



أثر خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي  
للشركات المساهمة المصرية  
"دراسة إمبريقية"

دكتور

ممدوح هاشم محمد

حسن عبدالحميد العطار

أستاذ مساعد المحاسبة

أستاذ المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

هالة صدقي مصطفى عبدالحليم

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الرابع والأربعون - العدد الثالث يوليه 2022

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>

## ملخص الدراسة:

تهدف هذه الدراسة لاختبار أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي ، للشركات المساهمة المصرية المقيدة والتي يتم تداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية المصرية ، والعينة المبدئية للدراسة تتضمن عينة من مجتمع هذه الشركات ممن تتوافر فيها متغيرات الدراسة مكونة من 111 شركة واجراء دراسة امبريقية علي جميع مفردات عينة الدراسة ، ويتم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة ، وذلك بهدف اختبار العلاقة بين المتغيرات التي تتضمنها الدراسة والتي تتمثل في (حجم مجلس الادارة ، استقلالية أعضاء مجلس الادارة ، الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب ) باعتبارها خصائص لمجلس الادارة ، وتم استخدام (ملكية ادارية ، ملكية مؤسسية) باعتبارها هيكل الملكية، و(حجم الشركة ، ربحية الشركة) كمتغيرات ضابطة .

وقد أوضحت نتائج الدراسة عند مستوي معنوية 5% أن هناك أثر معنوي سلبي لكلا من (حجم مجلس الادارة واستقلالية أعضاء مجلس الادارة) علي الرفع المالي ، وأثر غير معنوي لكلا من (الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب، الملكية الادارية) علي الرفع المالي وأن هناك أثر معنوي ايجابي لكلا من ( الملكية المؤسسية ، حجم الشركة ) علي الرفع المالي ، وأثر معنوي سلبي لربحية الشركة علي الرفع المالي.

**المصطلحات الرئيسية :-** الرفع المالي ، حجم مجلس الادارة ، استقلالية أعضاء مجلس الادارة ، الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب ، الملكية الادارية ، الملكية المؤسسية .

## أولاً: مقدمة ومشكلة البحث

أدى التطور التكنولوجي السريع في بيئة الأعمال الي ارتفاع شدة المنافسة بين الشركات ، مما يتطلب من الشركة معرفة أهمية هذه التحديات التي تواجهها للتعامل معها بالشكل الذي يساعدها في تحقيق أهدافها .

ومما لا شك فيه أن هدف الشركة الأساسي في الفكر المالي المعاصر هو زيادة قيمة الشركة ، ويحكم هذا الهدف نوعين من القرارات هما قرارات الاستثمار وقرارات التمويل ، حيث يمكن زيادة قيمة الشركة اما من خلال قرارات استثمارية ينتج عنها زيادة في التدفقات المالية أو من خلال قرارات تمويل ينتج عنها تضخيم الأرباح أو زيادة الخسائر ، وهذا ما أدى الي ظهور ما يسمى بحوكمة الشركات والتي تعتبر بآلياتها مدخلا معاصرا لإحكام الرقابة علي الشركات المساهمة في تحديد هيكل التمويل المناسب لها .

وتعتبر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية من أهم آليات حوكمة الشركات ، والتي أدت الي تزايد الاهتمام بدور خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية كآليات للرقابة علي المديرين ، وتلاعبهم من أجل تحقيق المصالح الخاصة بهم علي حساب مصالح الملاك والأطراف الأخرى صاحبة المصلحة في الشركة ، من خلال وضع قواعد ومبادئ تنظم هذه العلاقة ، وقد أدى هذا الاهتمام الي زيادة التركيز علي القضايا المتعلقة بخصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية وأثرها علي السياسات والقرارات المختلفة للشركة ومن بينها قرار الرفع المالي (Klapper,Love 2002).

وبالنسبة لعملية تمويل الشركات بالأموال اللازمة لعملية التشغيل ، تعتبر من الوظائف الرئيسية للإدارة المالية في الشركة حيث يتعين عليها أن تحدد الأموال اللازمة لتمويل عمليات الشركة ومصادرها التي تضمن استمرارية هذا التمويل ، خاصة أن هذه المصادر تتعدد من مصادر طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل ، ومصادر داخلية ومصادر خارجية ، كما تتباين من حيث تكلفتها ودرجة الخطر المصاحبة لها ( النعيمي والخرشة،2007).

ولهذا فمن الضروري علي المدير المالي للشركة المفاضلة بين عنصري العائد والخطر لتتمكن من الحصول علي طريقة من طرق التمويل المتاحة لها ، اما اللجوء الي الرفع المالي والذي يطلق عليه التمويل بالدين Debt Financing أو عن طريق اصدار أسهم جديدة والذي يعرف التمويل بالملكية Equity Financing أو كلاهما معا رغبة في الوصول الي المزيج المناسب للتمويل ، الذي يخدم أهدافها من تعظيم ثروة الملاك وتحقيق النمو والاستقرار ( بركات وآخرون ،2012، ص1) .

وقد اكتسب الرفع المالي أهمية كبيرة بعد ظهور افتراض العالم Modigliani & Miller والذي توصل الى أنه لا يوجد اختلاف بين استخدام مصادر التمويل الخارجي والداخلي أو الديون وحقوق الملكية. ومن الناحية النظرية يمكن أن يكون هناك تمويل أمثل يعمل علي تقليل تكلفة رأس المال في الشركة الى الحد الأدنى ، أما من الناحية العملية فهناك عدة عوامل تتحكم في الرفع المالي تتمثل في درجة المخاطرة التي تستطيع ادارة الشركة تحملها عند التمويل بالدين سعياً وراء ربحية أكبر ، وطبيعة النشاط التي تمارسه الشركة ، ومعدلات النمو ، والاستقرار في المبيعات ، والمنافسة وحجم الأصول ( شلاشي آخرون ، 2008 ، ص 45-62). وعليه فان التعرف علي هذه العوامل يساعد في تحديد قدرة الشركة علي استيعابها للديون ، وحتى تكون الشركة مؤهلة للحصول علي أموال من الغير فيجب أن تتوافر بعض المتطلبات التي تتمثل في محددات الرفع المالي والتي لا شك أنها تختلف من قطاع لآخر ومن شركة لآخري.

ولذلك يعد الرفع المالي من أهم القرارات التمويلية وتزداد أهميته مع التغيرات المتسارعة في مرحلة ما يسمى بالعولمة ومنظمة التجارة العالمية ، وهو ما ينتج عنه فتح الأسواق العالمية أمام السلع والمنتجات (عبدالله والصديق ، 2002 ، ص 723-745) .

في ضوء ما سبق ، وبناء علي الدور الهام لخصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية باعتبارهما من المؤثرات الهامة علي السياسات والقرارات المالية للشركة ، وبسبب وجود الكثير من الشركات التي تفشل في أعمالها نتيجة عدم التخطيط الصحيح عند اللجوء الي التمويل بالرفع المالي مما يؤدي الي افلاسها وتصفيتها ، فقد دعت الحاجة الي دراسة هذا الموضوع من خلال البحث في دراسة أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي .

**وبناء علي ما سبق فانه يمكن صياغة مشكلة البحث في السؤال التالي:**

هل هناك أثر لخصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي للشركات المساهمة المصرية ؟

**ثانياً: هدف البحث**

في ضوء العرض السابق لمشكلة البحث فإن الهدف الاساسي للدراسة الحالية :-

" اختبار أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية " .

## ثالثاً: أهمية البحث

ترجع أهمية هذا البحث الي مجموعة من الاعتبارات أهمها:-

- 1- ضرورة تركيز الانتباه علي وجود قواعد جيدة تحمي حقوق الملاك وباقي أصحاب المصالح في الشركات المساهمة المصرية ، لهذا تعتبر هذه الدراسة طريقة لاكتشاف أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي قرارات التمويل وخصوصا التمويل بالرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية ، والقاء الضوء علي هذه العلاقة وفهم أعمق لها .
- 2- ان التعرف علي مدي تأثير الرفع المالي بنمط الملكية في الشركة سواء ملكية ادارية ، أو ملكية مؤسسية ، يساعد علي فهم أعمق لسياسات التمويل في الشركات المساهمة المصرية ، وبالتالي يساعد علي تحسين قرارات التمويل في تلك الشركات. كما أن التعرف أيضا علي تأثير خصائص مجلس الادارة وخاصة حجم مجلس الادارة واستقلالية أعضاء مجلس الادارة ، والازواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب ، يساعد في امكانية وضع سياسات تمويل أكثر مثالية ، تسهم في امكانية عدم التعرض الي مشاكل التمويل في الشركات المساهمة المصرية .
- 3- ان التعرف علي الابعاد المختلفة لتأثير خصائص مجلس لإدارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي ، يساعد في تدعيم آليات للرقابة في تلك الشركات ، وهذا يحد من التعرض للفساد المالي ويزيد من درجة الشفافية في الشركات المساهمة المصرية ، وهو ما قد يعود بالنفع علي الدور التي تقوم به سوق الاوراق المالية المصرية في كونها توفر التمويل اللازم لشركات المساهمة المصرية .

## رابعاً: الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

(1): الدراسات السابقة والتعليق عليها: سيتم عرض ما يلي:

- 1- دراسة الكيلاني ( 2008 ) بعنوان " العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية "

إن هدف الدراسة الأساسي هو اختبار العلاقة بين هيكل الملكية ، وهيكل تركيبة رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية . وقد أجريت منهجية هذه الدراسة الميدانية ، على عينة من الشركات الصناعية مكونة من (10) شركات مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2004 م الي 2008 م ، وتم جمع البيانات من منشورات هيئة الاوراق المالية الاردنية .وقد

تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد عند مستوى المعنوية 5 % لتحليل البيانات لمعرفة ما اذا كان هناك فروق ذات دلالة أم لا. وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة ما يلي :-

- أن الشركات الصناعية الأردنية تميل الى استخدام أموال الملكية في تمويل أنشطتها ، حيث بلغت متوسط نسبة المديونية في الشركات الصناعية الأردنية مدار البحث 38.79 % .
- وأظهرت الدراسة أيضا أن أعضاء مجلس الادارة ، يملكون حوالي 46.40 % من أسهم الشركة وهي نسبة مرتفعة نسبيا .
- كما أظهرت الدراسة أن التركيز في ملكية الأسهم يتأثر أيضا حيث أن كبار المساهمين يملكون بالمتوسط حوالي 52.80 % من أسهم الشركات مدار البحث. كذلك فقد توصلت هذه الدراسة وهي تتفق مع دراسة (مغاير وآخرون 2002 ) إلى عدم وجود أدلة ذات دلالة إحصائية على أن ملكية الأسهم في الشركات الصناعية الأردنية موضوع البحث تؤثر على هيكل رأس المال .

#### التعليق على الدراسة :

- تختلف الدراسة الحالية عن دراسة ( الكيلاني ، 2008 ) في انها تدرس أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي دراسة امبريقية ، والسابقة اختبرت العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيبية رأس المال دراسة ميدانية .
  - في الدراسة الحالية لا يتناسب معها عمل استبيان .
  - وتتفق معها في استخدام نموذج الانحدار المتعدد عند مستوى معنوية 5% لتحليل البيانات.
- 2- دراسة رمضان عماد (2009) بعنوان " محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة الأردنية "

هدفت الدراسة الي اختبار مدى تأثير هيكل الملكية وكفاءة الادارة على تركيبة رأس المال في الشركات الأردنية . وقد أجريت منهجية هذه الدراسة على استخدام منشورات هيئة الأوراق المالية لجميع الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، في نهاية عام 2008 م والبالغ عددها 223 شركة ، وقد تم استبعاد 13 شركة لعدم توافر المعلومات اللازمة عنها ، كذلك تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد ، ومستوى المعنوية 0.05 لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة .

### وأظهرت نتائج الدراسة ما يلي :

- أن هيكل الملكية وكفاءة رأس المال لهما تأثير ذو دلالة احصائية على تركيبة رأس المال عند مستوى المعنوية 0.05 .
- أن عدد المؤسسات التي تمتلكها الشركة (الملكية المؤسسية) تؤثر بدلالة احصائية على تركيبة رأس المال ، للشركات الأردنية المالية والخدمية كما كان لنسبة كبار المساهمين ونسبة ملكية أعضاء مجلس الادارة تأثير بدلالة احصائية عند مستوى معنوية 0.05 على تركيبة رأس المال للشركات الصناعية الأردنية .
- أن كفاءة الادارة تؤثر بدلالة احصائية على تركيبة رأس المال للشركات الأردنية بشكل عام .

### التعليق على الدراسة :

- تختلف الدراسة الحالية عن دراسة ( رمضان عماد ، 2009 ) في انها تدرس أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي للشركات المساهمة المصرية لاختيار الهيكل التمويلي المناسب للشركة.

### 3- دراسة المؤمنى وحسن (2009) بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال"

هدفت هذه الدراسة الى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة، والمتمثلة في الحجم وهيكل 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 (نسبة الاقتراض) .

ولتحقيق أهداف هذه الدراسة فقد أجريت الدراسة التحليلية علي عينة من شركات

الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي البالغ عددها 54 شركة للفترة من 1996م -

### 2007م وأظهرت نتائج الدراسة ما يلي :-

- أن حجم الشركة وهيكل الأصول كان لهم أثر ايجابي في مقياس الهيكل المالي في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقياس الهيكل المالي ، أما معدل النمو فقد كان له أثر ايجابي في الهيكل المالي .
- عدم وجود أثر للعوامل الخاصة بسوق رأس المال والمتمثلة في (معدل الضريبة ، معدل الفائدة ، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال ) في قرارات المديرين الماليين في الشركات وأن هذه العوامل لا تفسر التغييرات التي في الهيكل المالي .

### التعليق على الدراسة :

- تختلف الدراسة الحالية عن دراسة ( المؤمني وحسن ، 2009 ) في انها تدرس أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي لاختيار الهيكل التمويلي المناسب في هذه الشركات .
- استخدمت الدراسة الحالية دراسة امبيريقية لتحقيق هدف الدراسة ، اما هذه الدراسة استخدمت المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق هدف الدراسة . تكونت عينة الدراسة الحالية من ( 111 شركة ) من الشركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية ، موزعة علي ( 15 قطاع ) أعمال مختلف .

### 4- دراسة (Ateeq ur rehman , et . al.,2010) بعنوان

#### **“Does Corporate Governance lead to a chanje in capital structre ?”**

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات ( خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية ) وهيكل رأس المال (نسبة الاقتراض ) لعينة من المصارف في باكستان . واستخدمت هذه الدراسة في تفسير العلاقة بين خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية والرفع المالي ، عينة من المصارف البالغ عددها 19 مصرف تم اختيارها عشوائيا من مصارف باكستان ، وقد تم جمع البيانات المالية الصادرة من مؤسسة مالية ، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد في اختبار متغيرات الدارسة لإيجاد العلاقة بين المتغيرات . وكانت أهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة أن المتغيرات المستقلة ( خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية ) والرفع المالي توجد بينهم علاقة ذو دلالة احصائية ، أي أن هذه المتغيرات تؤثر على الرفع المالي باستثناء تركز الملكية حيث أنها لا تؤثر على الرفع المالي .

### التعليق على الدراسة :-

- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسة السابقة في أنها تدرس الرفع المالي كمتغير تابع يقاس بالعوامل المحددة له في الشركة وتدرس تأثيره بخصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية . أما الدراسة السابقة استهدفت بشكل أساسي دراسة العلاقة بين خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية وهيكل رأس المال للمصارف ، في حين أن قطاع المصارف تم استبعاده من عينة الدراسة الحالية .



- الدراسة الحالية استخدمت العوامل التالية لقياس الرفع المالي ( احمالي الالتزامات ، اجمالي الاصول ) .

#### 5- دراسة بلدي (2013) بعنوان " العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة"

هدفت الدراسة الى معرفة واقع الهيكل المالي في مؤسسة سوناريك ، والتعرف على أسس بناءه ومن ثم بيان اختلاف الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن الهياكل الأخرى . ولتحقيق أهداف هذه الدراسة فقد استخدمت الباحثة المنهج الوصفي لتحليل ظاهرة اختيار المؤسسة لهيكلها المالي والعوامل المحددة له ، كما استخدمت أسلوب الارتباط من خلال البرنامج الاحصائي spss في دراسة الحالة . **ومن نتائج هذه الدراسة وجود دلالة احصائية بين مستوى الضمانات والهيكل المالي، وعلاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي ، وهذا يعنى أن حجم المؤسسة ومستوى الضمانات هما المحددين الرئيسيين للهيكل المالي للمؤسسة .**

#### التعليق على الدراسة :

تختلف الدراسة الحالية عن دراسة ( بلدي ، 2010 ) في أنها تدرس الرفع المالي ودرجة تأثيره بخصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية في الشركات المساهمة المصرية . أما دراسة ( بلدي ، 2010 ) استهدفت بشكل أساسي معرفة واقع الهيكل المالي والتعرف علي الأسس البناءة له في الشركات الصغيرة والمتوسطة .

#### 6- دراسة (Woworuntu , 2014) بعنوان

#### “ The Effect Of Corporate Governance On Copital Structure In Public Companies In Indonesia”

كان الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو اختبار تأثير آليات الحوكمة (خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية ) ، على قرار هيكل رأس المال وهو قرار نسبة الاقتراض في الشركات العامة المدرجة في إندونيسيا . وقد أجريت الدراسة الميدانية على عينة من الشركات العامة المدرجة في اندونيسيا ، خلال الفترة الممتدة من أغسطس عام 2012م إلى يناير 2013 ، وقد تم استخدام مؤشر كوميسينير 100 في تحليل البيانات ، للتعرف على ما اذا كانت هناك فروق ذات دلالة احصائية بين اتجاهات عينة الدراسة . **وقد أظهرت نتائج الدراسة أن مجلس المفوضين واللقاءات الدورية أثرت سلبا على نسبة المديونية " الرفع المالي " ، في حين أن الخبرة المالية للجنة المراجعة أثرت ايجابيا على الرفع المالي ، أي أن المعلومات المتوفرة لدى اللجنة توفر له الخبرة الذي تمكنه من القيام**

بالدور الرقابي على الادارة التنفيذية ومن ثم تزداد قرارات الرفع المالي . وأن باقي متغيرات الحوكمة لم تأثر على نسب الرفع المالي .

#### التعليق على الدراسة :

- تختلف الدراسة الحالية عن السابقة في أنها تدرس أثر خصائص مجلس الادارة ( حجم مجلس الادارة ، استقلالية أعضاء مجلس الادارة ، الفصل بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب ) هيكل الملكية ( ملكية ادارية ، ملكية مؤسسية ) .
- استخدمت برنامج SPss V. 23 في اجراء التحليلات الاحصائية، وطريقة المربعات الصغرى في تحليل البيانات وطريقة enter في ادخال البيانات.

#### 7 – دراسة ( Ting Azizan and Kwen , 2015 ) بعنوان

#### “ Upper Echelon Theory Revisited : The Relationship between CEO personal Characteristics and financial Leverage decision “

تهدف هذه الدراسة الي دراسة أثر الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي للشركات المدرجة في بورصة ماليزيا على قرارها المالي ( الرفع المالي ) . ولتحقيق أهداف هذه الدراسة فقد أجريت منهجية الدراسة التفسيرية على عينه من الشركات الأكثر تداولاً في بورصة ماليزيا ، التي تغطي الفترة من 2002 م الى 2011 م ، وقد تم تقسيم العينة على أساس العمر ومستوى التعليم للرئيس التنفيذي للشركة ، وقد تم استخدام نموذج الانحدار لتحليل البيانات في العينة . وأكدت نتائج الدراسة علي أن هناك تأثير سلبي بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي للشركة ونسبة الاقتراض ( النفوذ المالي وقرار الرفع المالي ) . وهناك أيضاً تأثير ايجابي بين مستوى التعليم للرئيس التنفيذي للشركة وقرار نسبة الاقتراض . وأن هذه الدراسة تعالج أو تدرس الفجوة في العلاقة بين الخصائص الشخصية للرئيس التنفيذي للشركة والنفوذ المالي (نسبة الاقتراض).

#### التعليق على الدراسة :

- تختلف الدراسة الحالية عن دراسة ( Ting , Azizan and Kwen,2015 ) في أنها تدرس أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية ، وهو ما لم تدرسه الدراسة السابقة .

## 8 – دراسة (Kumer, 2015) بعنوان

### “Capital Structure And Corporate Governance

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين هيكل الملكية في الشركة وهيكل رأس المال للشركة . وقد أجريت منهجية الدراسة في إطار اقتصاد السوق انيمرجينج الهند ، باستخدام بيانات السلال الزمنية للشركات المدرجة في البورصة من الفترة 1994م إلى 2000م ، وتحليل سلوك الشركة والتمويل المالي لهذه الشركات فيما يتعلق بحوكمة الشركات ( هيكل الملكية ) خصيصا نمط المساهمة. وأظهرت نتائج الدراسة أنه لا يوجد تأثير ذات دلالة احصائية بين الرفع المالي وهيكل الملكية. وأنه لا يوجد أيضا تأثير ذات دلالة احصائية بين الملكية المؤسسية وهيكل رأس المال ( الرفع المالي ) .

### التعليق على الدراسة :

- اتفقت دراسة ( Kumer , 2015 ) مع الدراسة الحالية في أنه لم يوجد أثر معنوي للملكية الادارية علي الرفع المالي .
- وتختلف مع الدراسة الحالية في أنه يوجد أثر ذات دلالة احصائية للملكية المؤسسية علي الرفع المالي .

## 9 – دراسة دعبيس (2015) بعنوان " تأثير حوكمة الشركات علي الهيكل المالي للشركات المقيدة في سوق الاوراق المالية المصرية "

تهدف الدراسة الحالية الى التعرف على تأثير آليات حوكمة الشركات (خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية ) على الهيكل المالي للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية . ولتحقيق أهداف هذه الدراسة قام الباحث باختيار عينة طبقية من 106 شركة غير مالية وقام باستخدام أسلوب الانحدار التدريجي في نمودجي نسبة الاقتراض الاجمالي ونسبة الاقتراض قصير الأجل ، بينما قام باستخدام نمودج الانحدار الخطى المعمم في نمودج نسبة الاقتراض طويلة الأجل . وتوصلت نتائج الدراسة إلي أن نسبة الاقتراض الإجمالي تتأثر طرديا بدرجة تركيز الملكية ، بينما تتأثر عكسيا بنسبة الملكية المؤسسية أما نسبة الاقتراض قصيرة الأجل تتأثر طرديا بدرجة تركيز الملكية ، بينما تتأثر عكسيا بحجم مجلس الادارة في حين تتأثر نسبة الاقتراض طويل الأجل عكسيا بنسبة الأعضاء الخارجين في مجلس الادارة . وأن نسبة الاقتراض الإجمالي تتأثر طرديا بكل من حجم الشركة والتقلب في الدخل وعمر الشركة بينما تتأثر عكسيا بكل من الربحية والأصول الثابتة ، أما نسبة الاقتراض قصير الأجل تتأثر طرديا بكل من حجم الشركة ، عمر الشركة ، بينما تتأثر عكسيا بكل

من الربحية والأصول الثابتة وأخيراً تتأثر نسبة الاقتراض طويل الأجل طردياً بالتقلب في الدخل بينما تتأثر عكسياً بالربحية .

### التعليق على الدراسة :

- تختلف الدراسة الحالية عن السابقة في أنها استخدمت معادلة الانحدار المتعدد في تحليل البيانات، بينما الدراسة السابقة استخدمت أسلوب الانحدار التدريجي وأسلوب الانحدار الخطي في تحليل البيانات.

- اتفقت الدراسة الحالية مع الدراسة السابقة في أنهم توصلوا الي وجود أثر لبعض المتغيرات المستقلة مثل حجم مجلس الادارة ، استقلالية أعضاء مجلس الادارة ، الملكية المؤسسية .

### **10 – دراسة عيساوى (2015) بعنوان "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية "**

هدفت الدراسة الى التعرف علي العوامل المحددة للهيكل المالي في المديرية الجهوية حوض حمراء ، وكذلك قياس واختبار مدى تأثير هذه العوامل ( خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية ) ، على معدل الهيكل المالي (الرفع المالي ) . وقد أجريت الدراسة الميدانية خلال الفترة 2003 – 2014 ، وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي لتعرف علي الجانب النظري والتطبيقي وقد اعتمد الباحث على الأسلوب الاحصائي ممثلاً في أسلوب الانحدار المتعدد . وأظهرت نتائج الدراسة أن كل المتغيرات ( حجم المجلس ، هيكل المجلس ، معدل العائد على الأموال الخاصة ، معدل العائد على الأموال المستثمرة ، عمر الشركة ، خصائص مجلس الادارة ، هيكل الملكية ) تلعب دوراً جوهرياً في تفسير الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية إلا أن معدل النمو استبعد النموذج الأمثل أي أنه لا يلعب دوراً ملموساً في تفسير معدل الهيكل المالي في المؤسسة لتفسير العلاقة بين هذه المحددات على معدل الهيكل المالي .

### التعليق على الدراسة :

- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسة السابقة في أنها تدرس أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي .

- أجريت الدراسة الحالية علي (111 شركة ) من الشركات المساهمة المصرية من ( 15 قطاع ) مختلف الاعمال .

- وتتفق مع الدراسة الحالية بصفة عامة في أنها تبحث عن العوامل المحددة للاقتراض.

## 11- أبو ليلة ( 2016 ) بعنوان " أثر الحوكمة علي هيكل رأس المال "

تهدف هذه الدراسة الى دراسة وتحليل أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات (خصائص مجلس الادارة) المفصح عنها في التقارير السنوية المنشورة للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين على هيكل رأس المال (الرفع المالي) ، وذلك من خلال اختبار العلاقة التي تربط بين الآليات المختلفة للحوكمة ( خصائص مجلس الادارة ) وهيكل رأس المال للشركات (الرفع المالي). ولتحقيق أهداف هذه الدراسة فقد اعتمد الباحث في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي ، للتوصل الى النتائج للتأكد والتحقق من الفرضيات وذلك بالاعتماد على تحليل المحتوى للقوائم المالية والتقارير السنوية الصادرة عن الشركات المساهمة الفلسطينية ، عينة الدراسة ومن ثم تحليل البيانات واستخلاص النتائج منها بواسطة الأساليب الاحصائية المناسبة . توصلت الدراسة الي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين آليات حوكمة الشركات ( استقلالية المجلس ، حجم المجلس ، الفصل بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الادارة ، استقلالية لجنة المراجعة ، كبار المساهمين وهيكل رأس المال ( الرفع المالي ) في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين .

### التعليق على الدراسة :

- تختلف الدراسة الحالية مع السابقة في أنه يوجد أثر لكلا من حجم مجلس الادارة ، استقلالية أعضاء مجلس الادارة .

- وتتفق الدراسة الحالية مع السابقة في أنه لا يوجد أثر للازدواجية.

## 2 - اشتقاق وصياغة فروض الدراسة:

ومما سبق يمكن للباحثة اختبار مدى تأثير الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية ( عينة الدراسة ) بخصائص مجلس الادارة ( حجم مجلس الادارة ، استقلالية أعضاء مجلس الادارة ، الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب ) ، وهيكل الملكية ( ملكية ادارية ، ملكية مؤسسية ) .

ويمكن اشتقاق وصياغة فروض الدراسة الحالية كما يلي :-

### الفرض الرئيسي الأول للدراسة الحالية :-

ف / تؤثر خصائص مجلس الادارة علي الرفع المالي .

### وينبثق من هذا الفرض الرئيسي الفروض الفرعية التالية :-

**ف1 :** يوجد أثر معنوي بين حجم مجلس الادارة والرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية .

**ف2 :** يوجد أثر معنوي بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة والرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية .

**ف3 :** يوجد أثر معنوي لازدواجية رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب (عضوية الرئيس التنفيذي) والرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية .

### الفرض الرئيسي الثاني للدراسة الحالية :-

ف / يؤثر هيكل الملكية علي الرفع المالي .

### وينبثق من هذا الفرض الرئيسي الفروض الفرعية التالية :-

**ف1:** يوجد أثر معنوي بين الملكية الادارية والرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية .

**ف2 :** يوجد أثر معنوي بين الملكية المؤسسية والرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية .

### **(3): منهجية البحث (الدراسة الإمبريقية):**

يختص هذا الجزء ببيان منهجية البحث التي سوف يعتمد عليها الباحث لتحقيق أهداف البحث من خلال لقاء الضوء على:

### تصميم الدراسة:-

#### **أولاً : مجتمع وعينة الدراسة :-**

ويتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المصرية المقيدة في بورصة الأوراق المالية ، حيث تم اختيار عينة من هذه الشركات مكونة من ( 111 ) شركة ممثلة لمجتمع الدراسة ، تحتوي علي ( 15 ) قطاع أعمال مختلف بالسوق المصري .

#### **ثانياً : مصادر جمع البيانات وفترة الدراسة:-**

تم جمع كافة البيانات اللازمة من شركة مصر لنشر المعلومات ، والموقع الالكتروني للبورصة المصرية ، ومواقع الشركات الالكترونية ، حيث تم الحصول علي البيانات الخاصة بكافة شركات العينة وهي :-

1- القوائم المالية السنوية المفصح عنها لعينة الدراسة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية في الفترة من عام 2016 الي عام 2018 ( أي سلسلة زمنية مكونة من 3 سنوات ).

2- هيكل المساهمين الخاص بكل شركة والمعد بواسطة شركة مصر المقاصة والايدياع والقييد المركزي .

3- تقرير الافصاح وتقارير مجلس الادارة ، عن مجلس الادارة وهيكل المساهمين المعد بواسطة الشركة .

### ثالثاً : حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الآتي :

- 1- الحدود المكانية : يقتصر هذا البحث علي الشركات المساهمة المصرية .
- 2- الحدود الزمنية : يتم اجراء البحث خلال الفترة من 2016 حتي 2018 ، أي لمدة ثلاث سنوات لمعرفة أثر خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية علي الرفع المالي . وقد تم اختيارها بناء علي عدة معايير :-

(أ) استبعاد قطاع البنوك والمؤسسات المالية لأن هذه الشركات لها قواعد ومعايير خاصة بها تختلف عن الشركات الأخرى .

(ب) استبعاد الشركات المتوقفة في عملياتها خلال الفترة (2016-2017-2018) .

(ج) استبعاد الشركات التي لا تتوفر تقارير مجالس ادارتها ، وذلك لأهمية تقرير مجلس الادارة كجزء من التقرير المالي وكمصدر أساسي لتحديد مجالس الادارة لهذه الشركات وهيكل ملكيتها .

### رابعاً : قياس متغيرات الدراسة

سوف تعتمد الباحثة في اختبار فروض البحث على نموذج الانحدار التالي :-

$$LEV_{i,t} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 BDSIZE_{i,t} + \hat{\beta}_2 BDIND_{i,t} + \hat{\beta}_3 CEODUAL_{i,t} + \hat{\beta}_4 MANOWN_{i,t} + \hat{\beta}_5 INSTOWN_{i,t} + \hat{\beta}_6 SIZE_{i,t} + \hat{\beta}_7 ROA_{i,t} + \varepsilon$$

$LEV_{i,t}$  : الرفع المالي . (م.ت)

$BDSIZE_{i,t}$  : حجم مجلس الادارة . (م.م)

$BDIND_{i,t}$  : استقلالية أعضاء مجلس الادارة . (م.م)

$CEODUAL_{i,t}$  : الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب . (م.م)

$MANOWN_{i,t}$  : الملكية الإدارية . (م.م)

$INSTOWN_{i,t}$  : الملكية المؤسسية . (م.م)

$SIZE_{i,t}$  : حجم الشركة .(م.ض)

$ROA_{i,t}$  : ربحية الشركة .(م.ض)

$\epsilon$  : الخطأ العشوائي للنموذج

متغيرات الدراسة والتعريف الاجرائي لها :-

أ- المتغير التابع : يتمثل المتغير التابع في الرفع المالي ويتم قياسه من خلال : اجمالي الالتزامات للشركة في نهاية العام / اجمالي الأصول للشركة في نهاية العام .

ب- المتغيرات المستقلة وتتمثل في :

1- خصائص مجلس الادارة وهي

• حجم مجلس الادارة :

هو عبارة عن عدد أعضاء مجلس الادارة ويتم قياسه من خلال : ( عدد أعضاء).

• استقلالية أعضاء مجلس الادارة :

عبارة عن نسبة الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين ( أعضاء استشارية ) لا يقومون بالإدارة بالنسبة لإجمالي عدد أعضاء مجلس الادارة ويتم قياسه من خلال : عدد الأعضاء غير التنفيذيين ( المستقلين ) / اجمالي عدد أعضاء مجلس الادارة .

• الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب :

هي عبارة عن ما اذا كان رئيس مجلس الادارة يشغل منصب العضو المنتدب أم لا ويتم قياسه من خلال : استخدم قيمه وهمية لقياس الازدواجية بين المنصبين .

يأخذ القيمة واحد اذا كان هناك جمع بين المنصبين ، ويأخذ القيمة صفر اذا لم توجد ازدواجية .

2- هيكل الملكية : عبارة عن شكل ملكية أصحاب الشركة وهو:

• نسبة الملكية الادارية :

وهي عبارة عن مقدار الأسهم المملوكة للإدارة العليا والمديرين والمؤسسين ، ويتم قياس نسبة الملكية الادارية في الشركة من خلال : إجمالي عدد الأسهم المملوكة للإدارة العليا والمديرين والمؤسسين / إجمالي عدد الأسهم العادية .

• نسبة الملكية المؤسسية :

هي عبارة عن الأسهم التي تمتلكها المؤسسات سواء في شكل شركات أو بنوك أو شركات تأمين أو صناديق الاستثمار أو في أي شكل آخر من أشكال الملكية المؤسسية ، وتضم الملكية



المؤسسية كل من المؤسسات الحكومية والمؤسسات الخاصة ويتم قياس نسبة الملكية المؤسسية من خلال : إجمالي عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات /إجمالي عدد الأسهم العادية .

### ج – المتغيرات الضابطة : وتتمثل في

\* **حجم الشركة** : هي متغير غير موضع الدراسة وليس لها تأثير علي المتغير التابع ، ويتم استخدامها لعزل أثرها علي الرفع المالي ، وسيتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام .

\* **ربحية الشركة** : هي متغير غير موضع الدراسة وليس لها تأثير علي المتغير التابع ، ويتم استخدامها لعزل أثرها علي الرفع المالي ، وسيتم قياسه من خلال استخدام مؤشر معدل العائد علي الأصول ويقاس معدل العائد علي الأصول من خلال صافي الربح بعد الفائدة والضريبة مقسوما علي إجمالي الأصول في نهاية العام .

### خامسا : الأساليب الاحصائية المستخدمة في تحليل البيانات :-

#### (أ) الاساليب الوصفية

- المتوسط الحسابي Mean : هو أحد مقاييس النزعة المركزية والذي يهدف الي تحديد قيمة معبرة عن مركز القيم .
  - الانحراف المعياري Standard Deviation : هو أحد مقاييس التشتت والذي يهدف للحصول علي معلومات اضافية عن اعتدالية التوزيع الطبيعي للبيانات ومدى ابتعادها عن مركز القيم .
  - القيم الأقل والأكبر Minimum&Maxiumum : وهما ايضا أحد مقاييس التشتت .
- يوضح الجدول التالي الاحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في عينة الدراسة والمتمثلة في (أقل قيمة ، أكبر قيمة ، المتوسط الحسابي ، الانحراف المعياري) ، وقد كانت النتائج كالاتي :

جدول (2)  
الاحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في عينة الدراسة:-

متغيرات الدراسة	حجم العينة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
المتغير التابع					
الرفع المالي	333	.448654	.2681849	.0011	1.8139
المتغيرات المستقلة					
حجم مجلس الإدارة	333	8.04	2.828	3	17
استقلالية أعضاء مجلس الإدارة	333	.7007	.19405	.17	1.00
الازدواجية بين رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب	333	.60	.491	0	1
الملكية الادارية	333	.0912	.17817	.00	.89
الملكية المؤسسية	333	.4346	.33892	.00	.97
المتغيرات الضابطة					
حجم الشركة	333	20.4299	1.48133	16.29	24.55
ربحية الشركة	333	.0673	.15773	-.24	2.35

يستنتج من الجدول الموضح أعلاه ما يلي :

- يبلغ متوسط حجم مجلس الإدارة في عينة الدراسة حوالي 8 أفراد .
- متوسط نسبة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة تبلغ حوالي 70% من عينة الدراسة .
- يبلغ متوسط الازدواجية بين رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب حوالي 60% أي أن متوسط نسبة من لا يشغل منصب رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب حوالي 40% مما يعني أن شركات العينة تعاني من تركيز في السلطات في يد شخص واحد ، مما يتطلب معه ضرورة تعديل قوانين الشركات بمنع شغل شخص واحد للمنصبين .
- يبلغ متوسط نسبة الملكية الادارية حوالي 91% ، في حين كانت نسبة أقل قيمة حوالي 0% ، ونسبة أكبر قيمة تبلغ حوالي 89% .
- يبلغ متوسط نسبة الملكية المؤسسية حوالي 43% ، في حين كانت نسبة أقل قيمة حوالي 0% ، ونسبة أكبر قيمة تبلغ حوالي 97% .

## ب – الإحصاءات التحليلية لمتغيرات الدراسة :

بعد عرض الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ، يمكن اجراء اختبارات الفروض من خلال مجموعة من الاحصاءات التحليلية كما يلي :

(1) يتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين خصائص مجلس الادارة وهيكل الملكية كمتغيرات مستقلة ، والرفع المالي كمتغير تابع بعد التحكم في المتغيرات الأخرى المحددة بواسطة الدراسات السابقة ( المتغيرات الضابطة ).

(2) استخدمت الدراسة الإصدار 23 من الحقيبة الاحصائية للعلوم الاجتماعية (The Statistical Package For the Social Sciences "SPSS" , Version23).

(3) تم استخدام طريقة المربعات الصغرى في تقدير معلمات نموذج الانحدار المتعدد لأن التقديرات المتحصل عليها من هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة ، كما أنها تعطي أفضل التقديرات أي أن لها أقل تباين .

(4) في ضوء ما سبق يتم عرض نتائج الاختبارات الاحصائية ، إلا أن طريقة المربعات الصغرى يشترط التأكد من توافر العديد من الاشتراطات لإمكانية تطبيقها ، لذا فإنه يتم عرض اختبارات إحصائية للتأكد من عدم تعرض نموذج الانحدار لمشاكل القياس ضمنا لصدق استخلاص النتائج ، ومن أهم تلك المشاكل ما يلي :

### أولا : مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء : Autocorrelation

تعد هذه المشكلة من أخطر وأهم المشاكل التي تواجه الباحثين في تقدير نماذج الانحدار والتي اذا وقع فيها النموذج لا نستطيع الاعتماد علي نتائجه وهي تنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار ويستخدم أسلوب (Durbin-Watson) ، لتأكد من عدم وقوع نماذج الانحدار في هذه المشكلة فكلما اقتربت قيمة دربن واطسون من 2 دل ذلك علي عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي ( الذاتي ) بين الأخطاء. وبالكشف عن معامل دربن واطسون في جدول Durbin-Watson اتضح انه لا يوجد ارتباط ذاتي في ظل هذا المعامل حيث بلغت قيمته 2.010 وذلك عند مستوي معنوية 5 % .

### ثانيا : مشكلة اعتدالية الأخطاء العشوائية : ( Normality of Random Errors )

سوف يتم التحقق من فرض هام من فروض تطبيق طريقة التقدير المستخدمة ألا وهو اتباع الأخطاء العشوائية لنموذج الانحدار المقدر للتوزيع الطبيعي ، وللتحقق من هذا الفرض الأساسي تم

استخدام اختبار كولوموجروف سمينروف (Kolomogrov-Siminrov) ، وجد أن الفرض متحقق وأن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي لنموذج الانحدار المقدر ، حيث كانت نتيجة الاختبار غير دالة احصائياً عند مستوي ثقة 95 % بمعنى أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي .

### ثالثاً : مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة (Multi-collinearity)

تنشأ هذه المشكلة إذا كانت هناك علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض ، وتم التحقق من مدي وقوع نموذج الدراسة في هذه المشكلة من خلال قياس معامل تضخم التباين " Variance Inflation Factor VIF" وبالكشف عن مدي وجود هذه المشكلة ، اتضح أن قيمة هذا المعامل لم تتجاوز (10) في نموذج الانحدار المقدر وهذا يؤكد عدم وجود مشكلة ازدواج خطي في نموذج الانحدار المقدر .

مما سبق يتضح تحقق أهم شروط استخدام نموذج الانحدار المقدر وخلوه من أية مشاكل تؤثر في نتائجه . وبالتالي يمكن عرض نتائج تحليل الانحدار علي النحو التالي :

جدول (3)  
نتائج مشكلات القياس والتحليل الاحصائي للنموذج

VIF	قيمة دلالة (sig)T	قيمة ( T )	الخطأ المعياري Std-Error	قيمة معاملات B	المتغيرات
-	.329	-.977	.217	-.212	المقدار الثابت
1.452	.043	-2.029	.006	-.012	حجم مجلس الادارة
1.260	.037	-2.095	.080	-.167	استقلالية اعضاء مجلس الادارة
1.047	.481	-.706	.029	-.020	الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب
1.359	.455	.749	.090	.068	ملكية ادارية
1.516	.044	2.021	.050	.101	ملكية مؤسسية
1.357	.000	3.870	.011	.042	حجم الشركة
1.028	.000	-3.815	.089	-.339	ربحية الشركة
		2.010			Durbin-Watson
		.138			R2
		دلالة اختبار F Sig .000			قيمة F 7.417
		.200			دلالة Kolmogorove-SmirnovZ

- بناء علي استخدام برنامج SPSS V. 23 في إجراء التحليلات الاحصائية ، والاعتماد علي طريقة ( Enter ) ، يتضح من الجدول السابق لتحليل نموذج الانحدار ما يلي :
- بلغت قيمة معامل اختبار درين واطسون Durbin- Watson ( 2.010 ) مما يدل علي عدم وقوع نموذج الانحدار في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء .
  - جميع قيم معامل التضخم التباين " VIF " لمتغيرات نموذج الانحدار لم تتجاوز 10 ، حيث بلغت أكبر قيمة لمعامل التضخم في النموذج ( 1.516 ) مما يعني عدم وقوع نموذج الانحدار في مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات .
  - بلغت دلالة اختبار "Kolmogorov – Siminrov" (0.200) مما يعني أن الأخطاء العشوائية لنموذج الانحدار المقدر تتبع التوزيع الطبيعي .

- نموذج الانحدار المتعدد ككل معنوي عند مستوي معنوية (5%) حيث قيمة (F=7.417) ، وقيمة (Sig = 0.000) أي أن هناك متغيرا مستقلا واحدا علي الأقل " المستقلة والضابطة معا " له علاقة بالمتغير التابع " الرفع المالي " مما يدل علي معنوية النموذج في تفسير التباين في المتغير التابع .
- في ضوء ما سبق والدالة علي معنوية اختبار (F-test) ، يتم اللجوء الي اختبار (T-Test) لتحديد أيا من المتغيرات المستقلة له علاقة بالتابع ، وبالنظر الي نتائج اختبار (T-Test) يتضح معنوية حجم مجلس الادارة عند مستوي معنوية 5% حيث بلغت قيمة (Sig = 0.043) ، ومعنوية استقلالية أعضاء مجلس الادارة حيث بلغت قيمة (Sig=0.037) ، وعدم معنوية المتغيرين المستقلين ( الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب ، الملكية الادارية ) في التأثير علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية ، حيث بلغت قيمة (Sig=0.481) للازدواجية ، وبلغت (قيمة Sig= 0.455) للملكية الادارية ، ومعنوية الملكية المؤسسية حيث بلغت قيمة (sig=0.044).
- معامل التحديد لنموذج الانحدار 13.8% حيث (R2=0.138) وهو ما يوضح أن العلاقة الخطية تفسر نحو 13.8% من التباين في الرفع المالي ، وأن الباقي 86.2% يرجع لعوامل عشوائية أو متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج .

## سادسا:- نتائج الدراسة والتوصيات

### أولا :- تحليل نتائج الدراسة:

#### أولا :- خصائص مجلس الادارة

#### 1- حجم مجلس الادارة

تبين من نتائج تحليل الانحدار أن حجم مجلس الادارة له تأثير معنوي بعلاقة سالبة علي الرفع المالي ، مما يشير الي أن علاقة حجم مجلس الادارة بالرفع المالي علاقة عكسية . حيث يؤثر عدد أعضاء مجلس الادارة علي قدرة المجلس علي القيام بدوره في الرقابة علي أعمال الادارة التنفيذية ، بما يحد من قدرتها علي توجيه السياسات المالية للشركة ، فزيادة عدد أعضاء مجلس الادارة يؤدي الي زيادة الرقابة المفروضة علي الادارة ، بما يحد من قدرتها علي تحقيق مصالحها علي حساب الملاك ، وبالتالي لا يكون هناك حاجة للدور الرقابي للرفع المالي ، ومن ثم تجنب الرقابة المفروضة من قبل الدائنين وتجنب ضغوط الأداء المترتبة عليه وتجنب

المخاطر المرتبطة به التي تهدد استقرار المديرين وتعرضهم لفقد وظائفهم في حالة الافلاس ، ولذلك فإن الدراسة تقبل فرض العدم القائل بأنه :

"لا يوجد أثر لحجم مجلس الادارة علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية "

## 2- استقلالية أعضاء مجلس الادارة

أوضحت نتائج تحليل الانحدار أن وجود نسبة من الأعضاء غير التنفيذيين ( المستقلين) في مجلس الادارة له تأثير معنوي بعلاقة سالبة علي الرفع المالي، مما يشير الي أن علاقة استقلالية أعضاء مجلس الادارة بالرفع المالي علاقة عكسية .

حيث يؤدي زيادة الأعضاء المستقلين ( غير التنفيذيين) بما يتوافر لديهم من قدرة عالية علي القيام بممارسة الدور الرقابي علي أعمال الادارة التنفيذية ، وبالتالي تقل الحاجة الي الدور الرقابي للدائنين.

وتؤكد هذه النتيجة علي أن كون غالبية أعضاء المجلس أعضاء خارجيين فإنه يعطي ضمانا لاستقلالية المجلس ، ويجعلهم مستقلين عن الرئيس التنفيذي بما يمكنهم من محاسبة وتقييم أداء الادارة العليا ككل بالإضافة الي علاج أي قصور ، كما إنه يساهم في وضع نظام اتخاذ قرارات يميز بين الادارة التنفيذية التي تقوم باتخاذ وتنفيذ القرارات وبين مجلس الادارة الذي يقوم بالرقابة علي الادارة التنفيذية من خلال التصديق علي قراراتها مما يقلل من احتمالات التواطؤ الاداري ، ولذلك فإن الدراسة تقبل فرض العدم القائل بأنه :

" لا يوجد أثر لاستقلالية أعضاء مجلس الادارة علي الرفع المالي للشركات المساهمة المصرية "

## 3- الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب

تبين نتائج تحليل الانحدار أن الازدواجية بين رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب لها تأثير غير معنوي علي الرفع المالي ،لذلك فإن الدراسة ترفض فرض العدم القائل بأنه :

" لا يوجد أثر لازدواجية رئيس مجلس الادارة والعضو المنتدب علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية "

## ثانياً:- هيكل الملكية

### 1-الملكية الادارية

تؤكد نتائج تحليل الانحدار أن الملكية الادارية تأثيرها غير معنوي علي الرفع المالي ، لذلك فإن الدراسة ترفض فرض العدم القائل بأنه :  
"لا يوجد أثر للملكية الادارية علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية".

### 2-الملكية المؤسسية

تبين من نتائج تحليل الانحدار أن امتلاك المؤسسات المالية ( تكون قطاع عام أو خاص ) ، لجزء من أسهم الشركة له تأثير ايجابي علي الرفع المالي ، مما يشير الي أن علاقة الملكية المؤسسية بالرفع المالي علاقة طردية . وبالتالي فإن المستثمر المؤسسي بما يملكه من حصة في الملكية ، وخبرات مؤسسية في الرقابة والمتابعة فانه يستطيع أن يقوم بدور فعال في الرقابة علي ممارسات الادارة عند تحديد مصدر التمويل المناسب ، حيث يتوافر لديه القدرة علي ممارسة رقابة فعالة علي أنشطة الادارة ، وبالتالي تلجأ الادارة الي الرفع المالي في التمويل للاستفادة من المزايا المختلفة له ولتوفير وسيلة اضافية علي أنشطة الادارة ، وبناء علي ذلك فإن الدراسة تقبل فرض العدم القائل بأنه " لا يوجد أثر للملكية المؤسسية علي الرفع المالي للشركات المساهمة المصرية " .

### ثالثاً :- المتغيرات الضابطة

#### 1- حجم الشركة :

تبين من نتائج التحليل أن حجم الشركة له تأثير ايجابي علي الرفع المالي ، مما يشير الي أن علاقة حجم الشركة بالرفع المالي علاقة طردية ، ولذلك تنتهي الدراسة الي قبول فرض العدم القائل بأنه :

"لا يوجد أثر لحجم الشركة علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية " .

#### 2-ربحية الشركة :

تبين من نتائج التحليل أن ربحية الشركة لها أثر سلبي علي الرفع المالي ، مما يدل علي أن علاقة ربحية الشركة بالرفع المالي علاقة عكسية ، ولذلك تقبل الدراسة فرض العدم القائل بأنه :  
" لا يوجد أثر لربحية الشركة علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية".



## ثانياً: خلاصة النتائج والتوصيات :

استهدفت الدراسة الحالية دراسة أثر كلا من خصائص مجلس الإدارة وتتمثل في ( حجم مجلس الإدارة ، استقلالية أعضاء مجلس الإدارة ، الازدواجية بين رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب ) وهيكّل الملكية ويتمثل في ( الملكية الادارية ، الملكية المؤسسية ) علي الرفع المالي في الشركات المساهمة المصرية ، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف تم تقسيم الدراسة الي ثلاثة فصول ، ويمكن تلخيص النتائج التي توصلت اليها الدراسة علي النحو التالي :

ترتبط بعض خصائص مجلس الإدارة وهيكّل الملكية بالرفع المالي ، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى :

- وجود علاقة عكسية بين كل من (حجم مجلس الإدارة ، استقلالية أعضاء مجلس الإدارة) والرفع المالي .
- عدم وجود علاقة بين كل من ( الازدواجية بين رئيس مجلس الإدارة ، الملكية الادارية ) والرفع المالي .
- وجود علاقة طردية بين كل من ( الملكية المؤسسية ، حجم الشركة ) و الرفع المالي .
- وجود علاقة عكسية بين ربحية الشركة والرفع المالي .

وفي ضوء هذه النتائج ، فإن الباحثة توصي بضرورة فهم أعمق لسياسات التمويل في الشركات المصرية، وهذا يساعد علي تحسين قرارات التمويل لتلك الشركات ، وذلك عن طريق تفعيل أثر خصائص مجلس الإدارة وهيكّل الملكية التي ارتبطت بعلاقة ايجابية بالرفع المالي .

كما توصي أيضا بضرورة وضع سياسات وأنظمة رقابة جيدة تضمن بشكل مقبول التزام الشركات المصرية بها ، للحد من الفساد المالي وزيادة درجة الشفافية في تلك الشركات و للاستفادة من المزايا المتعددة للرفع المالي عند اللجوء اليه في تمويل الشركة بالأموال اللازمة لها.

## المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية :-

- أبو ليلة ، نانل خليل (2016) ، " أثر الحوكمة علي هيكل رأس المال : دراسة من واقع بورصة فلسطين " ، رسالة ماجستير ، جامعة الأقصى – غزة .
- الكيلاني ،قيس أديب (2008) " العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية "دراسة تطبيقية، مجلة، العدد 100 ، مجلة32 لسنة 2010 ، جامعة العلوم التطبيقية ، عمان – الأردن.
- المؤمنى غازي ، حسن علي (2009) " محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال : دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان " ، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد 38 ، العدد 62 ، عمان .
- النعمي ، عدنان والخرشة ، ياسين (2007) ، " أساسيات في الادرة المالية " ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، الأردن .
- بركات، إسراء، ولوزي، باسم، وأبو كركي، بسام (2012) ، أثر الرفع المالي والتشغيلي علي العائد والمخاطرة في الشركات الأردنية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة البلقاء ، عمان – الأردن،ص1 .
- بلدي ، كنزه (2013)، " العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة " ، رسالة ماجستير ، وحدة سوناريك ، جامعة ميله . دعيبس ، محمود فاروق عباس (2015) ، " تأثير حوكمة الشركات علي الهيكل المالي للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الاسكندرية – كلية التجارة .
- رمضان عماد ، والعقدة صالح (2009) ، " محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة الأردنية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة العلوم التطبيقية – عمان .
- شلاشي ، سليمان ، البقوم ، علي ، العون ، سالم (2008) ، " العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال " ، دراسة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي ، مجلة المنارة ، جامعة آل البيت، المجلد – 14 العدد الأول ، ص ص 45-62 .

عبدالله ، عبد القادر ،الصدیق ، بابكر (2002) ، " محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية " مجلة الإدارة العامة ، معهد الإدارة العامة ، الرياض ، الجلد 42 ، العدد الرابع ، قانون أول 2002م ، ص 745-723 .

عيساوي ، سهام ، (2015) " محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية : دراسة حالة المؤسسة الوطنية سونطراك ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة – الجزائر .

ثانيا : المراجع باللغة الاجنبية :-

**Ateeq ur Rehman, Mahammad, (2010).**" Does Corporate Governance lead to a change in the capital structure?". American Journal Of Social And Management Sciences Issn Print:2156-1540.

**Klapper,L.F. and Love, I.,(2002),** "Corporate Governance , Investor Protection and Performance In Emerging Markets " , World Bank Policy Research , Working Paper , No.2818.

**Kumar , J.,(2015) ,** "Capital Structure And Corporate Governance" , Entrepren Organiz Manay 4:143 doi : 15.4172/2169-026x.1000143.

**Ting Irene Weikiong , Azizan Noor Azlinna Bint Kwen , and Qian long Kwen (2015) .** " Upper Echelon Theory Revisited : the relationship between CEO personal characteristics and financial leverage decision ". Procedia Social and Behavioral Sciences ,vol .195.

**Waworuntu , Stephanus , (2014).** " The Effect of Corporate Governance on Copital Structure In Public Companies In Indonesia" . Malasia Hand book On The Emerging Trends In Scientific Research . At [http:// ww.oecd.org](http://ww.oecd.org).,01-66.

## **Abstract**

This study aims to examine the impact of the characteristics of the board of directors and the ownership structure on the leverage of Egyptian stock exchange listed companies. The sample includes 111 companies in which the variables of the study are available. An empirical study has been applied to each company in the sample. The Multiple Linear Regression has been used to study the relations among the variables of the study, including the characteristics of the board of directors (the size of the board of directors - the independency of the board of directors - the duality between the chairman of the board and the delegated member), Ownership Structure (managerial ownership - institutional ownership) and control variables (the size of the company - the profitability of the company). At a significance level of 5 %, the results of the study showed that there is a negative effect for the size of the board of directors, the independency of the board of directors and the profitability of the company on the leverage. There is no significant effect for the duality between the chairman of the board and the delegated member and managerial ownership on the leverage and there exists a positive significant effect for institutional ownership and the size of the company on the leverage.

**Key Words:** leverage –Size of the board of directors - Independency of the board of directors –Duality between the chairman of the board and the delegated member - Managerial ownership - Institutional ownership.