد (2007): مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية.

- العمري، سميرة (2014): اثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المحاسبي: دراسة حالة ديوان الترقية والتيسير العقاري، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة الكي محسن اولحاج، البويرة، الجزائر.
- العامري، محمد ابراهيم (2010): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، أثير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- عيساوي، سهام (2015): محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسة الوطنية سونطراك، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- غنيم حسين، عطا (2005): دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر.
- بوربيعة، غنية (2012): محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة دراسة حالة لمؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- فياض، عرفات (2011)، إدارة الأعمال الدولية، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن.
- القرة داغى، على محيي الدين ، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة الاقتصاد الاسلامي، العدد 133، ذو الحجة 1412هـ - يونيو 1992م، صفحة 25 - 34.
- كراجة، عبد الحليم وآخرون (2006)، الادارة والتحليل المالي، ط2، صفاء للنشر، عمان.
- كافي، مصطفى يوسف (2013): الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان.
- كويل، برايان (2007): نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر.
- اللجنة الوطنية للحوكمة (2009): مدونة قواعد حوكمة الشركات، فلسطين.
- مبادئ حوكمة الشركات لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، (2004): النسخة العربية.
- مركز المشروعات الدولية الخاصة (2010): هل يمكن أن يساعد تفعيل الشفافية على زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة والنمو الاقتصادي، حوكمة الشركات قضايا واتجاهات، نشرة دورية للشرق الأوسط وشمال أفريقيا العدد 20.

- المرسي، جلال الدين، واللحاح، احمد (2009): الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر.
- المومني، غازي، وحسن، علي (2011): محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية المجلد 38، العدد 62، عمان .
- ميخائيل، اشرف حنا(2000): تدقيق الحسابات وإطرافه في إطار منظومة حوكمة الشركات، بحوث وأوراق عمل المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الخارجي المنعقدة بالفترة 3-4 ديسمبر 2000، الجزائر.
- الميداني، محمد أيمن (1993): الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران.
- ندا، رجب أحمد (2008): حوكمة الشركات ومدى أهمية دورها في مواجهة الفساد المالي، مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي - مصر ، مج12، ع36، صص 321-357.
- النعيمي، عدنان، والخرشه، ياسين(2007): أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
- النعيمي، عدنان وآخرون، (2007): الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن.
- النعيمي، عدنان وآخرون، (2008): التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- النعيمي، عدنان، والتميمي، ارشد (2009): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- النجار، جميل (2013): مدى تأثير الرفع المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1، فلسطين.
- هلبينج، كاترين، ل كوشتا (2011): تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مجلة المال والتجارة - مصر ع507، ص ص 26-37.

- هندي، منير إبراهيم (1997): الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.
- هندي، منير إبراهيم (2000): مدخل تحليلي معاصر، ط4، المكتب العربي، الإسكندرية، مصر.
- هندي، منير إبراهيم (2003): الفكر الحديث في التمويل، ط4، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.
- هندي، صالح (2008): الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. ط6، المكتبة العربية الحديثة، الإسكندرية.
- الهواري، سيد (1976): الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل طويل الاجل، الطبعة الأولى، مكتبة عين شمس، القاهرة.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطيني (2012): الملامح الرئيسية لحوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، الإدارة العامة للدراسات والتطوير، فلسطين.
- [موقع بورصة فلسطين (2016):]،
<http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx>، 2016/10/17 الساعة التاسعة مساءً
- [موقع وكالة دنيا الوطن (2016):]،
<https://www.alwatanvoice.com>، 2016/11/7 الساعة الواحدة ظهرا.
- [موقع سوق فلسطين للأوراق المالية (2016):]،
<http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx> (2016/11/7م)

ثانيا: المراجع الأجنبية:

- 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.
- Ahmadpour, Ahmad el at, (2012) **Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Tehran Stock Exchange** Middle–East Journal of Scientific Research 11 (4): 531–535.
- Aivazian A. Varouj, Ge Ying, Qiu Jiaping,(2003),: **The impact of leverage on firm investment:Canadian evidence**, Journal Corporate Finance, P:114–132 (Electronic Cop
- Asma Trabelsi, (2006): **Determinants of Capital Structure and Financing**
- Ateeq Ur Rehman, Muhammad, et.al,(2010), **Does Corporate Governance lead to a Change in the Capital Structure?**,American Journal of Social and Management Sciences Issn print: 2156–1540.
- Brigham, E. & Ehrhardt, M. (2010) **.An Overview of Corporate finance &The Financial Environment.**
- Brigham, E,(1989) **Financial Management: Theory and Practice.** Illinois: The Dryden Press.
- Brigham, Eugene; and Ehrhardt Michael,(2005): **Financial Management Theory & Practice**,12nd ed, Mike Roche publisher.
- Brealey, R.A. &Myers, S.C.(2003): **Principles of Corporate Finance**, 7th ed., Mc Graw Hill.
- Christensen, J., Kent, P. and Stewart, J,(2010),: **Corporate Governance and Company Performancein Australia**. Australian Accounting Review, 20: 372–386
- Darrat F. Ali & Mukherjee K. Tarun,(1995),: **Inter– Industry Differences and theImpact of operating and financial leverage on**

Equity Risk, Review of Financial Economics,, Vol.4, No.2 P: 141–155
Electronic Copy.

- Fattoh Bassam,(2005),: **Capital structure in South Korea: a quantile regression approach**, Journal of Development Economics, No. 76 P:231–250 (Electronic Copy
- G20/OECD,(2015),:Pinciples of Corporate Governance.
- Hasan, Arshad(2009), **Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies**, International Journal of Business and Management, vol. 4,No. 2 .
- Kajanathan, 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).
- Kochhs, R.(1997),: **Strategic assets, capital structure and firm performance**. Journal of Financial and Strategic Decisions, 10(3).
- Kolb, Burton A(1983): **Principles of financial Management**, Texas Business Puplication, Inc.
- Kumar J (2015), **Capital Structure and Corporate Governance**, J Entrepren Organiz Manag 4: 143.Ruel&
- Larry, R., and E. Dick. (2002): **Unleashing the potential of internalaudit: as executives and directors rethink their corporate governance procedures**. Financial Executive, Vol. 18, No . 7, October; P. 48.
- Muazeib, Ahmed Ibrahim el at,(2015) **Does Corporate Governance Drive Capital Structure of JohanneSburg Listed Companies?** International Journal of Business, Economics and Law, Vol. 6, Issue 1 (Apr.) SSN 2289–1552.

- Okiro ,Omoró (2015), **The Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Performance of Firms Listed at the East African Community Securities Exchange**,European scientific journal March 2015 Edition Vol.11, No.7Issn: 1857-7881.
- Quang, Do Xuan & Xin, Wu Zhong (2015): **Measuring Impact of Ownership Structure and Corpora Governance on Capital Structure of Vietnamese Soes** European Journal of Business and Social Sciences, Vol.4, No. 08 P.P. 218-230.
- Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. K.(2014): **Impact of corporate governance score on abnormal returns and financial performance of mergers and acquisitions**. Decision, 41(4), 371-398
- ROSS, Stephen, Westeerfield, Randolph, and Jaffery (1993): **Corporate Finance**, 3rd,Edition Irwin, Bosten.
- 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.
- Brealey, R.A. and Myers, S.C.(2003): **Principles of Corporate Finance**, 7th ed., McGraw Hill.
- Wang, X, (2013): **Corporate Governance and Risk Management in Developing Market: A Logic Analysis and Proposal**. International Business & Management, 7(1), 73-76.
- Wild, J.J. (1994): **Managerial Accountability to shareholders : audit committees and the explanatory power of earnings for returns**. British Accounting Review vol 26,l.s 4,pp353-374.
- Vinten, G., and C. Lee. (1993): **Audit committees and corporate control**. Managerial Auditing Journal, Vol. 8. No.3; PP.11.

- Tariq Tawfeeq, Y. A., Yahya, S., & Ramayah, T. (2014): **Corporate governance mechanisms and Jordanian companies** financial performance Asian Social Science, 10(22), 247–262.
- Stanwick, Peter. A., & Stanwick, Sarah. D.(2010): **The relationship between corporate governance and financial performance An empirical study of Canadian firms**, The Business Review, Cambridge, 16(2), 35–41.
- Justine simpson, & John Taylor (2013): **Corporate Governance Ethics and CSR. GB: Koge Ltd**
- **Characteristics in SMEs: A Study on French Data**, Thesis of Doctorate of Management, University, Paris, Ix Dauphine Edogest.
- John S. M. (2002): **Executive expect more board input: audit committees figure in changes**, Industry week, Vol. 251, No. 9, October: P.12.
- Negi, P., Sankpal, S., Mathur, G., Vaswani, N. (2012) : **Impact of Financial Leverage on the Payoffs to Stockholders and Market Value**, The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices, Vol.5, No. 1, PP 35 –46 .
- Jaradat, Monther Soliman (2015) **Corporate Governance Practces and Capital Structure: A study With Special Reference to Board Size, Board Gender, Outside Director and Ceoduality**, Nternational Journal of Economics, Commerce and Management United Kingdom Vol. III, Issue 5.

الملاحق

ملحق رقم (1) يوضح بيانات الشركات

| y1 | x10 | x9 | x8 | x7 | x6 | x5 | x4 | x3 | x2 | x1 | year | firm |
|-------|-----|----|----|------|------|----|----|----|------|----|------|------|
| 0.024 | 0 | 0 | 0 | 0.9 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.86 | 7 | 2011 | 1 |
| 0.1 | 0 | 0 | 0 | 0.9 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.83 | 6 | 2012 | 1 |
| 0.06 | 0 | 0 | 0 | 0.9 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.86 | 7 | 2013 | 1 |
| 0.05 | 0 | 0 | 0 | 0.91 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.86 | 7 | 2014 | 1 |
| 0.36 | 0 | 0 | 0 | 0.53 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 11 | 2011 | 2 |
| 0.39 | 0 | 0 | 1 | 0.54 | 0 | 0 | 0 | 7 | 1 | 13 | 2012 | 2 |
| 0.38 | 0 | 0 | 1 | 0.57 | 1 | 1 | 0 | 5 | 1 | 13 | 2013 | 2 |
| 0.41 | 0 | 0 | 1 | 0.43 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 13 | 2014 | 2 |
| 0.57 | 0 | 0 | 0 | 0.39 | 0 | 0 | 0 | 9 | 1 | 6 | 2011 | 3 |
| 0.63 | 0 | 0 | 0 | 0.39 | 0 | 0 | 0 | 4 | 1 | 6 | 2012 | 3 |
| 0.75 | 0 | 0 | 0 | 0.33 | 0 | 0 | 0 | 4 | 1 | 6 | 2013 | 3 |
| 0.77 | 0 | 0 | 0 | 0.32 | 0 | 0 | 0 | 4 | 1 | 5 | 2014 | 3 |
| 0.05 | 0 | 1 | 0 | 0.41 | 1 | 1 | 1 | 11 | 0.8 | 10 | 2011 | 4 |
| 0.09 | 0 | 1 | 0 | 0.28 | 1 | 1 | 1 | 7 | 0.85 | 7 | 2012 | 4 |
| 0.23 | 0 | 1 | 0 | 0.5 | 1 | 1 | 1 | 5 | 0.85 | 7 | 2013 | 4 |
| 0.32 | 0 | 1 | 0 | 0.6 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0.85 | 7 | 2014 | 4 |
| 0.39 | 0 | 1 | 0 | 0.68 | 0.1 | 1 | 1 | 12 | 0.72 | 11 | 2011 | 5 |
| 0.41 | 0 | 1 | 0 | 0.67 | 0.08 | 1 | 1 | 12 | 0.75 | 12 | 2012 | 5 |
| 0.49 | 0 | 1 | 0 | 0.68 | 0.11 | 1 | 1 | 12 | 0.81 | 11 | 2013 | 5 |
| 0.51 | 0 | 1 | 0 | 0.68 | 0.11 | 1 | 1 | 12 | 0.81 | 11 | 2014 | 5 |
| 0.25 | 0 | 0 | 0 | 0.39 | 0 | 1 | 0 | 6 | 1 | 11 | 2011 | 6 |
| 0.26 | 0 | 0 | 0 | 0.39 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 11 | 2012 | 6 |
| 0.24 | 0 | 0 | 0 | 0.4 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 11 | 2013 | 6 |
| 0.3 | 0 | 0 | 0 | 0.4 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 10 | 2014 | 6 |
| 0.33 | 0 | 0 | 0 | 0.65 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0.92 | 14 | 2011 | 7 |
| 0.28 | 0 | 0 | 0 | 0.65 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0.93 | 15 | 2012 | 7 |
| 0.32 | 0 | 0 | 0 | 0.65 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0.93 | 15 | 2013 | 7 |
| 0.24 | 0 | 0 | 0 | 0.65 | 0 | 0 | 1 | 3 | 0.93 | 15 | 2014 | 7 |
| 0.59 | 0 | 0 | 0 | 0.69 | 0 | 0 | 0 | 5 | 1 | 8 | 2011 | 8 |
| 0.64 | 0 | 0 | 0 | 0.69 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 8 | 2012 | 8 |
| 0.28 | 0 | 0 | 0 | 0.86 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 8 | 2013 | 8 |
| 0.36 | 0 | 0 | 0 | 0.86 | 1 | 1 | 0 | 4 | 1 | 8 | 2014 | 8 |
| 0.33 | 0 | 1 | 0 | 0.12 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.71 | 7 | 2011 | 9 |
| 0.33 | 0 | 1 | 0 | 0.12 | 0 | 0 | 1 | 7 | 0.71 | 7 | 2012 | 9 |
| 0.24 | 0 | 1 | 0 | 0.26 | 0 | 0 | 1 | 7 | 0.86 | 7 | 2013 | 9 |
| 0.26 | 0 | 1 | 0 | 0.26 | 0 | 0 | 1 | 8 | 0.86 | 7 | 2014 | 9 |
| 0.6 | 0 | 0 | 0 | 0.36 | 1 | 1 | 0 | 8 | 1 | 9 | 2011 | 10 |
| 0.58 | 0 | 0 | 0 | 0.49 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 9 | 2012 | 10 |
| 0.62 | 1 | 0 | 0 | 0.49 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 9 | 2013 | 10 |
| 0.71 | 1 | 0 | 0 | 0.65 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 9 | 2014 | 10 |
| 0.52 | 0 | 0 | 1 | 0.85 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2011 | 11 |
| 0.61 | 0 | 0 | 1 | 0.82 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2012 | 11 |

| y1 | x10 | x9 | x8 | x7 | x6 | x5 | x4 | x3 | x2 | x1 | year | firm |
|------|-----|----|----|------|------|----|----|----|------|----|------|------|
| 0.67 | 0 | 0 | 1 | 0.82 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 6 | 2013 | 11 |
| 0.72 | 0 | 0 | 1 | 0.82 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2014 | 11 |
| 0.38 | 0 | 0 | 0 | 0.62 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 5 | 2011 | 12 |
| 0.36 | 0 | 0 | 0 | 0.62 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 5 | 2012 | 12 |
| 0.31 | 0 | 0 | 0 | 0.62 | 0 | 0 | 0 | 5 | 1 | 5 | 2013 | 12 |
| 0.31 | 0 | 0 | 0 | 0.62 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 5 | 2014 | 12 |
| 0.41 | 0 | 0 | 0 | 0.9 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0.9 | 11 | 2011 | 13 |
| 0.39 | 0 | 0 | 0 | 0.9 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0.9 | 11 | 2012 | 13 |
| 0.29 | 0 | 0 | 0 | 0.9 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0.9 | 11 | 2013 | 13 |
| 0.29 | 0 | 0 | 0 | 0.94 | 0 | 1 | 0 | 6 | 1 | 11 | 2014 | 13 |
| 0.2 | 0 | 1 | 0 | 0.19 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.71 | 7 | 2011 | 14 |
| 0.19 | 1 | 1 | 0 | 0.19 | 0.66 | 1 | 1 | 6 | 0.71 | 7 | 2012 | 14 |
| 0.2 | 1 | 1 | 0 | 0.16 | 0.66 | 1 | 1 | 6 | 0.71 | 7 | 2013 | 14 |
| 0.23 | 1 | 1 | 0 | 0.21 | 0.66 | 1 | 1 | 6 | 0.71 | 7 | 2014 | 14 |
| 0.11 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2011 | 15 |
| 0.07 | 0 | 0 | 0 | 0.16 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2012 | 15 |
| 0.08 | 0 | 0 | 0 | 0.16 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2013 | 15 |
| 0.06 | 0 | 0 | 0 | 0.16 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2014 | 15 |
| 0.5 | 0 | 0 | 0 | 0.56 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 9 | 2011 | 16 |
| 0.16 | 0 | 0 | 0 | 0.57 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 9 | 2012 | 16 |
| 0.14 | 0 | 0 | 0 | 0.57 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 9 | 2013 | 16 |
| 0.11 | 0 | 0 | 0 | 0.57 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 9 | 2014 | 16 |
| 0.59 | 0 | 0 | 0 | 0.21 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.63 | 11 | 2011 | 17 |
| 0.5 | 0 | 0 | 0 | 0.21 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.63 | 11 | 2012 | 17 |
| 0.55 | 0 | 0 | 0 | 0.25 | 0 | 0 | 1 | 7 | 0.63 | 11 | 2013 | 17 |
| 0.55 | 0 | 0 | 0 | 0.25 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.63 | 11 | 2014 | 17 |
| 0.26 | 0 | 0 | 0 | 0.42 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0.9 | 11 | 2011 | 18 |
| 0.31 | 1 | 0 | 0 | 0.45 | 1 | 1 | 1 | 6 | 0.9 | 11 | 2012 | 18 |
| 0.3 | 1 | 0 | 0 | 0.44 | 1 | 1 | 1 | 6 | 0.9 | 11 | 2013 | 18 |
| 0.35 | 1 | 0 | 0 | 0.45 | 1 | 1 | 1 | 6 | 0.9 | 11 | 2014 | 18 |
| 0.18 | 0 | 0 | 0 | 0.83 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 9 | 2011 | 19 |
| 0.23 | 0 | 0 | 0 | 0.85 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.88 | 9 | 2012 | 19 |
| 0.28 | 0 | 0 | 0 | 0.85 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.88 | 9 | 2013 | 19 |
| 0.35 | 0 | 0 | 0 | 0.85 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.88 | 8 | 2014 | 19 |
| 0.54 | 0 | 0 | 0 | 0.85 | 0 | 0 | 0 | 5 | 1 | 9 | 2011 | 20 |
| 0.53 | 0 | 0 | 0 | 0.85 | 0 | 0 | 0 | 5 | 1 | 9 | 2012 | 20 |
| 0.54 | 0 | 0 | 0 | 0.85 | 0 | 0 | 0 | 5 | 1 | 9 | 2013 | 20 |
| 0.55 | 0 | 0 | 0 | 0.87 | 0 | 0 | 0 | 5 | 1 | 9 | 2014 | 20 |
| 0.06 | 0 | 0 | 0 | 0.33 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2011 | 21 |
| 0.09 | 0 | 0 | 0 | 0.5 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.85 | 7 | 2012 | 21 |
| 0.11 | 0 | 0 | 0 | 0.58 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0.85 | 7 | 2013 | 21 |
| 0.15 | 0 | 0 | 0 | 0.58 | 1 | 1 | 1 | 6 | 0.85 | 7 | 2014 | 21 |
| 0.07 | 0 | 0 | 0 | 0.81 | 0 | 0 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2011 | 22 |
| 0.06 | 0 | 0 | 0 | 0.81 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2012 | 22 |

| y1 | x10 | x9 | x8 | x7 | x6 | x5 | x4 | x3 | x2 | x1 | year | firm |
|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| 0.06 | 0 | 0 | 0 | 0.81 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2013 | 22 |
| 0.06 | 0 | 0 | 0 | 0.82 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 7 | 2014 | 22 |