

أثر ممارسات الحوكمة على تكلفة رأس المال لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

معز أبوعليا
إسلام عبد الجواد
أحمد حاج إبراهيم
آمنة عطوط
تسنيم ضمرة
جامعة النجاح الوطنية،
فلسطين

الملخص

تمتاز الموارد المالية بالندرة؛ مما يتطلب اختيار وتخصيص الموارد المتاحة بالطريقة المثلى؛ حيث يجب على الشركات القيام بالمقارنة بين تكلفة مصادر التمويل وعوائد الاستثمارات الجديدة لتحقيق الكفاءة. تتأثر المخاطر التي تتعرض لها الشركات بممارسات الحوكمة؛ الأمر الذي من شأنه التأثير على علاوة المخاطر التي يطلبها الممولون؛ ومن ثم على تكلفة رأس المال. وتسعى هذه الدراسة إلى اختبار أثر ممارسات الحوكمة في الشركات الفلسطينية على تكلفة رأس المال.

جمعت البيانات الثانوية التي استخدمت في قياس المتغيرات يدوياً من القوائم المالية للشركات. ولقياس الحوكمة، استخدمت مجموعة من المؤشرات التي اختيرت بناء على ما توصلت إليه الدراسات السابقة؛ وبناء على ما تضمنته مدونة حوكمة الشركات في فلسطين. تشمل هذه المؤشرات استقلالية مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، نسبة الإناث في مجلس الإدارة، وجود لجنة تدقيق، ازدواجية الرئيس التنفيذي، نسبة ملكية مجلس الإدارة، تركيز الملكية. بالمقابل استخدم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لقياس المتغير التابع، أخيراً تم نمذجة المتغيرات وتقديرها باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

اشتملت الدراسة على 44 شركة مدرجة في بورصة فلسطين، تمثل قطاعات البورصة كافة. وقد استخرجت البيانات من القوائم المالية الخاصة بهذه الشركات للفترة الممتدة من 2015 إلى 2019. وتم الحصول على أسعار الأسهم من سوق فلسطين للأوراق المالية ومعدلات الفوائد من سلطة النقد الفلسطينية، وقد بلغ عدد المشاهدات 220 مشاهدة.

أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن الشركة ذات التركيز المرتفع في الملكية، والملكية المرتفعة لمجلس إدارتها، ولديها حضور أنثوي في مجلس إدارتها، ويكون فيها الرئيس التنفيذي رئيساً لمجلس الإدارة - تنخفض لديها تكلفة رأس المال. من جهة أخرى، لم يكن هنالك تأثير لاستقلالية مجلس الإدارة وحجمه، وكذلك لوجود لجنة التدقيق على تكلفة رأس المال، وتتفق هذه النتائج مع نظرية الإشراف ونظرية اعتمادية الموارد.

إن تبني أنماط الحوكمة القادرة على تحديد وتخصيص الموارد المالية المتاحة قد يسهم في تخفيض تكلفة التمويل. وعلى الرغم من وجود العديد من الدراسات التي اهتمت بالحوكمة، فإن الدراسات والأدلة حول

العلاقة بين الحوكمة وتكلفة رأس المال قليلة نسبياً وتتنحصر في بعض الدول المتقدمة. وإذا أخذنا بعين الاعتبار تباين تفسيرات وممارسات الحوكمة وممارستها عبر الدول، فإن تعميم نتائج هذه الدراسات على بيئات مختلفة مؤسساتياً واقتصادياً غير ممكن. هذه الدراسة تقدم دليلاً جديداً من بورصة فلسطين عن العلاقة بين ممارسات الحوكمة في الشركات وتكلفة رأس المال.

تنطبق هذه الدراسة على حالة اقتصاد صغير وبظروف استثنائية هو الاقتصاد الفلسطيني؛ ومن ثم بالإمكان تعميم النتائج على أسواق شبيهة فقط. إن من شأن نتائج الدراسة أن ترشد الإدارة إلى طرق تخفيض تكلفة رأس المال لدى الشركات الفلسطينية من خلال تحديد العوامل المرتبطة بالحوكمة وكيفية تأثيرها على كلفة رأس المال؛ الأمر الذي من شأنه أن ينعكس إيجاباً على أداء الشركات في ظل الظروف الاقتصادية التي تعانيها فلسطين نتيجة القيود المفروضة من قبل الاحتلال. وقد دعت الدراسة إلى ضرورة قيام الشركات والجهات المنظمة بتعزيز ممارسات الحوكمة؛ مثل زيادة حضور الإناث في مجالس الإدارات وتفعيل لجان التدقيق في الشركات.

المصطلحات الدالة: حوكمة الشركات، تكلفة رأس المال المرجحة، نظرية الوكالة، نظرية الإشراف، نظرية اعتمادية الموارد، بورصة فلسطين.

تصنيف JEL: G30

المقدمة

لاحقاً لما شهده العالم في العقود الأخيرة من فضائح مالية وانهيارات لشركات كبيرة، وما ترتب على ذلك من اهتزاز في ثقة المستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين في الأسواق المالية، ظهرت أصوات تشكك في قدرة الهياكل الحاكمة التقليدية على توفير الحماية المناسبة لأصحاب المصلحة. ترتب على ذلك إعادة النظر في هذه الأنظمة واعتماد مجموعة من القواعد أكثر نجاعة في حماية مصالح جميع الأطراف وعلى رأسهم المستثمرون. من ثم؛ ظهر ما يعرف بحوكمة الشركات (Corporate Governance)، التي تجسد مجموعة من القواعد والممارسات التي تحكم العلاقة بين مديري الشركة وأصحاب المصلحة (Doğan & Acar, 2020). وللحوكمة دور كبير في إدارة الشركات، وحماية حقوق مساهميها وباقي أصحاب المصالح فيها، إضافة إلى مساهمتها في تعزيز مبدأ المساءلة. وتمثل الحوكمة أداة فعالة لجذب الاستثمار وتسريع وتيرته؛ كونها تضمن الحد من المخاطر التي تواجهها الشركات. كذلك فإن من شأن الحوكمة أن تعزز دقة القوائم المالية وشفافيتها؛ الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين فيها واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات (Talahmeh, 2012).

إضافة إلى ما سبق، للحوكمة أهمية خاصة ترتبط بتخفيض تكلفة رأس المال (Cost of Capital) لدى الشركات؛ إذ إن الالتزام بالحوكمة السليمة من شأنه أن يعزز ثقة الأطراف ذات العلاقة بما فيها مصادر التمويل؛ مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال. ففي ظل غياب الحوكمة الكافية، تزداد المخاطر التي تتعرض لها الشركات، من وجهة نظر ممولائها؛

الأمرالذي يتطلب زيادة علاوة المخاطر التي يطلبها هؤلاء الممولون؛ ومن ثم زيادة تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات (Zhu, 2014).

تعدّ تكلفة رأس المال من أهم محددات قرارات التمويل والاستثمار في الشركات؛ ومن ثم، فهي تستحوذ على اهتمام خاص من قبل الإدارة؛ حيث تمثل نقطة انطلاق الشركة لاتخاذ قراراتها التمويلية والاستثمارية من خلال مقارنة تكلفة الأموال بالعوائد الناتجة من استثمار تلك الأموال؛ فإذا كانت العوائد أكبر، تزداد القيمة السوقية للشركة، ويتحقق الهدف الرئيس للإدارة المالية؛ إذ إن متوسط تكلفة التمويل (كلفة رأس المال) يستخدم بوصفه عامل خصم للتدفقات النقدية عند تقييم استثمارات الشركة (Arifin, 2016)، كما أن القرارات التي تتعلق بتكلفة رأس المال هي من القرارات المهمة؛ كونها تؤثر على الشركة في الأجل الطويل، فتكلفة التمويل من خلال الاقتراض أو إصدار الأسهم أو احتجاز الأرباح يجب أن تكون عند حدودها الدنيا؛ مما يوفر عدداً أكبر من فرص الاستثمار المربحة ويساعد على النمو بمعدلات أسرع (Ramly, 2012).

على الرغم من أن هناك العديد من الدراسات السابقة التي اهتمت باختبار أثر الحوكمة على الشركات، فإن الدراسات والأدلة حول العلاقة بين الحوكمة وتكلفة رأس المال قليلة نسبياً. أضف إلى ذلك، أن أغلب هذه الدراسات ركزت على أدلة من الاقتصادات المتقدمة، وإذا أخذنا بعين الاعتبار تباين تفسيرات حوكمة الشركات وممارساتها عبر الدول، فإن تعميم نتائج هذه الدراسات على دول أقل تقدماً وتختلف في بنائها المؤسسي غير مقبول؛ حيث يُعتقد أن قواعد الحوكمة وحماية المستثمرين في الدول المتقدمة تكون أكثر فاعلية مقارنة بالدول الأقل تقدماً (Ashbaugh-Skaife et al., 2006).

بدأ الاهتمام بحوكمة الشركات في فلسطين مع تطوير مدونة لقواعد حوكمة للشركات في عام 2009، وأصدرت سلطة النقد الفلسطينية قواعد إرشادية خاصة بحوكمة البنوك العاملة في فلسطين. وقد اهتمت بعض الدراسات باستكشاف مدى التزام الشركات الفلسطينية بمتطلبات الحوكمة وعلاقة ذلك ببعض جوانب نشاط هذه الشركات؛ فعلى سبيل المثال وجد (Abdeljawad & Masri (2020) علاقة بين خصائص مجلس الإدارة وأداء الشركة، وتوصل (Asmar et al. (2018 إلى أن تطبيق قواعد الحوكمة يؤثر على جودة الإفصاح في القوائم المالية، وبينت نتائج (Abu Alia & Mardawi (2021 أن ممارسات الحوكمة تؤثر على مستوى إفصاح الشركات الفلسطينية عن أنشطتها المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية، ووجد (Alia et al. (2020 أن بعض ممارسات الحوكمة تحد من ممارسات إدارة الأرباح. ولكن بحسب (Talahmeh (2012، هناك قصور في تنظيم أساسيات الحوكمة في التشريعات المطبقة، مقارنة بما هو متعارف عليه دولياً؛ الأمر الذي يجعل المستثمرين يشككون في كفاية الحماية لمصالحهم؛ مما يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال. لذا ستقدم هذه الدراسة دليلاً جديداً من

الواقع الفلسطيني عن العلاقة التي تربط بين آليات الحوكمة وتكلفة رأس المال؛ إذ إن هناك نقصاً كبيراً في الدراسات التي ركزت على هذه العلاقة.

بناء على ما تقدم؛ يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في إبراز أثر ممارسات الحوكمة على تكلفة رأس المال لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. إن من شأن نتائج هذه الدراسة أن تسهم في إرشاد إدارات الشركات إلى آليات تخفيض تكلفة رأس المال لدى الشركات الفلسطينية من خلال إلقاء الضوء على العوامل المحددة لهذه التكلفة والمرتبطة بالحوكمة؛ إذ إن فهم طبيعة تأثير الحوكمة على تكلفة رأس المال والعمل بناء على ذلك لتخفيض تكلفة التمويل من خلال إجراءات الحوكمة - يحسن أداء قطاع الأعمال في بلد يعاني اقتصادياً من القيود المفروضة من قبل الاحتلال، كما أنه بالاستناد إلى النتائج، سيتم الخروج بتوصيات تقدم للجهات المنظمة في فلسطين بغرض تحسين آليات عملها وإشرافها.

الإطار النظري: الدراسات السابقة وتطوير الفروض

الحوكمة هي النظام الذي يضبط أعمال الشركة ويوجهها، وبموجبه توزع الحقوق والالتزامات بين الأطراف المختلفة فيها؛ حيث تشكل الحوكمة القاعدة الأساسية للإجراءات اللازمة عند اتخاذ القرارات الخاصة بالشركات، ومن خلالها تحدد أولويات الشركات والأهداف المطلوب تحقيقها وأسس متابعة أدائها وتقييمه، فهي الهيكل الذي يتم من خلاله تشغيل الشركات وإدارتها. وتقع مسؤولية تنفيذ مبادئ الحوكمة على مجلس الإدارة التي يتوجب عليها تحديد الأولويات الإستراتيجية للشركة، واختيار المديرين القادرين على تحقيق مبادئها ضمن آليات مدروسة. وتتمثل مهمة المساهمين ضمن هذا النظام في اختيار أعضاء مجلس الإدارة ومدققي الحسابات والتأكد من وجود نظام حوكمة فعال ومقبول؛ حيث تركز حوكمة الشركات على خصائص مجالس الإدارة في الشركات، الذي يلعب دوراً مهماً في مراقبة أداء المديرين والتحكم فيه (Erkens *et al.*, 2012).

بالمقابل، تمثل تكلفة رأس المال عبئاً على الشركة تجاه الممولين المختلفين لتعويضهم عن فرصة استثمار أموالهم في مجالات أخرى بمخاطر مماثلة لمخاطر الشركة، لا تتكبد الشركات هذه التكلفة لأجل إرضاء المستثمرين الحاليين فقط بل لأجل تلبية احتياجاتها المالية المستقبلية أيضاً. إن ندرة الموارد المالية تتطلب وجود آلية لاختيار الموارد المتاحة وتخصيصها بالطريقة المثلى، وهذه الآلية السوقية تقوم على تحديد سعر للأموال يمثل تكلفة التمويل بالنسبة للشركة. ويجب على الشركة دراسة بدائل التمويل وهيكل رأس المال الناتج من كل بديل قبل القيام بالأنشطة الاستثمارية؛ فتكلفة مصادر التمويل والآثار التي تترتب عليها وملاءمتها لحاجات الشركة يجب أن تخضع لموازنة دقيقة بين العائد والتكلفة (Anwar *et al.*, 2019; AlHares, 2017; Rad, 2014).

هناك مجموعة من النظريات التي يمكن أن تفسر العلاقة بين ممارسات الحوكمة وتكلفة رأس المال في الشركات، وتعدّ نظرية الوكالة (Agency Theory) نقطة الانطلاق نحو أي نقاش حول الحوكمة، وتقوم هذه النظرية على أن الفصل بين السيطرة والملكية يمكن أن يضر بمصالح الملاك أحياناً، على الرغم من أن هذا الفصل يضمن استخدام الخبراء في إدارة الشركة، والذي يكونون بدورهم مسؤولين عن الاهتمام بمصالح المالكين (Kiel & Nicholson, 2003)، ولكن بالنظر إلى أن الإدارة (الوكيل) قد تسعى وراء مصلحتها الخاصة على حساب مصلحة المالكين (الموكل)، فإن هذا يعني إضرارها بمصالح الملاك في ظل عدم وجود آليات لمراقبة عملياتهم (Abdullah & Valentine, 2009). لذلك من الممكن النظر إلى الحوكمة على أنها طريقة لحل مشكلة الوكالة؛ حيث يجب أن ترتبط هياكل حوكمة الشركات الفعالة بتكلفة أقل لرأس المال، وتقييم أعلى للمنشأة (Ammann et al., 2011)، فالحوكمة الجيدة أداة لتقليل نزاع الوكالة وتحقيق أداء أفضل، وجدارة ائتمانية أعلى؛ الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال (Elbannan, 2009).

يتمثل الاختلاف الرئيس بين نظرية الوكالة ونظرية الإشراف (Stewardship Theory) في أن نظرية الوكالة تفترض أن تحقيق مصالح المساهمين يتطلب استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، بينما في نظرية الإشراف تعدّ ازدواجية الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة أمراً ضرورياً لتحقيق مصلحة المساهمين (Davis et al., 1997)، فالإدارة جديرة بثقة المساهمين؛ كون الدافع لديها هو تعزيز قيمة الشركة؛ ومن ثم تحقيق مصالح المساهمين، وليس تحقيق المصالح الشخصية؛ فوفقاً لمبدأ الإشراف، يهتم مجلس الإدارة والمديرون التنفيذيون بمصالح المساهمين ويتحكمون في الشركة بكفاءة؛ مما يساعدهم على زيادة أرباح الشركة (Abdullah & Valentine, 2009). فالإشراف يتضمن تبني أسلوب أكثر تحفظاً للاستثمار؛ الأمر الذي يخفض تكلفة رأس المال ويزيد قيمة الشركة. بالإضافة إلى أنه إذا استندت المنظمة إلى نظرية الإشراف في تصورها عن العلاقة مع مديريها، فلن يتعرض المساهمون لتكاليف إضافية متعلقة بمراقبة الإدارة؛ حيث ترتفع الثقة في المديرين (Davis et al., 1997).

كما يمكن أن تفسر العلاقة بين الحوكمة وتكلفة رأس المال استناداً إلى نظرية اعتمادية الموارد (Resource Dependence Theory)، التي تفترض أن أعضاء مجلس الإدارة يتعاونون مع إدارة الشركة ويشكلون معاً مورداً مهماً لها. بحسب هذه النظرية، فإن تكلفة رأس المال تكون أقل كلما تعززت الحوكمة، ووفقاً لدراسة (Abdullah & Valentine, 2009)، تشير المشكلات التي تظل مفتوحة إلى المنظمة إذا ما كانت توفر للمديرين التنفيذيين التدريب وإذا ما كانت العلاقات بين المديرين التنفيذيين تقدم موارد قيمة لنجاح الشركة، بينما يرى (Chen and Roberts, 2010) أن لمجلس الإدارة دوراً مهماً نظراً لقدرته على تكوين روابط أكبر بين المديرين والمجتمع؛ ومن ثم يسمح بتدفق الموارد من المجتمع إلى الشركة. وبهذه الطريقة، وبسبب وفرة الموارد التي أتاحتها هياكل الحوكمة، تنخفض تكلفة رأس المال.

هناك كثير من الدراسات التي أَلقت الضوء على الحوكمة من خلال قياس مدى الالتزام بمتطلباتها إضافةً إلى العلاقة بينها وبين مجموعة من جوانب نشاط الشركات وأدائها، ومن بين تلك الجوانب تكلفة رأس المال. أغلب هذه الدراسات خلصت إلى أن هناك علاقة عكسية بين جودة الحوكمة وتكلفة رأس المال؛ حيث توصلت دراسة (Shah & Butt (2009 إلى أنه كلما زادت جودة الحوكمة في الشركات الباكستانية، كان التأثير عكسياً على تكلفة رأس المال. أيده في ذلك (Ramly (2012 بالتطبيق على الشركات الماليزية، الذي توصل إلى أن الشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة من حيث رقابة مجلس الإدارة، ونظام الرقابة الداخلية، وإعداد القوائم المالية - تتمتع بتكلفة رأس مال أقل. كما ذكر (Regalli & Soana (2012 أن وجود حوكمة داخلية وخارجية يؤثر إيجابياً على الشركة من حيث مساهمته في تخفيض تكلفة رأس المال. كذلك وجد (Pham *et al.* (2012 أن أنشطة الحوكمة تؤثر بشكل سلبي على تكلفة رأس المال، بالإضافة إلى كونها تقلل من مشكلة عدم التناسق في المعلومات (Information Asymmetry). في السياق نفسه، عزا (Lambert *et al.* (2007 انخفاض تكلفة رأس المال إلى زيادة جودة المعلومات. من جهة أخرى، بينت نتائج (AlHares (2017 أن الشركات الأمريكية ذات الحوكمة الجيدة تقل فيها المخاطرة وتكلفة رأس المال. كذلك توصلت دراسة (Bozec & Bozec (2012 إلى أن الشركات الكندية التي لديها تكلفة رأس مال أقل، تكون جودة الحوكمة فيها أعلى.

بدوره أشار (Zhu (2014 إلى أن البلدان التي لديها متطلبات إفصاح أقوى وهياكل قانونية أفضل، تسهم سياسات حوكمة الشركات فيها في تقليل تكلفة رأس المال لدى الشركات. كما بين أن الإدارة القوية أكثر فعالية في خفض تكلفة الديون. ووجد (Doğan & Acar (2020 أن لخصائص مجلس الإدارة أثراً جوهرياً على تكلفة رأس المال؛ حيث أظهرت النتائج أن الزيادة في عدد أعضاء مجلس الإدارة ونسبة الإناث في مجالس الإدارة، يسهم في تقليل تكلفة رأس المال. كما قدمت دراسة (Coffie *et al.* (2018 دلائل تشير إلى أن تكلفة الديون والتكلفة الإجمالية لرأس مال الشركات في غانا يمكن توضيحها عن طريق جودة المراجعين الخارجيين. وبينت نتائج (Rad (2014 وجود علاقة ارتباط سلبي بين حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال، وهذا يدل على أن تطبيق أنشطة حوكمة الشركات يزيد قدرة الشركات على التحكم في تكلفة رأس المال، ومع ذلك فإن تأثير الحوكمة على تكلفة رأس المال مختلفة في نيوزيلندا وسنغافورة؛ حيث تحتاج الشركات الكبرى إلى مستويات عالية من التحكم؛ الأمر الذي يوضح وجود مجالس أكبر في الشركات السنغافورية. أشارت نتائج (Lorca *et al.* (2011 إلى جود علاقة غير خطية بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة الديون؛ مما يوضح أنه عند مستويات معينة يتم التغلب على فوائد المجالس الكبيرة بسبب تكلفة ضعف التواصل والزيادة في وقت اتخاذ القرارات.

تطوير الفروض

أ- استقلالية مجلس الإدارة (Board Independence)

أظهر (Bradley & Chen (2014) أن استقلال مجلس الإدارة يخفض تكلفة الديون عندما تكون ظروف الإئتمان قوية، وعندما تكون الرافعة المالية منخفضة. كما وجد Ashbaugh- (2006) SKaife *et al.* علاقة عكسية بين تكلفة حقوق الملكية واستقلالية مجلس الإدارة؛ حيث استنتج أن تكلفة حقوق الملكية تزداد عندما تكون حوكمة الشركات ضعيفة من بعض جوانبها. وبيّن (Pham *et al.* (2012) و (Shah & Butt (2009)، أن مجلس الإدارة القوي يهتم بمصالح المساهمين، ويتحكم بالمخاطرة من جانب الإدارة؛ ومن ثم تنخفض تكلفة رأس المال. من جهة أخرى، وجدت دراسة (Setiany *et al.* (2017) عدم وجود علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال. بناء على ما تقدم يكون الفرض الأول على النحو الآتي:

H1: هناك علاقة سلبية بين استقلالية مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

ب- حجم مجلس الإدارة (Board Size)

وجدت دراسة (Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) أن حجم المجلس يعدّ من بين محددات تكلفة رأس المال. وبيّن (Anderson *et al.* (2004) أن تكلفة تمويل الديون مرتبطة عكسياً بحجم المجلس؛ حيث يمكن تعزيز مقدار الإشراف الإداري من خلال المجالس ذات الحجم الأكبر. وبالمثل استنتج (Shah & Butt (2009) أن تكلفة رأس المال ترتبط بشكل سلبي بحجم مجلس الإدارة. كما لاحظ (Nosheen & Sajjad (2018) أن هناك ارتباطاً سلبياً ومهماً بين تكلفة رأس المال وحجم المجلس. وتشير نتائج (Coffie *et al.* (2018) أيضاً إلى أن الحجم الكبير لمجلس الإدارة مرتبط بانخفاض تكلفة رأس المال. بالمقابل أوضح (Hassan *et al.* (2018) أن لحجم مجلس الإدارة تأثيراً عكسياً ولكن غير دال إحصائياً، على تكلفة رأس المال. لذلك فإن الفرض الثاني في هذه الدراسة ينص على ما يأتي:

H2: هناك علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

ج- نسبة الإناث في مجلس الإدارة (Board Gender Diversity)

تبيّن نتائج (Städler (2016) أن هناك علاقة سلبية مهمة تربط بين التنوع الجنسي في مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال. وتظهر نتائج (Usman *et al.* (2019) أن وجود الإناث في مجلس الإدارة يخفض السلوك الانتهازي الإداري وعدم تناسق المعلومات، وذلك بدوره يخفض تكلفة رأس المال. كما بين (Anderson *et al.* (2004) أن مشاركة الإناث في الاجتماعات

يزيد كثافة المراقبة؛ ومن ثم يقلل تكلفة رأس المال. نتيجة لما سبق يكون الفرض الثالث على النحو الآتي:

H3: هناك علاقة سلبية بين نسبة الإنث في مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

د- لجنة التدقيق (Audit Committee)

قدمت نتائج Anderson *et al.* (2004) و Shah & Butt (2009) دلائل تفيد بأن لجان التدقيق تعدّ من العناصر المهمة في تعزيز موثوقية التقارير المالية ومصداقيتها، وكذلك في تخفيض تكلفة رأس المال؛ حيث إن للجنة التدقيق دوراً مهماً في ضمان استقلال المدققين الخارجيين؛ مما يزيد موثوقية المعلومات؛ ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال. ويرى Black *et al.* (2010) أن لجان التدقيق تعدّ مهمة في الحد من المخاطر؛ فزيادة الرقابة على الإدارة يخفض تكلفة رأس المال، وفي السياق نفسه، يعتقد Lorca *et al.* (2011) أن وجود لجان التدقيق وفعاليتها من شأنه أن يعمل على تقليل تكلفة رأس المال. بناء على ما سبق، فإن الفرض الرابع لهذه الدراسة يكون على النحو الآتي:

H4: هناك علاقة سلبية بين وجود لجنة المراجعة (التدقيق) وتكلفة رأس المال.

هـ - ازدواجية المدير التنفيذي (CEO Duality)

بين Nosheen & Sajjad (2018) أن لازدواجية دور المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة علاقة سلبية بتكلفة رأس مال الشركة. على العكس من ذلك لوحظ في دراسة Gul & Leung (2004) أن ازدواجية المدير التنفيذي مرتبط بمستويات منخفضة من شفافية الشركة؛ مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، أيده في ذلك Anwar *et al.* (2019). ووفقاً لدراسة Kamarudin *et al.* (2012)، عندما يكون للمدير التنفيذي سيطرة مفرطة على قرارات مجلس الإدارة من خلال تولي منصب رئيس المجلس، فإن دور لجان التدقيق في الرقابة وفي ضمان الجودة العالية في إفصاحات البيانات المالية يصبح أقل فعالية؛ الأمر الذي يزيد من تكلفة رأس المال. من جانب آخر، وجد Doğan & Acar (2020) أن تكلفة رأس المال لم تتأثر بمتغير ازدواجية الرئيس التنفيذي. نتيجة للمناقشة السابقة فإن الفرض الخامس يكون على النحو الآتي:

H5: هناك علاقة إيجابية بين ازدواجية الرئيس التنفيذي وتكلفة رأس المال.

و- ملكية مجلس الإدارة (Board Ownership)

ذكر La Porta *et al.* (1999) أن البلدان التي لديها ملكية أكبر لمجلس الإدارة، توفر قدراً أكبر من الأمان للمساهمين، كما يرجح أن يكون لديها أسواق ديون أفضل. من ناحية أخرى، بينت الدراسة أنه مع زيادة ملكية مجلس الإدارة تنخفض تكلفة رأس المال، لكن هذا يحدث

عند مستوى معين من الملكية فقط. علاوة على ذلك، أظهرت الدراسات أنه كلما زاد عدد الأفراد المطلعين على قرارات مجلس الإدارة، زادت احتمالية تعرض الشركة للمخاطر وزادت تكلفة رأس المال (Boone *et al.*, 2007). وتشير نتائج (AlHares (2017 إلى وجود ارتباط سلبي بين ملكية مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال؛ مما يدل على أن تكلفة رأس المال تنخفض مع ارتفاع ملكية المجلس، كذلك تشير دراسة (Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006 إلى أنه عندما تكون ملكية مجلس الإدارة قليلة، تزداد تكلفة رأس المال. إن عدم إجماع الدراسات يمكن أن يعزى إلى عوامل أخرى؛ مثل فعالية الإطار القانوني والتنظيمي (La Porta *et al.*, 1999)، وهذا ما أكدته (Abu Alia *et al.*, 2006). ووفقاً لـ (Alia & Branson (2011 فإن الجوانب التنظيمية والقانونية تعدّ من محددات عمل المنشآت وأنظمتها.

نتيجة لما سبق تم تطوير الفرض السادس على النحو الآتي:

H6: هناك علاقة سلبية بين ملكية مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال.

ز- تركيز الملكية (Ownership Concentration)

بينت نتائج كل من (Nosheen & Sajjad (2018 و (Anwar *et al.* (2019 أن هناك ارتباطاً سلبياً - ولكن غير مهم - إحصائياً بين تركيز الملكية وتكلفة رأس المال. أما (Hassan *et al.* (2018؛ فوجد علاقة سلبية مهمة بين تركيز الملكية وتكلفة رأس المال، وتتطابق تلك النتيجة مع ما توصل إليه (Pham *et al.* (2012 الذين قدموا دليلاً على العلاقة السلبية بين تركيز الملكية ومتوسط تكلفة رأس المال على مستوى الشركة. وبناء على ما تقدم، تم تطوير الفرض السابع (الأخير) على النحو الآتي:

H7: هناك علاقة سلبية بين تركيز الملكية وتكلفة رأس المال.

منهجية الدراسة

مجتمع الدراسة وعينتها

تسعى الدراسة إلى فحص أثر ممارسات الحوكمة في الشركات الفلسطينية على تكلفة رأس المال لديها، وقد شملت عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (PEX) التي تتوافر عنها البيانات المطلوبة لاختبار الفروض خلال الفترة التي تغطيها الدراسة. وتحديداً فإن من بين 48 شركة تمثل جميع الشركات المدرجة في البورصة، تم استثناء 4 شركات فقط لعدم توافر البيانات كاملة خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019؛ ليصبح عدد الشركات التي شملتها الدراسة 44 شركة، بمجموع مشاهدات 220 مشاهدة؛ تمثل جميع قطاعات بورصة فلسطين، على نحو ما يظهر في جدول (1).

جدول 1
توزيع الشركات بحسب القطاعات

القطاع	عدد الشركات في كل قطاع	نسبة تمثيل القطاع
الخدمات	9	20.4%
التأمين	7	15.9%
البنوك	6	13.6%
الاستثمار	9	20.4%
الصناعة	13	29.5%
المجموع	44	100%

البيانات

تختبر هذه الدراسة أثر ممارسات الحوكمة على تكلفة رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. للحصول على البيانات الثانوية اللازمة لذلك، تم اللجوء إلى التقارير السنوية الصادرة عن الشركات المشمولة في الدراسة. هذه التقارير تم الوصول إليها من خلال الموقع الإلكتروني لبورصة فلسطين (PEX)، وكذلك المواقع الإلكترونية للشركات. من جهة أخرى، تم الحصول على أسعار الأسهم ومؤشر السوق من البيانات المنشورة على موقع بورصة فلسطين، كما تم الحصول على معدلات الفوائد من البيانات المنشورة على موقع سلطة النقد الفلسطينية.

متغيرات الدراسة

المتغير التابع (Dependent Variable)

تم قياس تكلفة رأس المال باستخدام المتوسط المرجح لهذه التكلفة (Weighted average cost of capital (WACC) التي تشمل تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون. لحساب تكلفة حقوق الملكية يستخدم الباحثون عادة نموذج CAPM؛ حيث تتناسب تكلفة حقوق الملكية مع درجة المخاطر المنتظمة التي تقاس باستخدام معامل β ، وهو معامل الانحدار للعلاقة بين عائد السهم وعائد السوق على النحو الآتي:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

حيث إن:

β_i : معامل الانحدار للعلاقة بين عائد السهم وعائد السوق لآخر 24 شهراً.

R_m : عائد السوق لسنة واحدة (التغير النسبي في مؤشر السوق).

R_f : الفرصة البديلة الخالية من المخاطر بالنسبة للمستثمر، والتي قيست باستخدام عائد الودائع في المصارف على عملة الدولار، بحسب نشرات سلطة النقد الفلسطينية (PMA، 2020)؛ حيث لا يوجد إصدارات لأوراق مالية حكومية في فلسطين ولا يوجد عملة محلية.

معز أبوعليا وإسلام عبد الجواد وأحمد إبراهيم وأمنة عطوط وتسليم ضمرة

ولكن هناك انتقادات لاستخدام بيتا كمقياس للمخاطر، فقد وجد (2001) Estrada أن β مقياس غير ملائم لقياس المخاطر في الدول النامية؛ لصعوبة إزالة المخاطر غير المنتظمة من خلال التنوع في هذه الدول؛ ومن ثم اقترح استخدام بدائل أخرى عن β ، أحد البدائل الممكنة هو استخدام المخاطر الكلية وليس المنتظمة باستخدام معامل الانحراف المعياري لعوائد السهم للشركة (σ). بناء على ذلك تحسب تكلفة حقوق الملكية من خلال المعادلة الآتية:

$$R_i = R_f + \sigma_i(R_m - R_f)$$

حيث إن:

σ_i : معامل الانحراف المعياري لعائد السهم لآخر 24 شهراً، أما باقي المتغيرات، فهي على نحو ما تم تعريفها أعلاه.

من جهة أخرى، حسبت تكلفة الديون من خلال المعادلة الآتية:

$$R_d = r \times (1 - T)$$

حيث إن:

r : تكلفة الديون محسوبة بقسمة الفوائد على الديون التي تحمل فوائد في الشركة.
 T : متوسط معدل الضريبة الفعلية على الشركة (الضرائب مقسومة على الدخل قبل الضريبة).

وبالاعتماد على المعادلتين السابقتين يمكننا حساب تكلفة رأس مال المال عن طريق المعادلة الآتية:

$$WACC = \left(\frac{E}{Y} \times R_i \right) + \left(\frac{D}{Y} \times R_d \right)$$

حيث إن:

$WACC$: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وقد تم حسابه بطريقتين: $WACC1$ حسبت باستخدام بيتا لقياس المخاطر عند حساب تكلفة الملكية، و $WACC2$ حسبت باستخدام الانحراف المعياري لقياس المخاطر عند حساب تكلفة حقوق الملكية.

R_i : تكلفة حقوق الملكية، وقد حسبت بطريقتين، مرة باستخدام بيتا وأخرى باستخدام الانحراف المعياري.

R_d : تكلفة الديون.

D : إجمالي الديون بقيمتها الدفترية.

E : إجمالي حقوق الملكية بقيمتها الدفترية.

Y : إجمالي التمويل الذي يساوي إجمالي الأصول للشركة.

المتغيرات المستقلة (Independent Variables)

تمثل الحوكمة المتغير المستقل في هذه الدراسة، وقد قيست باستخدام سبعة مؤشرات تشمل استقلالية مجلس الإدارة (BIND)، حجم مجلس الإدارة (BSIZE)، التنوع الجندي في مجلس الإدارة (GEND)، وجود لجنة تدقيق (AUDCO)، ازدواجية الرئيس التنفيذي (CEOD)، ملكية مجلس الإدارة (BOWN)، وتركز الملكية (OWCON). ويظهر في جدول (2)، أن درجة إستقلالية مجلس الإدارة (BIND) قدرت من خلال نسبة أعضاء مجلس الإدارة من غير المديرين التنفيذيين إلى مجموع أعضاء المجلس (Abu Alia & Mardawi, 2021). أما حجم مجلس الإدارة (BSIZE)؛ فقد قيس بعدد الأعضاء في المجلس (Pham *et al.*, 2012). ولتحديد درجة التنوع الجندي (GEND)، تم قسمة عدد أعضاء مجلس الإدارة من الإناث على المجموع الكلي لعدد أعضاء المجلس (Usman *et al.*, 2019). وبالنسبة لوجود لجنة التدقيق (AUDCO)، فقد قيس بوصفه متغيراً وهمياً (Dummy variable)، بحيث يأخذ القيمة 1 في حال وجود لجنة تدقيق، والقيمة صفراً عدا ذلك (Black *et al.*, 2012; Lorca *et al.*, 2011). كذلك، فقد قيس ازدواجية الرئيس التنفيذي (CEOD) بوصفها متغيراً وهمياً تخصص له القيمة 1 في حال أن الرئيس التنفيذي هو نفسه رئيس مجلس الإدارة، والقيمة صفر إذا لم يكن كذلك (Dögan & Acar, 2020; Kamarudin *et al.*, 2012)، أما ملكية مجلس الإدارة (BOWN)؛ فقد حُددت بنسبة الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة مقارنة بالعدد الكلي للأسهم المتداولة (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2004; AlHares, 2017). أخيراً استخدمت نسبة الأسهم التي يملكها أكبر 10 مساهمين إلى العدد الكلي للأسهم لقياس نسبة تركيز الملكية (Anwar *et al.*, 2019) (OWCON).

المتغيرات الضابطة (Control Variables)

انسجاماً مع الدراسات السابقة، استخدم في هذه الدراسة كل من حجم الشركة (Firm size)، خيارات النمو (Growth Options)، الرافعة المالية (Financial Leverage)، وجودة التدقيق (Audit Quality) ممثلاً بنوع شركة التدقيق (Audit Firm type)، بوصفها متغيرات ضابطة. فوفقاً لدراسات (Doukas *et al.*, 2000; Haniffa & Hudaib, 2006; Gill & Obradovich, 2012)، فإن تكلفة رأس المال قد تتأثر بهذه المتغيرات. ويظهر في جدول (2)، أنه استخدمت لوغاريتم مجموع الأصول لقياس حجم الشركة (FSIZE) (Doukas *et al.*, 2000). بالمقابل فإن خيارات النمو قد قيست بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (Market to Book Ratio (MB) بحسب (Abdeljawad *et al.*, 2020)، أما الرافعة المالية (FLEV)؛ فقد حسبت من خلال نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول تبعاً للدراسات السابقة مثل (Gill & Obradovich, 2012). وأخيراً، اعتبر مؤشر نوع شركة التدقيق (AUD) متغيراً وهمياً، يأخذ القيمة 1 إذا كان المدقق الخارجي من الأربعة الكبار Big 4، و صفراً إذا لم يكن كذلك (Haniffa & Cooke, 2002).

جدول 2 متغيرات الدراسة وطرق قياسها

القياس	الرموز	المتغيرات
		المتغير التابع
$WACC = (\frac{E}{V} \times Ri) + (\frac{D}{V} \times Rd)$	WACC	تكلفة رأس المال
حيث حسبت كلفة حقوق الملكية بناء على بيتا كمقياس للمخاطر	WACC1	
حيث حسبت كلفة حقوق الملكية بناء على الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر	WACC2	
		المتغيرات المستقلة
نسبة الأعضاء غير التنفيذيين من مجموع أعضاء مجلس الإدارة	BIND	استقلالية مجلس الإدارة
إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة	BSIZE	حجم مجلس الإدارة
نسبة الأعضاء الإناث من مجموع أعضاء مجلس الإدارة	GEND	نسبة الإناث في مجلس الإدارة
مؤشر يساوي 1 في حالة وجود لجنة تدقيق تابعة لمجلس الإدارة، ويساوي 0 في حالة عدم وجود لجنة تدقيق	AUDCO	لجنة التدقيق
مؤشر يساوي 1 إذا كان الرئيس التنفيذي هو رئيس مجلس الإدارة، و0 إذا لم يكن الرئيس التنفيذي رئيس مجلس الإدارة	CEOD	ازدواجية الرئيس التنفيذي
نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد الأسهم المتداولة	BOWN	ملكية مجلس الإدارة
الأسهم التي يملكها أكبر 10 مساهمين إلى إجمالي عدد الأسهم	OWCON	تركز الملكية
		المتغيرات الضابطة
لوغاريتم مجموع الأصول	Fsize	حجم الشركة
القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول؛ حسبت القيمة السوقية للأصول بالقيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها القيمة الدفترية للالتزامات لعدم وجود قيمة سوقية لها	MB	خيارات النمو
إجمالي الالتزامات/ إجمالي الأصول	FLEV	الرافعة المالية
مؤشر يساوي 1 إذا كانت شركة التدقيق من شركات Big 4، و0 إذا لم تكن كذلك	AUD	نوع شركة التدقيق

نموذج الدراسة والمعالجة الإحصائية

بعد جمع البيانات المطلوبة للدراسة، تم تصنيفها وتحليلها من خلال إجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة؛ وذلك للتحقق من طبيعة العلاقات التي تجمع ما بين متغيرات الدراسة، وقد استخدم الإحصاء الوصفي لتعزيز فهم المتغيرات التي شملتها الدراسة، كذلك استخدم فحص الارتباط بين المتغيرات Correlation لفهم العلاقة الأحادية بين كل متغيرين ودون تأثير للمتغيرات الأخرى، أخيراً تم نمذجة العلاقات المفترضة باستخدام الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression) لأجل اختبار العلاقات بين متغيرات الدراسة.

وقد طُوّر نموذج الانحدار لفحص تأثير أنشطة حوكمة الشركات على تكلفة رأس المال للشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين على النحو الآتي:

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 BSIZE_{it} + \beta_3 GEND_{it} + \beta_4 AUDCO_{it} + \beta_5 CEOD_{it} \\ + \beta_6 BOWN_{it} + \beta_7 OWCON_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \beta_9 FSIZE_{it} + \beta_{10} MB_{it} \\ + \beta_{11} FLEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن ε هو حد الخطأ، و $\beta's$ هي معاملات الانحدار، أما باقي المتغيرات؛ فقد عُرِّفت في جدول (2).

نتائج الدراسة

الإحصاء الوصفي والارتباط

يعرض جدول (3) خصائص المتغيرات التي تضمنتها الدراسة؛ وذلك من حيث عدد المشاهدات، الوسط الحسابي، أعلى وأدنى قيمة، الانحراف المعياري لكل متغير.

جدول 3
الإحصاء الوصفي

	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev	Observations
WACC1	0.052	0.076	0.028	0.0128	220
WACC2	0.024	0.188	0.01	0.018	220
BSIZE	8.82	15	5	2.14	220
OWCON	0.574	0.967	0.044	0.244	220
BOWN	0.67	0.97	0.11	0.21	220
GEND	0.057	58	0	0.11	220
FSIZE	17.62	22.31	14.01	1.79	220
MB	1.02	2.41	0.2	0.36	220
FLEV	0.428	0.91	0.008	0.272	220
BIND	0.92	1	0	0.16	220
AUD	0.645	1	0	0.479	220
CEOD	0.17	1	0	0.39	220
AUDCO	0.76	1	0	0.43	220

يظهر جدول (3) أن متوسط كلفة رأس المال كانت في حدود 5.2% عند استخدام بيتا لحساب كلفة الملكية (WACC1)، و 2.4% فقط عند استخدام الانحراف المعياري (WACC2). أضيف إلى ذلك أن عائد الودائع المستخدم بديلاً للعائد الخالي من المخاطر هو منخفض أيضاً

خلال فترة الدراسة (يرواح بين 1% و2.8%)، كما أن عائد محفظة السوق السنوي كان منخفضاً في معظم السنوات وسالماً في بعضها. بالنسبة لمؤشرات الحوكمة، نلاحظ أن حجم مجلس الإدارة (BSIZE) يراوح بين 5 أعضاء و15 عضواً بمتوسط يقترب من تسعة أعضاء للمجلس الواحد، الغالبية العظمى (92%) من أعضاء هذه المجالس مستقلون (BIND). أما تركّز الملكية (OWCON)، فقد بلغ الوسط الحسابي لنسبة ملكية كبار المساهمين 0.574. يبين جدول (3) أيضاً أن متوسط نسبة الأسهم التي يملكها أعضاء مجالس إدارة الشركات (BOWN) يبلغ 67%. وأظهرت النتائج أن هناك حضوراً متواضعاً للإنان في مجالس الإدارة (GEND)؛ كون الوسط الحسابي لهذا المتغير يقل عن 6%. من جهة أخرى فإن 17% من رؤساء مجلس الإدارة يشغلون في الوقت ذاته منصب مدير تنفيذي لدى شركاتهم (CEOD). وأخيراً، بينت النتائج أن 76% من الشركات لديها لجنة تدقيق (AUD)، ونحو 64.5% من الشركات يدققها أحد مكاتب الأربعة الكبار (Big 4). ولا بد من التذكير هنا بأن كلاً من ازدواجية الرئيس التنفيذي (CEOD)، ووجود لجنة تدقيق (AUDCO)، ونوع شركة التدقيق (AUD) هي متغيرات وهمية استخدمت القيمتان 1 وصفر في قياسها. إذا ما نظرنا إلى المتغيرات الضابطة، نجد أن متغير خيارات النمو (Growth options (MB)) يراوح بين 0.2 و2.41 بمتوسط بلغ 1.02، بالمقابل كان الوسط الحسابي للرافعة المالية (FLEV) للشركات خلال فترة الدراسة 0.428، بينما بلغ لوغاريتم حجم الشركة (FSIZE) 17.62.

يظهر جدول (4) مصفوفة الارتباط (Correlation) للمتغيرات التي شملتها الدراسة، تعرض هذه المصفوفة العلاقة الأحادية (univariate) فيما بين المتغيرات واتجاهها سلباً أو إيجاباً. بالنسبة للمتغيرات الوهمية، فإن معامل بيرسون للارتباط لا يمكن حسابه لها؛ لذلك لم تظهر هذه المتغيرات في الجدول.

جدول 4
مصفوفة الارتباط

	BIND	BSIZE	GEND	BOWN	OWCON	WACC1	WACC2	FSIZE	MB	FLEV
BIND	1									
BSIZE	0.06	1								
GEND	-0.051	-0.204	1							
BOWN	-0.038	-0.114	-0.135	1						
OWCON	0.013	-0.163	0.0118	0.836	1					
WACC1	0.273	-0.399	-0.158	0.001	0.014	1				
WACC2	0.063	-0.040	-0.073	0.009	0.012	0.527	1			
FSIZE	0.205	0.466	-0.191	-0.217	-0.298	0.242	0.106	1		
MB	0.145	-0.197	0.304	0.32	0.303	0.168	0.253	0.336	1	
FLEV	-0.018	0.196	0.014	-0.174	-0.063	0.293	0.122	0.444	0.02	1

نلاحظ من جدول (4) أن هناك علاقة إيجابية بين تكلفة رأس المال (WACC)، سواء استخدم بيتا أم الانحراف المعياري في قياس المخاطر، من جهة، وكل من استقلالية مجلس الإدارة (BIND)، ملكية مجلس الإدارة (BOWN)، تركيز الملكية (OWCON)، حجم الشركة (FSIZE)، الرافعة المالية (FLEV)، خيارات النمو (MB)، من جهة أخرى. بالمقابل تشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين (WACC) وكل من حجم مجلس الإدارة (BSIZE)، ونسبة الإثبات في مجلس الإدارة (GEND). أي أن تكلفة رأس المال تزداد كلما ازدادت استقلالية أعضائه، ازدادت نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة، ازداد تركيز الملكية، ازداد حجم الشركة، ازدادت كل من نسبة الرفع المالي وخيارات النمو. وتقل كلما ازداد حجم مجلس الإدارة، وازدادت نسبة الإثبات فيه. يشار هنا إلى أن هذه العلاقات الأحادية لا تأخذ بعين الاعتبار أثر المتغيرات الأخرى التي قد تؤثر أو تضبط العلاقة وهو ما نحصل عليه عند تحليل الانحدار، لذلك فإن تحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع سيعتمد على تحليل الانحدار. من المهم أيضاً الإشارة إلى أن علاقات الارتباط الضعيفة بين المتغيرات المستقلة تعني عدم وجود مشكلة ارتباط متعدد في تحليل الانحدار لاحقاً، وهنا نلاحظ وجود ارتباط قوي بين متغيري ملكية مجلس الإدارة (BOWN) وتركز الملكية (OWCON)؛ مما يشير إلى إمكانية وجود مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity)؛ حيث يشير Asteriou & Hall (2015) إلى أن أي معامل ارتباط يزيد على 0.9 بين متغيرين مستقلين يشير إلى مشكلة ارتباط متعدد، بينما يرى Gujarati *et al.* (2012) أن مشكلة الارتباط المتعدد تحدث إذا كان معامل الارتباط يزيد على 0.8، وحيث إن الارتباط بين متغيري ملكية مجلس الإدارة (BOWN) وتركز الملكية (OWCON) يبلغ 0.836. لذلك فإن هذين المتغيرين لا يمكن جمعهما في نموذج الانحدار نفسه وإلا كانت قيمة معاملات الانحدار متحيزة.

تقدير نموذج الدراسة واختبار الفروض

قَدِّر نموذج الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى للبيانات المقطعية - الطولية (Panel Data)، وما دام متغيراً ملكية مجلس الإدارة (BOWN) وتركز الملكية (OWCON) مترابطين بشكل كبير، بحسب النتائج السابقة، فسنقوم بتقدير نموذج الانحدار مرتين؛ بحيث يشمل كل نموذج أحد المتغيرين (ملكية مجلس الإدارة وتركز الملكية) ويحذف الآخر بشكل تبادلي. ولضمان عدم وجود أي مشكلة ارتباط متعدد حسب معامل VIF لكلا النموذجين؛ حيث يشير Asteriou & Hall (2015) إلى أنه لا يوجد مشكلة ارتباط متعدد ما دام معامل VIF أقل من 10. كذلك استخدم (Robust Standard Errors) لحل إشكالية (Heteroskedasticity) في حد الخطأ في الانحدار، وتظهر قيمة إحصائية (Durbin-Watson Stat) للنموذجين أنه لا يوجد مشكلة ارتباط ذاتي في حد الخطأ. أخيراً، استخدم الأثر الثابت للزمن (Period Fixed Effect) لإزالة أي أثر للعوامل الكلية التي تتغير مع الزمن بينما هي ثابتة لكل الشركات.

يبين الجدولان (5) و (6) نتائج تحليل الانحدار بين المتغيرات المستقلة والمتغيرين التابعين. جدول (5) يظهر نتائج النموذج الأول الذي أهمل فيها متغير ملكية مجلس الإدارة (BOWN) وأدخل فيه متغير تركيز الملكية (OWCON)، بينما يظهر جدول (6) النتائج التي تم التوصل إليها بعد إهمال (OWCON) والإبقاء على (BOWN).

من خلال النموذجين القياسيين في جدول (5)، نجد أن F-Statistic تساوي 0.000، وهي أقل من 5%، وهذا يعني أن النموذجين دالان إحصائياً لاختبار التغيير في المتغير التابع (WACC1 and WACC2)، وقادر على تفسير 10% و 24% من هذا التغيير، بحسب نتيجة معامل التفسير (R-square)، على التوالي. أما المتغيرات المستقلة التي لها تأثير إحصائي على المتغير التابع؛ فهي ازدواجية مجلس الإدارة (CEOD)، نسبة الإناث في مجلس الإدارة (GEND)، وتركز الملكية (OWCON)؛ حيث إن لها أهمية في تفسير سلوك المتغير التابع عند مستويات مختلفة وقد كان تأثيرها جميعاً سالباً؛ أي أنها تقلل من تكلفة رأس المال، أما المتغيرات الضابطة: خيارات النمو (MB)، حجم الشركة (FSIZE)، والرافعة المالية (FLEV)؛ فقد كان تأثيرها جميعاً موجباً ومهماً عند مستوى 1%.

إن انخفاض تكلفة رأس المال مع زيادة التركيز في الملكية، وزيادة نسبة الإناث في مجلس الإدارة، وزيادة الازدواجية بين رئاسة مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية – تنسجم مع نتائج الدراسات السابقة؛ إذ وجد Hassan *et al.* (2018) و Nosheen & Sajjad (2018) أنه كلما زاد التركيز في الملكية (OWCON) انخفضت تكلفة رأس المال، وكذلك الأمر بالنسبة للتنوع الجندي، فكلما زادت نسبة الإناث في مجلس الإدارة قلّت تكلفة رأس المال، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج (Usman *et al.*, 2019; Städtler, 2016; Anderson *et al.*, 2004).

جدول 5
نتائج تقدير النموذج الأول

WACC1				WACC2			
Independent Variables	Coefficient	Std. Error	Centered VIF	Independent Variables	Coefficient	Std. Error	Centered VIF
AUD	0.023	0.030	1.99	AUD	0.0013	0.0053	1.986
BSIZE	0.003	0.005	1.45	BSIZE	-0.0005	0.001	1.453
AUDCO	0.005	0.026	1.73	AUDCO	-0.0008	0.0045	1.733
FLEV	0.091***	0.009	1.41	FLEV	0.0117***	0.0027	1.408
GEND	-0.107***	0.011	1.68	GEND	-0.0367**	0.0158	1.839
CEOD	-0.006**	0.0032	1.77	CEOD	-0.0160***	0.0055	1.684
BIND	0.059	0.063	1.34	BIND	-0.0012	0.011	1.77

تابع / جدول 5
نتائج تقدير النموذج الأول

WACC1				WACC2			
Independent Variables	Coefficient	Std. Error	Centered VIF	Independent Variables	Coefficient	Std. Error	Centered VIF
FSIZE	0.016***	0.0006	1.84	FSIZE	0.0018***	0.0005	1.342
OWCON	-0.002*	0.0011	1.76	OWCON	-0.0184*	0.0108	1.757
MB	0.058***	0.0033	1.45	MB	0.0234***	0.0058	1.449
C	0.132	0.148	NA	C	-0.0065	0.026	NA
Observations	220			Observations	220		
R-squared	0.104			R-squared	0.2401		
Prob(F-statistic)	0.00			Prob(F-statistic)	0.00		
Durbin-Watson stat	1.466			Durbin-Watson stat	1.453		
Fixed effect (Period dummy variables)				Fixed effect (Period dummy variables)			
Redundant Fixed Effects Tests: Period F (Prob.) = 0.00				Redundant Fixed Effects Tests: Period F (Prob.) = 0.00			
Robust Standard Errors							
*, **, ***, indicate significance at 10%, 5%, and 1%, respectively.							

أما ما يتعلق بالازدواجية (CEOD)؛ فتبين النتائج أنه في الحالات التي يكون فيها الرئيس التنفيذي رئيساً لمجلس الإدارة، تكون تكلفة رأس المال أقل من الحالات التي لا يكون فيها الرئيس التنفيذي رئيساً لمجلس الإدارة. ففي هذه الحالة تكون الازدواجية أفضل من ناحية خفض التكلفة. تتفق هذه النتيجة مع (Gul & Leung, 2004) من جهة، وتختلف من جهة أخرى عن نتائج (Anwar et al., 2019; Kamarudin et al., 2012). وبشكل عام تتوافق النتائج مع نظرية الإشراف (Stewardship Theory)، ونظرية اعتمادية الموارد (Resource Dependence Theory)، بينما لا تتوافق مع نظرية الوكالة (Agency Theory) خاصة فيما يتعلق بنتيجة متغير الازدواجية، فعلاقة الإدارة والملاك تبدو أكثر تكاملية منها تنافراً وصراعاً. وقد يعزى السبب في ذلك إلى أن معظم الشركات المساهمة العامة في فلسطين شركات تدار غالباً من الملاك أنفسهم أو من أفراد قريبين منهم بشكل كبير.

بالنسبة لمتغيرات وجود لجنة تدقيق (AUD)، حجم مجلس الإدارة (BSIZE)، الاستقلالية في مجلس الإدارة (BIND)، ووجود لجنة تدقيق (AUDCO)، فقد كانت قيمة

p-value لها أكبر من 10%، أي أنها متغيرات ليس لها أهمية إحصائية في التأثير على كلفة رأس المال. فيما يتعلق بحجم مجلس الإدارة (BSIZE)، فإن النتيجة التي تم التوصل إليها تتناقض مع ما خلص إليه كل من (Coffie *et al.*, 2018; Hassan *et al.*, 2018; Nosheen & Sajjad, 2018; Shah & Butt, 2009; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Anderson *et al.*, 2004) يمكن أن تعزى هذه النتيجة إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة قد لا يكون ذا أثر في اتخاذ القرارات ما دام هناك توافق بين الأعضاء بسبب القرابة أو لأنه تم اختيارهم أصلاً من قبل الملاك الكبار لتحقق مصالحهم. أما بالنسبة إلى استقلالية مجلس الإدارة (BIND)؛ فتتفق هذه النتيجة مع نتائج (Setiany *et al.* (2017) وتتناقض مع نتائج كل من (Pham *et al.* 2006; Ashbaugh-Skaife *et al.* 2006; Bradley & Chen (2014) *al.* (2012) ومن الممكن تفسير هذه النتيجة من خلال ما توصل إليه (Bradley & Chen (2014) من أن تكلفة رأس المال تنخفض مع الزيادة في استقلالية مجلس الإدارة بشرط توافر ظروف ائتمان ملائمة، وكذلك تدني نسبة الرافعة المالية، كذلك الأمر بالنسبة للجنة التدقيق؛ حيث لا تتفق هذه النتيجة مع ما تم التأسيس له من قبل (Lorca *et al.* 2011; Black *et al.* (2012); Anderson *et al.* (2004)، حيث يبدو أن لجان التدقيق لدى الشركات الفلسطينية، وإن وجدت، فإنها لا تعمل بفاعلية عالية؛ الأمر الذي لا يتطلب من المنظمين إلزام الشركات بتكوين لجان تدقيق فقط، بل التأكيد من فاعلية هذه اللجان أيضاً للاستفادة من ذلك في تخفيض تكلفة رأس المال. ووفقاً لدراسة (Kamarudin *et al.* (2012)، عندما يكون لدى المدير التنفيذي سيطرة مفرطة على قرارات مجلس الإدارة من خلال تولي منصب رئيس المجلس، فإن دور لجان التدقيق في الرقابة وفي ضمان الجودة العالية في إفصاحات البيانات المالية تصبح أقل فاعلية؛ الأمر الذي يزيد من تكلفة رأس المال. من جهة أخرى، فإن مساهمة الحوكمة في تقليل تكلفة رأس المال تكون مشروطة بوجود إفصاح قوي، وهياكل قانونية فعالة، وإدارات رشيدة (Zhu, 2014)، وغياب أي من هذه الشروط في البيئة الفلسطينية قد يكون السبب وراء النتيجة التي أفادت بعدم وجود أثر لمؤشرات الحوكمة الثلاثة (BSIZE, BIND and AUDCO) على تكلفة رأس المال.

وللتغلب على مشكلة (Multicollinearity) - كما ذكرنا سابقاً - قُدِّرَ النموذج القياسي الذي سبقت مناقشته بعد إهمال متغير ملكية أعضاء المجلس (BOWN) وأخذ التركيز في الملكية (OWCON) بعين الاعتبار. يعرض جدول (6) نتيجة النموذج الآخر الذي يتضمن متغير ملكية مجلس الإدارة (BOWN) مع إهمال متغير (OWCON).

نلاحظ أن باستطاعة هذا النموذج تفسير 11.3% و 25.14% من التغير في المتغير التابع على التوالي، كما كانت قيمة F-statistic له أقل من 5%؛ الأمر الذي يدل على قدرته على تفسير التغير في WACC. يظهر من النتائج أنه لا اختلاف في المضمون بين نتائج النموذجين؛ ومن ثم، فإن التفسيرات تسير بالاتجاه نفسه. بشكل محدد، إن المتغير الجديد (نسبة ملكية مجلس الإدارة) لا يعدّ متغيراً مهماً في تقدير هذا النموذج عند مستوى معنوية

5% مع WACC1 ولكنه مهم وسلبى مع WACC2، وتشير النتيجة إلى وجود علاقة عكسية ما بين ملكية مجلس الإدارة وتكلفة رأس المال، هذه النتيجة تتفق مع الدراسات السابقة التي وجدت أثراً لهذا المؤشر على تكلفة رأس المال مثل (2017) AlHares، وتختلف مع دراسات أخرى، مثل (2007) Boone *et al.* التي توصلت إلى عكس ذلك.

إن نتائج هذه الدراسة تتفق مع ما قدم من تفسيرات لأثر ممارسات الحوكمة على تكلفة رأس المال من قبل (1997) Davis *et al.*; (2009) Abdullah & Valentine وفقاً لنظرية الإشراف، و(2009) Abdullah & Valentine؛ وفقاً لنظرية الموارد، بينما تتفق جزئياً فقط مع نتائج (2009) Elbannan؛ (2010) Ammann *et al.* وفقاً لنظرية الوكالة؛ فباستثناء مؤشرات BSIZE و BIND و AUDICO فإن من شأن ممارسات الحوكمة أن تقلل من تكلفة رأس المال في الشركات الفلسطينية.

المتغيرات الضابطة (خيارات النمو (MB)، حجم الشركة (FSIZE)، والرافعة المالية (FLEV)، التي أضيفت إلى النموذج كون الدراسات السابقة أظهرت أهميتها في التأثير على درجة مخاطر الشركة؛ ومن ثم على تكلفة رأس المال كانت علاقتها مع كلفة رأس المال إيجابية، وبحسب (1963) Modigliani & Miller فإن تكلفة حقوق الملكية تزداد مع زيادة الرفع المالي، ويرى (1967) Baxter أن تكلفة رأس المال ترتفع أيضاً مع ارتفاع الرفع المالي، وهو ما يتوافق مع نتائج الدراسة، وبالنسبة للحجم يرى (1995) Berk أن الشركات الصغيرة تحقق عائداً أكبر، بينما يرى (2014) Tran أن هناك علاقة سلبية بين نسبة MB والعائد المتوقع.

جدول 6

نتائج تقدير النموذج الثاني

WACC1				WACC2			
Independent Variables	Coefficient	Std. Error	Centered VIF	Independent Variables	Coefficient	Std. Error	Centered VIF
AUD	0.036	0.031	2.17	AUD	0.003	0.0054	2.071
BSIZE	0.002	0.005	1.55	BSIZE	-0.0005	0.0009	1.447
AUDCO	-0.003	0.026	1.88	AUDCO	-0.0027	0.0046	1.832
FLEV	0.105**	0.049	1.49	FLEV	0.0121***	0.0026	1.379
GEND	-0.135***	0.011	1.96	GEND	-0.0447**	0.019	1.757
CEOD	-0.011***	0.0031	1.78	CEOD	-0.0071***	0.0024	1.739
BIND	0.052	0.062	1.55	BIND	-0.0023	0.0109	1.347
FSIZE	-0.016***	0.006	1.58	FSIZE	0.0012***	0.0005	1.782
BOWN	-0.070	0.055	1.66	BOWN	-0.0221**	0.0097	1.863
MB	0.072**	0.034	1.66	MB	0.0259***	0.006	1.565

تابع / جدول 6
نتائج تقدير النموذج الثاني

WACC1				WACC2			
Independent Variables	Coefficient	Std. Error	Centered VIF	Independent Variables	Coefficient	Std. Error	Centered VIF
C	0.168	0.136	NA	C	-0.0136	0.0238	NA
Observations	220			Observations	220		
R - squared	0.113			R - squared	0.2514		
Prob (F-statistic)	0.00			Prob (F-statistic)	0.00		
Durbin-Watson stat	1.579			Durbin-Watson stat	1.4801		
Fixed effects (Period dummy variables)				Fixed effects (Period dummy variables)			
Redundant Fixed Effects Tests: Period F (Prob.) = 0.00				Redundant Fixed Effects Tests: Period F (Prob.) = 0.00			
Robust Standard Errors							
*, **, ***, indicate significance at 10%, 5%, and 1%, respectively.							

النتائج والتوصيات

سعت هذه الدراسة إلى اختبار أثر ممارسات الحوكمة على تكلفة رأس المال لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وقد اختبرت بيانات تضمنت 220 مشاهدة تعود لـ 44 شركة، تمثل ما نسبته 91.7% من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وتغطي الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019. قيست الحوكمة باستخدام مجموعة من المؤشرات التي حددت بناء على ما توصلت إليه الدراسات السابقة وبناء على ما تضمنته مدونة حوكمة الشركات في فلسطين، وقيست تكلفة رأس المال من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة له.

باستخدام نماذج الانحدار، تم التوصل إلى أن ملكية أعضاء مجلس الإدارة، التركيز في الملكية، ملكية مجلس الإدارة، ازدواجية المدير التنفيذي، نسبة الإناث في مجلس الإدارة - تؤثر سلباً على تكلفة رأس المال. بالمقابل لم تظهر النتائج وجود أثر لحجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، وجود لجنة تدقيق - على تكلفة رأس المال. ويرجع ذلك إلى أن أغلبية الشركات المدرجة في بورصة فلسطين يكون أعضاء مجلس إدارتها هم أنفسهم حملة أكبر عدد من الأسهم، وهم أيضاً مديروها التنفيذيون بشكل مباشر أو غير مباشر؛ مما يجعل

علاقة الإدارة التنفيذية بمجلس الإدارة علاقة تكامل وإشراف ودعم كما ترى نظريتنا الإشراف والموارد، وليس علاقة صراع كما ترى نظرية الوكالة. وبالنسبة للمتغيرات الضابطة، فقد بينت النتائج أنه في الوقت الذي لا يوجد فيه أثر لنوع المدقق على تكلفة رأس المال، فإن هناك أثراً إيجابياً لكل من خيارات النمو، نسبة الالتزامات إلى حقوق الملكية، حجم الشركة - على تكلفة رأس المال.

بناء على ما تقدم؛ فإن الدراسة توصي بأن تتبع الشركات سياسات حوكمة، من شأنها أن تدعم العلاقة بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة لتمكينه من ممارسة دوري الإشراف وتوفير الموارد؛ مما يقلل من تكلفة رأس المال لديها، وعدم اللجوء إلى السياسات التي تفترض وجود علاقة صراع بين الطرفين؛ لأن في هذه السياسات هدراً للموارد، ولكن هذا لا يمنع قيام الشركات بتفعيل دور التدقيق الخارجي ولجان التدقيق لديها. كذلك من المفيد إصدار تشريعات وأنظمة تلزم الشركات تكوين لجان تدقيق لديها، وكذلك توفير البيئة المناسبة لتفعيل مثل هذه اللجان.

بالنسبة للدراسات المستقبلية، وبناء على ما توصلت إليه هذه الدراسة من نتائج، فإننا نوصي بالتركيز على أثر كل من الأنماط الإدارية والإطار القانوني والتنظيمي على العلاقة بين ممارسات الحوكمة وتكلفة رأس المال.

المراجع

- Abdeljawad, I., and Masri, R. M. 2020. Board Characteristics and Corporate Performance: Evidence from Palestine. *An-Najah University Journal for Research-B (Humanities)*, 34(4):745-770.
- Abdeljawad, I., Oweidat, G. A., and Saleh, N. M. 2020. Audit Committee Versus other Governance Mechanisms and The Effect of Investment Opportunities: Evidence From Palestine. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(3): 527-544.
- Abdullah, H. and Valentine, B. 2009. Fundamentals and Ethics Theories of Corporate Governance. *Middle Eastern Finance and Economics*, 4: 88-96.
- Abu Alia, M. J., and Mardawi, Z. M. 2021. The Impact of Ownership Structure and Board Characteristics on Corporate Social Responsibility Disclosed by Palestinian Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 17(2): 454-477.
- Abu Alia, M., Fattouh, B., and Abdeljawad, I. 2006. Obstacles of Auditing Profession in the Palestinian Authority's Territories as Perceived by Auditors in the West Bank. *Bethlehem University Journal*, 25: 83-109.

- AlHares, A. M. 2017. A Cross-Country Study of the Effects of Corporate Governance Mechanisms on Risk-Taking, Credit Rating and Cost of Capital (Doctoral dissertation, University of Huddersfield).
- Alia, M. A., Abdeljawad, I., and Yaaqbeh, M. 2020. Depressing Earnings Management in Palestinian Corporations: The Role of Audit Quality, Audit Committee, and Accounting Conservatism. *International Journal of Revenue Management*, 11(3): 213-236.
- Alia, M. and Branson, J. 2011. Environmental Obstacles Associated with the Adoption of IFRS in the Arab World: Evidence from Jordan. *World of Accounting Science (Muhasebe Bilim Dünyas Dergisi)*, 13(1): 23-85.
- Ammann, M., Oesch, D., and Schmid, M. M. 2011. Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1): 36-55.
- Anderson, R., Mansi, S., and Reeb, D. 2004. Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3): 315-342.
- Anwar, Z., Khan, M. K. and Danish, R. Q. 2019. Corporate Governance and Cost of Equity: Evidence from Asian Countries. *Journal of Political Studies*, 26(1): 207-230.
- Arifin, J. 2016. Corporate Governance and Intellectual Capital on Financial Performance of Bank Sector Companies: Indonesia stock exchange 2008-2012. *Journal of Administrative Sciences and Policy Studies*, 4(1): 61-82.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. and LaFond, R. 2006. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1): 203-243.
- Asmar, M., Abu Alia, M. and Ali, F. H. 2018. The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Disclosure Quality; Evidence from Companies Listed in the Palestine Exchange. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 6 (4): 48-71.
- Asteriou, D., and Hall, S. G. 2015. Applied Econometrics. Macmillan International Higher Education.
- Barako, D. G., Hancock, P., and Izan, H. Y. 2006. Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2): 107-125.

- Baxter, N. D. 1967. Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 22(3): 395-403.
- Berk, J. B. 1995. A Critique of Size-Related a Anomalies. *The Review of Financial Studies*, 8(2): 275-286.
- Black, B. S., De Carvalho, A. G., and Gorga, É. 2012. What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and other BRIK Countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4): 934-952.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., and Raheja, C. G. 2007. The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1): 66-101.
- Bozec, R.,and Bozec, Y. 2012. The Use of Governance Indexes in the Governance Relationship Literature: International Evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29: 79-98.
- Bradley, M., and Chen, D. 2014. Does Board Independence Reduce the Cost of Debt? *Financial Management*, 44(1):15-47.
- Chen, J. C., and Roberts, R. W. 2010. Toward a More Coherent Understanding of the Organization-Society Relationship: A Theoretical Consideration for Social and Environmental Accounting Research. *Journal of Business Ethics*, 97(4): 651-665.
- Coffie, W., Bedi, I., and Amidu, M. 2018. The Effects of Audit Quality on the Costs of Capital of Firms in Ghana. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(4): 639-659.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., and Donaldson, L. 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22: 20-47
- Doğan, B., and Acar, M. 2020. The Impact of Corporate Governance on Cost of Capital: An Application on the Firms in the Manufacturing Industry in Borsa Istanbul. *CES Working Papers*, 12(1): 65-88.
- Doukas, J., Kim, C., and Pantzalis, C. 2000. Security Analysts, Agency Costs, and Company Characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56(6): 54-63.
- Elbannan, M. A. 2009. Quality of Internal Control Over Financial Reporting, Corporate Governance and Credit Ratings. *International Journal of Disclosure and Governance*, 6(2): 127-149.

- Erkens, D. H., Hung, M., and Matos, P. 2012. Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. *Journal of Corporate Finance*, 18(2): 389-411.
- Estrada, J. 2001. The Cost of Equity in Emerging Markets: A Downside Risk Approach (II). *Emerging Markets Quarterly*, 5(1): 63-72.
- Gill, A., and Obradovich, O. 2012. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 91(2): 1450-2887.
- Gujarati, D. N., Porter, D. C., and Gunasekar, S. 2012. Basic Econometrics. Tata McGraw-Hill Education.
- Gul, F., and Leung, S. 2004. Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5): 351-379.
<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2004.07.001>
- Haniffa, R. and Hudaib, M. 2006. Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7): 1034-1062.
- Haniffa, R. M., and Cooke, T. E. 2002. Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus*, 38(3): 317-349.
- Hassan, S., Kayani, G. M., and Ayub, U..2018. Corporate Governance and Cost of Equity Capital Using DCAPM. *Abasyn University Journal of Social Sciences*, 11(2): 335-351.
- Kamarudin, K., Wan Ismail, W., and Samsuddin, M. 2012. The Influence of CEO Duality on the Relationship between Audit Committee Independence and Earnings Quality. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65: 919-924.
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.220>
- Kiel, G. C., and Nicholson, G. J. 2003. Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3): 189-205.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 1999. The Quality of Government. *Journal of Law, Economics, and Organisation*, 15(1): 222-279.

- Lambert, R. A., Leuz, C., and Verrecchia, R. E. 2007. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2): 385-420.
- Lorca, C., Sánchez-Ballesta, J. P., and García-Meca, E. 2011. Board Effectiveness and Cost of Debt. *Journal of Business Ethics*, 100(4): 613-631.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3): 433-443.
- Nosheen, S. and Sajjad, M.F. 2018. Corporate Governance, Disclosure Quality, and Cost of Equity: Evidence from Pakistan. *The Lahore Journal of Business*, 6(2): 63-91.
- Pham, P. K., Suchard, J. A., and Zein, J. 2012. Corporate Governance and the Cost of Capital: Evidence from Australian Companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3): 84-93.
- PMA: Palestinian Monetary Authority. 2020. Monthly Statistics. Accessed at <https://www.pma.ps/ar/Statistics//MonthlyStatisticalBulletin>.
- Rad, S. A. 2014. The Relationship Between Corporate Governance Practices and Cost of Capital in Large listed Companies of New Zealand and Singapore. Doctor of Philosophy (PhD) Doctoral, The University of Waikato, Hamilton.
- Ramly, Z. 2012. Impact of Corporate Governance Quality on the Cost of Equity Capital in An Emerging Market: Evidence from Malaysian Listed Firm. *African Journal of Business Management*, 6(4):1733-1748.
doi: 10.5897/AJBM10.1624.
- Regalli, M. and Soana, M.G. 2012. Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies. *International Journal of Business Administration*, 3(2): 1-15.
- Setiany, E., Suhardjanto, D., Lukviarman, N. and Hartoko, S..2017. Board Independence, Voluntary Disclosure, and the Cost of Equity Capital. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 6(4): 389-399.
- Shah, S. Z. A. and Butt, S. A. 2009. The Impact of Corporate Governance on the Cost of Equity: Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies. *The Lahore Journal of Economics*, 14(1): 139-171.
- Städtler, L. A. 2016. The Effect of Gender Diversification in the Board on a Firm's Cost of Capital *Doctoral Dissertation*, University of Groningen. Faculty of Economics and Business.

- Talahmeh, K. 2012. The Governance of Shareholding Companies in Palestine: Theory and Practice. *Jordanian Journal of Law and Political Sciences*, 4(3).
- Tran, D. H. 2014. Multiple Corporate Governance Attributes and the Cost of Capital-Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, 46(2): 179-197.
- Usman, M., Farooq, M., Zhang, J., Makki, M., and Khan, M. 2019. Female Directors and the Cost of Debt: Does Gender Diversity in the Boardroom Matter to Lenders? *Managerial Auditing Journal*, 34(4): 374-392.
<https://doi.org/10.1108/maj-04-2018-1863>
- Zhu, F. 2014. Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3): 393-429.

ABSTRACT

The Effect of Corporate Governance on the Cost of Capital of the Companies Listed on Palestine Exchange

Muiz Abu Alia
Islam Abduljawad
Ahmad Haj Ibrahim
Amneh Attout
Tasnim Damra

An-Najah National University, Palestine.

Financial resources are scarce; hence they should be selected and allocated optimally. Companies should compare the cost of financing resources and the return on investments to obtain efficiency. Corporate governance may influence the risks experienced by the companies and thus the risk premium required by financing providers, thereby influencing the cost of capital. This study seeks to examine the effect of corporate governance practices of Palestinian companies on the cost of capital.

Data were collected manually from annual reports. Governance was measured by a set of selected indicators according to the extant literature and the requirements of the Code of Corporate Governance in Palestine. These indicators include board independence, board size, gender diversity, an audit committee, CEO duality, board ownership and ownership concentration, whereas the dependent variable was measured by the weighted average cost of capital. Finally, a multiple linear regression panel was used for the estimation and validation of hypothesis.

The study includes 44 companies listed on the Palestine Exchange, that represent all its sectors. The financial statements of those companies were used to obtain data covering the period from 2015 to 2019. The stock prices and indices were obtained from the Palestine Exchange. The interest rates were obtained from the Palestinian Monetary Authority. The total number of observations was 220.

The results of a multiple linear regression panel indicate, on the one hand, that companies with high ownership concentration, board ownership, gender diversity, and CEO duality have lower cost of capital. On the other hand, the board independence, the board size and the audit committee were insignificant factors in affecting the cost of capital. These results are consistent with stewardship theory and resource dependence theory.

The adoption of governance patterns relevant to identification and allocation of financial resources may minimize the cost of capital. Although there are so many

studies that dealt with the governance, a piece of evidence on the relationship between the governance and the cost of capital can hardly be found and is limited to developed countries. Taking into account the different interpretations and practices of governance across countries, the generalizability of the results of these studies is questionable. This study provides new evidence out of the Palestine Exchange on the relationship between governance practices and the cost of capital.

The results of this study are related to the small and unique economy of Palestine and may be generalized only to similar economies. The results would guide management to the reduction of the cost of capital for Palestinian companies by shedding light on the governance factors that have affected this cost. Identification of these factors would have a positive impact on the harsh economic conditions of the business environment that Palestine suffers from because of the strict restrictions imposed by the occupation. Accordingly, the study calls upon companies and regulators to strengthen governance practices, particularly the increase of the presence of females in boards of directors and the stimulation of audit committees..

معز أبوعليا، حاصل على درجة الدكتوراه في المحاسبة، جامعة Vrije Universiteit Brussel في بلجيكا عام 2010، أستاذ مساعد بقسم المحاسبة بكلية الاقتصاد والعلوم الاجتماعية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين. اهتماماته البحثية في مجال المعايير المحاسبية والتدقيق والحوكمة، وله عديد من البحوث المنشورة في المجالات العالمية والمحلية (muizabualia@najah.edu).

إسلام عبد الجواد، حاصل على درجة الدكتوراه في الإدارة المالية، جامعة ماليزيا الوطنية عام 2012، أستاذ مشارك بقسم العلوم المالية بكلية الاقتصاد والعلوم الاجتماعية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين. اهتماماته البحثية: الإدارة المالية والحوكمة، وله عديد من البحوث المنشورة في المجالات العالمية والمحلية (islamjawad@najah.edu).

أحمد حاج إبراهيم، أمنة عطوط، تسليم ضمرة، بكالوريوس في المحاسبة من جامعة النجاح الوطنية.