

العوامل المؤثرة على تكلفة الوكالة في الشركات الأردنية المدرجة ببورصة عمان

د. الحسين رمضان السريتي / كلية الاقتصاد / جامعة سرت

ملخص الدراسة:

هدفت الدراسة للتعرف على أثر العوامل المتمثلة في (عمر الشركة، حوكمة الشركات، حجم الشركات، نسبة المديونية، نمو الشركة، المكافأة، نصيب السهم من التوزيعات، نمو المبيعات) على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، ولتحقيق هذا الهدف تم جمع البيانات واستخراج قيم المتغيرات الموجودة في التقارير السنوية المنشورة وفق موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية، حيث تمثل مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان والبالغ عددها 46 شركة، واشتملت عينة الدراسة على عدد 30 شركة التي تتوفر لديها البيانات المطلوبة للدراسة. وقد تم تحليل البيانات باستخدام الاختبارات الإحصائية لتحليل البيانات التي تم جمعها بواسطة البرنامج الإحصائي (Eviews7) لاختبار فرضية الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً لبعض العوامل على تكلفة الوكالة، ومنها نصيب السهم من التوزيعات، ونمو المبيعات ومكافأة أعضاء مجلس الإدارة على تكاليف الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، وإن العوامل الأخرى ليس لها تأثير على تكاليف الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول.

1. مقدمه:

تصنف تكاليف الوكالة إلى ثلاثة أنواع، تتمثل في: تكاليف المراقبة، وتكلفة التعهد والالتزام، والتكاليف الباقية، ومع وجود تضارب في المصالح بين الأطراف ذات المصلحة في الشركة، ولتعظيم قيمة الشركة فإن الأمر يحتاج إلى التقليل من التضارب المصالح بين المساهمين والإدارة من جهة، وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى، مع الأخذ بعين الاعتبار تكاليف الوكالة، باعتبار أن الإدارة لديها معلومات أكثر من المساهمين عن الشركة مما يمكنها من مراقبة تحقيق أهدافها الخاصة على حساب أهداف المساهمين، وفي هذه الحالة يتطلب الأمر دفع تكاليف يتحملها المساهمون لضمان تحقيق مصالحهم، وهذه التكاليف تمثل أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة اللازمة لضمان مراقبة الإدارة وذلك للحد من تضارب المصالح.

وإن تعرض اقتصاد بعض الدول إلى هزات اقتصادية ومالية جراء عدم التطبيق السليم لقواعد الحوكمة فيها، بحيث أصبح من الضروري وضع آليات وأدوات يمكن من خلالها مراقبة ومتابعة إدارة الشركات بفاعلية، وذلك من خلال "حوكمة الشركات" كنظام مالي وإداري، لتنظيم وتنسيق العلاقات الداخلية والخارجية للشركات، ولتحديد المسؤوليات لكل الأطراف بشكل منظم ودقيق، بهدف حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين (حمدان وآخرون، 2016).

وحيث يعتمد المساهمين والمستثمرون على التمويل بالدين (المديونية) وذلك لمراقبة الإدارة من قبل شخص آخر وهم المقرضين، حيث يضعون شروطاً عديدة لاستغلال الأصول، حيث أن التمويل بالدين يعمل على الحد من التدفقات النقدية الحرة التي يمكن أن تستغل بشكل شخصي في صورة مكافآت لى أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي تعتبر إحدى آليات لتخفيض تكاليف الوكالة. ومن جهة أخرى فإن الشركات قد تعاني من تكاليف وكالة أكبر وذلك لان الشركات ذات الحجم الكبير يتعدت عملياتها وذلك يعيق الرقابة عليها، مما يزيد من تكاليف الوكالة، على عكس الشركات الاقدم التي تمتلك الخبرة والدراية ما يمكنها من تقليص مشكلات الوكالة، ومراقبة تصرفات المديرين.

وتستخدم سياسة توزيع الأرباح للتأكيد على سلامة المركز المالي للشركة، كما من شأنه تخفيض تكلفة الوكالة، حيث يرى Jensen (1986) أن توزيع الأرباح يقلل من فرص استخدام الإدارة للنقدية في أعمال تعود بالفائدة على الإدارة وليس المساهمين، كما أضاف Belden et al (2005) أن الملاك يلجؤون إلى استخدام توزيع الأرباح للتخفيض في تكلفة الوكالة، وبذلك القيام بالتصويت على توزيع الأرباح لتخفيض النقدية الحرة لدى الإدارة لتفادي استخدام الإدارة لهذه النقدية لتحقيق مصالح خاصة، إن سياسة توزيع الأرباح في حالة انخفاض التضارب في المصالح تتم على أساس أهداف الشركة، وبما يعمل على تعظيم ثروة المساهمين وزيادة قيمة الشركة.

كما أن نمو شركة يكون بزيادة حجم الأصول فيها، وذلك يقلل من مشكلات الوكالة لأن الإدارة تعمل على تحقيق أهداف الشركة وبالتالي تعمل على تقليل من تضارب المصالح بين الملاك والإدارة. تهدف الدراسة إلى دراسة العوامل المؤثرة على تكلفة الوكالة بالشركات المدرجة ببورصة عمان مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول.

وتتبع أهمية الدراسة من خلال تقديم نموذج جديد لدراسة العلاقة بين (عمر الشركة، حوكمة الشركات، حجم الشركات، نسبة المديونية، نمو الشركة، المكافأة، نصيب السهم من التوزيعات، نمو المبيعات) لتخفيض تكاليف الوكالة، فهي تقيّد العديد من الأطراف التي لهم علاقة باستخدام التقارير المالية، حيث أن الشركات التي المدرجة ببورصة عمان سوف تستفيد من تحليل العلاقات من أجل الحد من الاضرار التي قد يتعرض لها أي طرف من الأطراف ذات العلاقة.

2. الدراسات السابقة:

- عماد (2010): (أدوات الحاكمية المؤسسية وتكاليف الوكالة الإدارية)، هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين الحوكمة وتكاليف الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام (هيكل الملكية، مجلس الإدارة، وهيكل رأس المال) كمؤشرات الحوكمة، كما تم استخدام نسبة الانتفاع من الأصول كمؤشر لتكاليف الوكالة، حيث طبقت الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان خلال (2009-2000) البالغ عددها 31 شركة، وقد توصلت الدراسة إلى أن نسبة ملكية الشركات ونسبة ملكية كبار المساهمين هي أدوات فعالة في التخفيف من تكاليف الوكالة، وأن انخفاض عدد أعضاء مجلس الإدارة وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة والفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة؛ كما أن القروض المصرفية تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة بسبب أنها تضيف طرفاً خارجياً للرقابة على الإدارة، كما أظهرت الدراسة أن هيكل الملكية أكثر فعالية في تخفيف تكاليف الوكالة في الشركات ذات معدل النمو المرتفع، في حين أن بعض خصائص مجلس الإدارة أكثر فاعلية في الشركات ذات النمو المنخفض؛ مما يعني أن طبيعة الشركة من حيث سرعة نموها تؤثر على العلاقة بين أدوات الحوكمة وتكاليف الوكالة.

- الفضل (2013)، (العلاقة بين محددات السلوك الإداري وتكلفة الوكالة للملكية ومدى تأثيرها بالأداء): هدفت الدراسة إلى معرفة علاقة بعض محددات السلوك الإداري وتكلفة الوكالة ومدى تأثير تلك العلاقة بأداء الشركة، وتم فحص ثلاثة متغيرات تمثل محددات السلوك الإدارية، وهي: (نسبة الملكية الإدارية، عدم تماثل المعلومات، نسبة المديونية)، ولتحقيق هذا الهدف فقد تم استخدام (إجمالي ما يملكه أعضاء مجلس الإدارة في رأس مال الشركة مقسوم على إجمالي رأس المال للشركة) كمقياس

لنسبة الملكية الإدارية، و(القيمة السوقية لأسهم الشركة مقسومة على القيمة الدفترية) كمقياس لمتغير عدم تماثل المعلومات، و(مجموع الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل مقسوم على إجمالي الأصول) كمقياس لنسبة المديونية، ونسبة المصاريف التشغيلية إلى إجمالي الأصول، ونسبة الانتفاع من الأصول كمقياس لتكاليف الوكالة، ومعدل العائد على الاستثمار لقياس الأداء المالي، وطبقت الدراسة على (27) شركة مساهمة موزعة على ثلاثة قطاعات، وهي: المصارف، والصناعة، والخدمات، خلال الفترة (2005-2008)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين الملكية الإدارية وتكلفة الوكالة وأن هذه العلاقة تتأثر بأداء الشركة، أما المتغيرين الأخيرين فأظهرت النتائج عدم وجود علاقة بينهما وبين تكلفة الوكالة ولا أثر للأداء على تلك العلاقة.

- زريقات وآخرون (2016): (تكاليف الوكالة والحاكمة المؤسسية)، هدفت الدراسة إلى استقصاء مدى تأثير بعض الآليات الداخلية للحكومة في تخفيض تكاليف الوكالة، وأثر كل من فرص النمو للشركة وحجم الشركة على تكاليف الوكالة، وتم استخدام (التمويل بالدين، الملكية، حجم مجلس الإدارة، المكافآت الإدارية) كمؤشرات للحكومة، كما تم استخدام نسبة الانتفاع من الأصول لقياس تكاليف الوكالة، وطبقت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان البالغ عددها (58) شركة خلال الفترة بين (2000-2003)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى التمويل بالدين وتكاليف الوكالة، كما توصلت إلى أن تكاليف الوكالة تزداد في الشركات الصناعية الأردنية عندما يكون حجم مجلس الإدارة فيها كبيرا؛ بينما تنخفض عندما يكون حجم مجلس الإدارة صغيرا، في حين توصلت إلى أن المكافآت الإدارية ترتبط بعلاقة عكسية مع تكاليف الوكالة، كما توصلت إلى عدم وجود علاقة تربط بين الملكية وتكاليف الوكالة.

- حمدان وآخرون (2016): (هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة)، هدفت الدراسة إلى معرفة دور هيكل الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف فقط تم استخدام أربعة مكونات أساسية لهيكل الملكية هي (تركز الملكية، ملكية مجلس الإدارة، الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية)، تم استخدام نسبة الانتفاع من الأصول (إجمالي المبيعات مقسوم على إجمالي الأصول) لقياس تكلفة الوكالة، حيث طبقت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة البحرين التي بلغت (31) شركة خلال الفترة (2002-2014)، وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل الملكية له دور سلبي على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين باستثناء ملكية مجلس الإدارة التي كانت لها دور إيجابي في الحد من تكاليف الوكالة.

- حمدان (2016): (البحث في مدى لجوء الشركات لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة)، هدفت الدراسة إلى معرفة مدى لجوء الشركات لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف فقد تم استخدام ريع السهم لقياس التوزيعات النقدية، ونسبة الانتفاع من الأصول، كما تم استخدام المتغيرات الضابطة (حجم الشركة، القيمة السوقية، حوكمة الشركات، الرافعة المالية، عمر الشركة)، حيث طبقت الدراسة على عينة من الشركات

المدرجة ببورصة البحرين بلغت (31) شركة خلال الفترة (2002-2004)، وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية تؤثر إيجاباً في تخفيض تكاليف الوكالة بينما كان لحجم الشركة وعمرها تأثير سلبي في تخفيض تكاليف الوكالة، أما عن علاقة المديونية بتكاليف الوكالة فقد كان للمقرضين دور إيجابي، ولكنه غير فعال في مراقبة الإدارة ودفعها نحو الاستغلال الأمثل للأصول مما يخفف من تكاليف الوكالة، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين التوزيعات النقدية وتكلفة الوكالة.

● فارس (2016): (الرافعة المالية والنمو والحجم وأثرهم في تكلفة الوكالة)، هدفت الدراسة إلى معرفة أثر كل من الرافعة المالية وحجم الشركات ومعدل النمو على تكلفة الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف فقد تم استخدام معدل دوران الأصول كمقياس لتكلفة الوكالة، ونسبة المديونية كمقياس للرافعة المالية والأصول كمقياس لحجم الشركات، والنسبة السوقية والدفترية كمقياس لمعدل النمو، وطبقت هذه الدراسة على عينة بلغ عددها (16) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (إحدى عشرة شركة صناعية وخمس شركات سياحية) خلال الفترة (2005-2014)، وتوصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على تكلفة الوكالة في شركات التصنيع؛ بينما كان لها تأثير إيجابي على تكلفة الوكالة في قطاع الفنادق، كما توصلت أيضاً إلى عدم وجود علاقة بين حجم الشركة وتكلفة الوكالة في كل من شركات التصنيع والفنادق، وتوصلت أيضاً إلى أن هناك تأثيراً سلبياً لمعدل النمو في تكلفة الوكالة في قطاع التصنيع بينما لا توجد أية علاقة لمعدل النمو في تكلفة الوكالة في قطاع الفنادق، كما أظهرت النتائج لقطاع التصنيع بأن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها تأثير سلبي في تكلفة الوكالة أما بالنسبة لقطاع الفنادق فإن الزيادة في هذه المتغيرات مجتمعة تزيد من تكلفة الوكالة.

● شبير (2017): (أثر استخدام آليات الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة)، هدفت إلى التعرف على أثر استخدام آليات الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف فقد تم استخدام خمسة متغيرات خاصة بالحوكمة تمثل نموذج الدراسة وهي: (حجم مجلس الإدارة، نسبة ملكية المديرين، الفصل بين مناصي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، التمويل بالدين، المكافآت الإدارية)، وقد تم تدعيم النموذج بمجموعة من المتغيرات الضابطة، وهي: (حجم الشركة، ربحية الشركة)، وطبقت هذه الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2011-2015) والبالغ عددها (49) شركة، وتوصلت الدراسة إلى أن تكاليف الوكالة تنخفض بزيادة ربحية الشركة، وتزداد تكاليف الوكالة بزيادة المكافآت الإدارية والرافعة المالية والفصل بين الواجبات، أما حجم مجلس الإدارة ونسبة ملكية المديرين فالا تؤثر على تكاليف الوكالة.

● شقور (2017): (العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة)، هدفت الدراسة إلى معرفة العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف فقد تم استخدام (حجم مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة وعدد اجتماعات لجنة المراجعة ونسبة الملكية المؤسسية ونسبة الملكية العائلية ونسبة تركيز الملكية ونسبة التمويل بالديون وحصص المصرف السوقية وحجم المصرف)، كما تم استخدام نسبة الانتفاع من الأصول (نسبة إجمالي الإيرادات مقسومة على إجمالي الأصول)،

ومؤشر المصاريف التشغيلية (نسبة المصاريف التشغيلية مقسومة على إجمالي الإيرادات)، ومؤشر التدفق النقدي الحر كمقاييس لتكلفة الوكالة، وطبقت هذه الدراسة على عينة من المصارف التجارية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2013-2015) والبالغ عددها 16 مصرفاً، وتوصلت الدراسة إلى أن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين وزيادة عدد اجتماعات لجنة المراجعة وزيادة الملكية المؤسسية وزيادة نسبة الملكية العائلية وزيادة نسبة التمويل بالدين وزيادة حصة المصرف السوقية، وتنخفض بزيادة تركيز الملكية وفق مؤشر دوران الأصول، كما توصلت الدراسة وفق مؤشر المصاريف التشغيلية أن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة التمويل بالدين وزيادة تركيز الملكية، وتنخفض بزيادة حجم مجلس الإدارة وزيادة نسبة الملكية العائلية، أما مؤشر التدفق النقدي الحر فإن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة مجلس الإدارة وتنخفض بزيادة تركيز الملكية.

- النجار (2018): (مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)، هدفت الدراسة إلى بيان أثر توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام الانحدار البسيط والمتعدد على أساس التباطؤ الزمني، وقد طبقت الدراسة على عينة من 30 شركة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة (2006-2016)، قد توصلت الدراسة إلى أن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة، أن الشركات تلجأ لخيار توزيعات الأرباح النقدية للتخفيف من تكاليف الوكالة، كما أن المكافآت الإدارية بنوعها المكافآت الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة، والمكافآت الممنوحة للإدارة التنفيذية، تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة.
- أبو سالم (2019): (تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة)، هدفت الدراسة إلى مدى تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة، لتحقيق هذا الهدف تم بناء مؤشر مجمع لقياس قوة المدير التنفيذي الأول من أربعة آليات، هي: (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة، استقلالية مجلس الإدارة)، حيث طبقت الدراسة على 100 شركة مساهمة مصرية مقيدة بالبورصة، وتنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة (2013-2016)، بعد ضبط التأثيرات المحتملة لكل من حجم مجلس الإدارة، حجم الشركة، التوزيعات النقدية المدفوعة، فرص النمو الشركة، الرافعة المالية (المدىونية)، على تكاليف الوكالة للشركات المساهمة المصرية، باستخدام الانحدار المتعدد، قد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وتكاليف الوكالة، وفيما يتعلق بتأثير آليات الأربعة التي يتألف منها مؤشر القوة على تكاليف الوكالة، وإلى وجود علاقة موجبة بين كل من ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، وجود أغلبية من أعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وبين تكاليف الوكالة، وإن عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة ما يمتلكه المدير التنفيذي الأول من أسهم الشركة وبين تكاليف الوكالة.

- سمور، درغام (2020): (أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين)، هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر مكونات هيكل الملكية (تركز الملكية، ملكية مجلس الإدارة، الملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية)، على تكاليف الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف قد تم اتباع أسلوب التأثيرات الثابتة لتحليل البيانات المقطعية، واسلوب تحليل المتعدد، وطبقت الدراسة على جميع البنوك المدرجة في بورصة فلسطين وعددها 6 بنوك، خلال فترة بين (2009-2018)، وقد توصلت الدراسة إلى أن كلا من متغير تركيز الملكية وملكية مجلس الإدارة يؤثران إيجاباً على تكاليف الوكالة، ويؤثر متغير الملكية المؤسسية تأثيراً سلبياً على تكاليف الوكالة، ولا يوجد تأثير لمتغير الأجنبية على تكاليف الوكالة. ومن خلال العرض السابق للدراسات يمكن حصر وتوضيح المتغيرات التي استخدمتها الدراسات السابقة والموضحة بالجدول رقم(1).

الجدول رقم(1) التعليق على الدراسات السابقة

ت	الدراسة، السنة، الفترة	تكلفة الوكالة	العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة	مكان الدراسة
1	عماد رمضان (2010) 2009-2000	نسبة الانتفاع من الأصول	حوكمة الشركات	الأردن
2	الفضل (2013) 2008-2005	<ul style="list-style-type: none"> • نسبة م. التشغيلي إلى الأصول • نسبة الانتفاع من الأصول 	نسبة الملكية الإدارية، عدم تماثل المعلومات، نسبة المديونية	الأردن
3	زريقات وآخرون (2016) 2003-2000	نسبة الانتفاع من الأصول	فرص النمو للشركة، حجم الشركة، تمويل بالدين، الملكية، حجم مجلس الإدارة، المكافأة الإدارية	الأردن
4	حمدان وآخرون (2016) 2014-2002	نسبة الانتفاع من الأصول	تركز الملكية، ملكية مجلس الإدارة، الملكية الأجنبية	البحرين
5	حمدان (2016) 2004-2002	نسبة الانتفاع من الأصول	حجم الشركة، القيمة السوقية، حوكمة الشركات، الرافعة المالية، عمر الشركة	البحرين
6	فارس (2016) 2014-2005	نسبة الانتفاع من الأصول	الرافعة المالية، حجم الشركة، معدل النمو	العراق

7	شبير(2017) 2015-2011	نسبة الانتفاع من الأصول	حجم مجلس الإدارة، نسبة ملكية المديرين، الفصل بين الواجبات، الرافعة المالية، المكافآت الإدارية، حجم الشركة، ربحية الشركة.	فلسطين
8	شقور(2017) 2015-2013	• نسبة الانتفاع من الأصول، • نسبة المصاريف التشغيلية، • مؤشر التدفق النقدي الحر	حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، عدد اجتماعات لجنة المراجعة، نسبة الملكية المؤسسية، نسبة الملكية العائلية، تركيز الملكية، التمويل بالدين، الحصة السوقية، حجم الشركة.	الأردن
9	النجار (2018) 2016-2006	• الانحدار البسيط والمتعدد	سياسة توزيعات الأرباح، مكافآت الإدارة	فلسطين
10	أبو سالم (2019) 2016-2013	• الانحدار المتعدد	حجم مجلس الإدارة، حجم الشركة، التوزيعات النقدية المدفوعة، فرص نمو الشركة، المديونية	مصر
11	سمور، درغام (2020)	• الانحدار المتعدد	تركز الملكية، ملكية مجلس الإدارة، الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية.	فلسطين

مما سبق نلاحظ أن الدراسات السابقة استخدمت المقاييس (نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات، ومعدل دوران الأصول (نسبة الانتفاع من الأصول)) كمقاييس لتكلفة الوكالة عدا دراسة النجار(2018)، ودراسة أبو سالم (2019)، ودراسة سمور، درغام (2020)، ولذا تم الاستناد على هذه المقاييس في الدراسة الحالية باعتبارها مقاييس متعارف عليها، وتعتبر المقاييس الأكثر شيوعاً، كما تم الاعتماد على العوامل التالية (حجم الشركات، نسبة المديونية، حوكمة الشركات، نمو المبيعات، نصيب السهم من التوزيعات، المكافأة، نمو الشركة، عمر الشركة)، وتم الاستناد في ذلك على ما تم تناوله في الدراسات السابقة.

3. نظرية الوكالة:

ظهرت نظرية الوكالة بشكل رسمي في بداية السبعينات من القرن الماضي، حيث إن المفاهيم التي تستند إليها هذه النظرية تعود إلى الاقتصادي المعروف (Adam Smith)، ويعود أساس النظرية إلى أن سلوك الإدارة قد يتسم بالأنانية وذلك بسبب محاولة الإدارة تحقيق مصالحها على حساب مصالح المساهمين، وهو ما يضر بثروتهم (زريقات وآخرون، 2016).

وجاءت نظرية الوكالة لتفسير آلية العلاقة التعاقدية بين صاحب الشركة والمديرين بالشركة مع التركيز على تعارض المصالح بين الأطراف ذات العلاقة بالشركة، وإن هذا التعارض في المصالح قد نتج عنه سعي بعض الأطراف إلى تحقيق مصالحها على حساب باقي الأطراف، حيث يتوقع أن تأتي عملية اختيار السياسة المحاسبية للشركة متأثرة بالأهداف الذاتية للإدارة، بصرف النظر إذا ما كانت تلك الأهداف متوافقة أو غير متوافقة مع أهداف الملاك، حتى لو كان ذلك على حساب التمثيل الصادق للأحداث والعمليات من ناحية تقديم المعلومات (شرقي، 2015).

أي أن نظرية الوكالة يتم من خلالها النظر إلى الشركة على أنها تتمثل في مجموعة متداخلة من العلاقات التعاقدية بين عناصر الإنتاج المختلفة، وأن هناك علاقة وكالة تنشأ عندما يتم التعاقد بين طرف معين أو أكثر (الأصيل) وبين طرف آخر هو (الوكيل)، لأداء بعض الخدمات نيابة عنه، وتفويض اتخاذ القرار، وتحدد قيمة الشركة من وجهة نظر نظرية الوكالة في ضوء مجموعة التعاقدات التي تتم بين الملاك (الأصيل) وبين المديرين (الوكيل)، ويتكون نموذج الوكالة من الأصيل الذي يفوض بعض أو كل سلطات اتخاذ القرار إلى الوكيل وهذا يؤثر على مخرجات الشركة (شبير، 2017).

وتعرف نظرية الوكالة بأنها: "إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني. وتنشأ علاقة الوكالة عندما يفوض (يوكل) شخص معين (أو مجموعة من الأشخاص) يسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة عن الأصيل" (خنفر، 2017، ص20).

4. مشاكل الوكالة:

إن مشاكل الوكالة تنشأ من تضارب مصالح كل طرف، وخاصة بين الملاك والإدارة، حيث يسعى كل طرف إلى تعظيم منفعته، كما أن التفويض من المالك للوكيل ينتج عنه بعض المشاكل المتعلقة بكيفية الرقابة والمحاسبة، هذه المشاكل تتمثل فيما يلي: مشكلة تضارب المصالح: إن الوكيل والأصيل يتميزان بالتصرف الرشيد، ويقصد بذلك أن كلا منهما يهدف إلى تعظيم منفعته المتوقعة، إذ يعد ذلك بمثابة هدف يفسر تصرفات كل منهما، فالمالكون سيعملون من أجل تعظيم ثروتهم وتحقيق مصالحهم؛ وذلك بالحصول على العائد المالي المتوقع والذي سيتولد من استثماراتهم في المؤسسة بواسطة المديرين، أما المديرين فسوف يعملون على تحقيق مصالحهم الذاتية بتعظيم عائدهم ولو كان ذلك على حساب مصلحة المالكين، فالمصالح الذاتية للمدير باعتبار الوكيل تمثل مكونات العائد المتوقع الذي ستحصل عليه الشركة، وهي إحدى الدوافع والمؤثرات السلوكية للإدارة العليا، وقد تكون هذه المصالح جارية أو مستقبلية، كما أنها تتضمن منافع مالية وغير مالية (صالح، 2017).

مشكلة الاختيار العكسي: إذا كانت نظرية الوكالة تدرس العلاقة بين الإدارة والملاك، أي المشاكل التي يمكن أن تنشأ عن العقد المبرم بين الملاك والإدارة وأساليب حلها، فإن النظرة الجديدة تدرس العلاقة بين الإدارة ومستثمر محتمل، وفي هذه الحالة تختلف المعلومات بين الطرفين أي أن المعلومات الموجودة عند المديرين تكون غير متاحة للمستثمرين المحتملين وهذا ما يعبر عنه بالاختيار العكسي. هذا المشكلة تظهر نتيجة قدرة الوكيل على إخفاء بعض المعلومات أو إعطاء معلومات خاطئة أو مضللة (أم كلثوم، 2014).

مشكلة عدم تمثيل المعلومات: أشار صالح (2017) إلى أنه يتوافر للوكيل (الإدارة) كل المعلومات المتاحة عن الشركة من واقع معاشسته اليومية لها، ويستخدم الوكيل هذه المعلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو كانت تعارض مصلحة الأصيل (الموكل)، ومن الممكن أن تفصح الإدارة عن بعض هذه المعلومات وتخفي البعض الآخر، أو تقدم المعلومات بطريقة تجعل الأصل (المالك) يقيم مجهوداته في أفضل صورة ممكنة، أو في وضع أفضل مما لو توفره كل المعلومات للأصيل، وعليه فإن مشكلة المعلومات المستخدمة تؤثر على كم ونوع المعلومات المقدمة من الوكيل إلى المالك، هذه من جهة ومن جهة أخرى فإن ضعف نظم المعلومات المستخدمة تؤثر على نوع المعلومات مما يؤدي إلى عدم دقة القرارات المتخذة.

مشكلة تحمل المخاطر (المخاطر الأخلاقية): وتعرف بأنها تلك الأفعال التي يحاول من خلالها الوكيل تعظيم المنافع الذاتية، بشكل يضر بالآخرين، ولا يتحمل مخاطر أو نتائج تصرفاته بشكل متكافئ مع موكله، وتكون المخاطر الأخلاقية بتلك الظروف التي لا يستطيع الموكل خلالها التأكد من أن الوكيل يقدم أقصى جهد لديه ويعمل بأقصى عناية ممكنة لمصلحة الموكل، وعليه تنشأ مشكلة الوكالة من تعرض الموكل للخسارة نتيجة لتصرفات الوكيل، وعدم بذله الجهود الكافية لتعظيم عائد الموكل، وما يزيد من فرص حدوث هذا الأمر هو أن الموكل ليس لديه وسائل الرقابة المباشرة لقياس مجهودات الوكيل، وأن تكاليف الرقابة عالية، كما أن هذا الأخير لديه المعلومات وبالتالي سيستغل الفرصة للبقاء في منصبه أطول مدة ممكنة، وهو ما يطلق عليه (تجدر الوكلاء) (هاجر، 2014).

5. تكلفة الوكالة:

إن العلاقة التعاقدية بين الملكية والإدارة التي تقوم على أساس الفصل بينهما أوجدت مشاكل عديدة تمثلت بمشكلة الوكالة، وهذه المشكلة تتفاقم تباعاً بسبب عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي دعا الإدارة إلى البحث والسعي نحو مصالحها، وهذا قد يؤثر بشكل سلبي على قيمة الشركة، وفي اتجاه مضاد فقد قام المالكون باتخاذ إجراءات أمان ورقابة من خلال آليات اتخذوها على سلوكيات الإدارة؛ مما حمل الشركة تكاليف إضافية عرفت (تكاليف الرقابة)، وهناك تكاليف أخرى إضافية تتمثل بتكاليف إعداد التقارير التي تقدم للمالكين وتعرف (تكاليف الربط)، حيث يعتبر الهدف الأساسي لهذه التقارير تحد بشكل كبير من مشكلة الوكالة، ولكن التوافق لا يحدث بشكل كامل إذ إنه يوجد هناك انحرافات متبقية تؤدي إلى خسائر لا بد منها، تسمى بالخسائر المتبقية، أي توجد ثلاثة أنواع من التكاليف مجموعها يعرف بتكاليف الوكالة (زريقات وآخرون، 2016).

وأشار شبير (2017) إلى أن تكاليف الوكالة تتمثل في الآتي:

1- تكاليف المتابعة والإشراف: هي تكاليف منققة من قبل الأصيل لعملية الرقابة ومراقبة السلوك مثل (تكاليف القياس والملاحظة).

2- تكاليف المنع: وهي تنتج عن وجود دوافع لدى الإدارة، تقوم بإنفاق ضمانات على ألا تقوم ببعض التصرفات، وبغض النظر عن كل هذه التكاليف التي تنفق فإنه لا يمكن أن تتطابق هذه التصرفات مع الملاك.

3- التكاليف والخسائر الباقية: حيث تعتبر الاختلافات بين التصرفات بمثابة الخسائر المتبقية.

5.1 علاقة تكلفة الوكالة بهيكل الملكية:

يقوم بعض فئات المساهمين رقابة فعالة على أداء المديرين في سبيل تخفيض تكاليف الوكالة ومنها ما يعرف بالملكية. إن تركيز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين يعمل على وضع إجراءات أكثر صرامة في مراقبة تصرفات الإدارة، حيث توجد عدة أنواع للملكية منها تركيز الملكية بحيث يملك الشركة شخص واحد فقط، والملكية الغير مركزة حيث يوجد عدد كبير من الملاك وهذا النوع يتمثل في الشركات المساهمة، وبين النوعين توجد أنواع أخرى من الملكية حسب عدد الملاك مثل: الشركات

العائلية ويعتبر هذا النوع شائعا بشكل واسع، حيث إن الشركات تساهم بشكل كبير في اقتصاديات العديد من الدول المتقدمة، فضلا عن أهمية هذا النوع من الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة، حيث تدعى نظرية الوكالة بأن الملكية تعزز قدرة المساهمين في مراقبة إدارة الشركة، ومنعها من اتخاذ القرارات التي تخدم المصالح الذاتية للإدارة، والتي تؤثر سلبا على أداء الشركة، أن فمما سبق يمكن أن يكون صحيحا في بعض البيئات ذات البنية التشريعية القوية التي تحمي مصالح الأقلية من المساهمين، ولكن في بيئة تشريعية ضعيفة لا تساهم في حماية الأقلية من أصحاب المصالح في الشركة، وعندما سيصبح التركيز ذا تأثير سلبي على أداء الشركة.

كما يوجد أنواع أخرى من الملكية تتمثل في الآتية:

● ملكية مجلس الإدارة:

إن العلاقة بين ملاك الشركة ومديريها تؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة، فإن فالمديرون قد لا يعملون لصالح الملاك بقدر ما يعملون لصالحهم، مثل: الإسراف في تخصيص العلاوات لأنفسهم، واختيار الفرص الاستثمارية بناء على مصالحهم الذاتية، وغيرها من الأساليب التي من شأنها زيادة ثروة المديرين على حساب الملاك، ومراقبة هذا السلوك من قبل الملاك يحتاج إلى تكاليف من أجل الحفاظ على حالة التوازن بين مصالح المديرين والملاك، وقامت دراسة (Ang et al, 2000) على التساؤل فيما إذا كان هناك فرق في تكاليف تشغيل الشركة والاستفادة من أصولها بين شركات لا تتحمل أية تكاليف وكالة، وهي التي تدار من قبل ملاكها فقط، وبين شركات أخرى تدار من قبل غير ملاكها والتي يتم فيها الفصل بين الملكية والإدارة، ففي الشركات التي تدار من ملاكها فقط لا يوجد هناك فصل بين الملكية والإدارة، فإن كافة القرارات تصب في مصلحة الملاك، أما الشركات الأخرى التي يتم الفصل فيها بين الإدارة والملكية، ويكون للمديرين نسبة منخفضة من الملكية فإن المديرين يسعون إلى الإفراط في استهلاك العلاوات، واستهلاك مصروفات شخصية كبرى، مقابل بذل جهد أقل جهد لتحقيق مصلحة الشركة (حمدان وآخرون، 2016).

● الملكية المؤسسية:

توفر الملكية من خارج الشركة (الملكية المؤسسية) وسيلة إضافية لمراقبة تصرفات الإدارة، حيث إن أصوات المستثمرين من المؤسسات غالبا ما تدعم عدم سيطرة فئات من حملة الأسهم على قرارات الشركة، ومعارضة أية قرارات قد تبدو في غير صالح الملاك، كما أن للمستثمرين من المؤسسات حافز قوي للبحث عن الشركات التي تتميز بأنها ذات حوكمة مؤسسية مرتفعة، ولزيادة فاعلية هذا النوع من الملكية فإنه يحتاج إلى وجود أسواق مالية متقدمة، وتشريعات فعالة تحكم العلاقة بين أصحاب المصالح (حمدان وآخرون، 2016).

● الملكية الأجنبية:

يواجه المستثمرون الأجانب العديد من المخاطر، وعلى وجه الخصوص عند استثمارهم في الشركات التي تقع في دول متقلبة، وتتضمن هذه المخاطر: التقلبات السياسية، ونقص المعلومات أو ما يعرف بعدم تماثل المعلومات، ونقص التشريعات التي تحمي المستثمرين.

إن الاستثمار الأجنبي يشكل ضغطاً كبيراً على الإدارة لتعديل سلوكها نحو خدمة مصلحة الملاك، نظراً للقدرة الكبيرة لدى المستثمرين الأجانب على مراقبة تصرفات الإدارة لامتلاكهم الخبرة الكافية، وبالتالي فالعلاقة عكسية بين الملكية الأجنبية وتكاليف الوكالة، ولكن جهة أخرى فإن البعد الجغرافي لهؤلاء المستثمرين، ونقص ما لديهم من معلومات قد لا يمكنهم من مراقبة تصرفات الإدارة؛ مما قد ينتج عنه ارتفاع في تكاليف الوكالة (محمدان وآخرون، 2016).

ويرى يوسف (2009) بأن العلاقة بين الأصل الذي يقدم رأس المال ومتطلبات أخرى ممثلة في قيمة الشركة، وبين الوكيل الذي يقدم جهده ويسعى كل منهما لتعظيم المنفعة في نهاية الفترة المالية، حيث تتمثل منفعة الأصل في قيمة الشركة في نهاية الفترة، أما منفعة الوكيل فتتمثل في قيمة الحافز الذي يتحصل عليه، وينبع المفهوم المالي لنظرية الوكالة من مصادر ثلاثة، هي:

- الملكية الجزئية للشركة بواسطة بعض المديرين.
- التمويل الخارجي للشركة والعلاقة بين الحافز الذي قد يمنح لحاملي الملاك والعائد لحاملي السندات.
- تخصيص الموارد مما يؤثر على المنفعة المتوقعة لكل من الأصل والوكيل ومدى اتساق المعلومات المحاسبية لغرض اتخاذ القرارات والمفاضلة بين التخطيط الموضوعية.

الفرضيات الخاصة بنظرية الوكالة:

هناك فرضيات متعلقة بنظرية الوكالة، وهي:

● فرضية كفاءة السوق:

من فرضيات نظرية الوكالة قيمة الأدوات المالية في السوق مثل الأسهم، ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية، ويتم الحصول على المعلومات المالية الخاصة بكفاءة السوق من خلال تقارير الشركات المالية وتعتمد فرضية كفاءة السوق على إمكانية تحديد القيمة الخاصة بالشركة عن طريق قيمة أسهمها، وتقسّم هذه الفرضية إلى ثلاثة أنواع (شبير، 2017):

- كفاءة السوق الضعيف: هي الكفاءة التي تستخدم أسعار الأسهم من أجل معرفة المعلومات التاريخية الخاصة في حجم تداول الأوراق المالية، مع متابعة الفوائد قصيرة الأجل والمتغيرات الأخرى، وفي هذا النوع لا يمكن للمستثمر أن يحقق عوائد مالية مقابل معلومات الأسعار المتوفرة.

- كفاءة السوق شبه القوي: هي الكفاءة المرتبطة بأسعار السوق الخاصة بالأوراق المالية، والتي تساعد على توفير المعلومات التاريخية والجديدة، وتتضمن كافة السياسات المالية الخاصة بالشركات، إذ يعتمد السوق شبه القوي على استخدام المعلومات الخاصة في السوق الضعيف، لذلك لا يستطيع المشاركون في هذا السوق تحقيق العوائد المالية المعتادة من خلال تحليل المعلومات المتوفرة أو الجديدة، ولكن عندما يتم توفير معلومات أسعار أوراق المالية بشكل محدود فمن الممكن تحقيق عوائد مالية ممتازة من خلال شراء أو بيع الأوراق المالية بعد الإعلان النهائي عن المعلومات الجديدة.

- كفاءة السوق القوي: هي الكفاءة التي تعمل على توفير كافة المعلومات المالية عن كل الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تحقيق استجابة سريعة من قبل أسواق الأوراق المالية للمعلومات المتوفرة عند المتعاملين معها، ويعمل ذلك على ظهور ردود أفعال سريعة من المستثمرين من خلال الاستعانة بالتحليل المالي.

● فرضية التصرف الرشيد:

من فرضيات نظرية الوكالة هو سعي وكلاء الأعمال إلى تعظيم مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين في الشركات، إذ إن الوكلاء يستطيعون العمل على تحقيق مصلحتهم الشخصية وتفضيلها على المصلحة الخاصة للمساهمين، بسبب اختلاف الأهداف بينهم (شبير، 2017).

● فرضية اختلاف التفضيلات:

هي الفريضة المرتبطة بالاختلاف بين تفضيلات المديرين والمساهمين، إذ يسعى المساهم إلى أن يبذل المدير أكبر جهد ممكن مقابل حصوله على أجر مناسب، بينما يسعى المدير إلى تحقيق المنفعة الخاصة عن طريق الحصول على أكبر كمية من الحوافز والمكافآت مع تقديم جهد أقل (شبير، 2017).

● فرضية تحمل المخاطر:

تشير هذه هي الفريضة إلى اختلاف المواقف الخاصة بين المديرين والمساهمين اتجاه المخاطرة، إذ غالباً ما يكون المساهم محايداً في التعامل مع المخاطرة، بعكس المدير الذي يحرص على تجنبها أو الابتعاد عنها، ولذلك فمن الواجب على المساهمين تشجيع المدير حتى يتحمل كل جزء من المخاطرة، من أجل حماية مصالحهم من التعرض للأضرار، والتي تؤثر لاحقاً على مصالح المدير، ويعني هذا الشيء تحقيق المشاركة في تحمل المخاطرة (شبير، 2017).

● فرضية عدم تشابه المعلومات:

هذه الفرضية تفترض أن صاحب العمل غير قادر على متابعة كافة الأعمال الإدارية ومراقبتها، وأنها لا تتشابه مع الأعمال المفضلة عنده، ويحدث ذلك بسبب الاختلاف بين أهداف المدير وصاحب العمل، أو نتيجة لتقديم المدير معلومات تخدع صاحب العمل (شبير، 2017).

6. حوكمة الشركة:

مع تزايد الأزمات المالية العالمية والاقتصادية، واتساع حجم الأسواق واشتداد المنافسة، أصبح من الضروري على الشركات التكيف مع كل هذه الأوضاع من أجل البقاء والاستمرار، وذلك باستخدام الأساليب والآليات التي تمكنها من تحقيق منافعها، ومن هذه الأساليب حوكمة الشركات (صالح، 2017).

إن حوكمة الشركات تعتبر أحد أهم المواضيع الحديثة في المجال المالي والمحاسبي، نظرا لما تمثلها من عنصر أساسي لتنمية الاقتصاد الوطني ولذا وجب تنميتها وإبعادها عن خطر الانهيار انطلاقا من ضمان مصالح وأهداف الأطراف المتعاملة فيها ومعها (حسيبة، ماس، 2018).

وهي: "مجموعة من الآليات التي تدار بها العلاقة بين مختلف الأطراف ذات العلاقة بالشركة، بما يضمن تحقيق العدالة والشفافية ومصالح مختلف تلك الأطراف" (حمدان، 2014، ص66).

كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organisation for Economic Co-operation and Development(OEOD)) بأنها: "مجموعة العلاقات التي تربط بين كل من إدارة الشركة ومجلسها الإداري ومساهميها والأطراف الأخرى ذات المصلحة" (إلياس، 2015، ص11).

7. عمر الشركة:

يقاس عمر الشركة بعدد السنوات التي باشرت الشركة بها أعمالها منذ التأسيس ويعتبر عمر الشركة هو المقياس الأساسي لسمعة الشركة، والذي يعطي مؤشرات على قدرة الشركة على الاستمرارية وبالتالي قدرتها على الحصول على قروض (خنفر، 2017).

8. حجم الشركة:

لدى الشركات الصغيرة والجديدة قدرة محدودة على الافتراض وعلى التمويل بإصدار أسهم، والسبب أن هذه الشركات لا تكون معروفة جيدا من المستثمرين في الأسواق المالية، لذلك تعتمد مثل هذه الشركات على الأرباح المحتجزة كمصدر التمويل الرئيس بالملكية، ويكون لديها اتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح، أما الشركات الكبيرة فهي تمتلك فرصا كبيرة للوصول إلى الأسواق المالية الداخلية والخارجية ومن ثم فهي أقل اعتمادا على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها (حمدان، 2014).

9. المديونية:

هو نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول في الشركة، وبما أن تكلفة الدين أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن زيادة الدين بسبب ارتفاع نسب الرفع المالي لا بد وأن تؤثر في المعدل الموزون لتكلفة التمويل الكلية ليؤدي بها إلى الانخفاض،

ويعرف المهتمون بالفكر المالي شكل العلاقة بين المعدل الموزون لتكلفة التمويل وقيمة الشركة السوقية، إن النطق التحليلي يشير على أنه كلما زاد الضغط على المعدل الموزون لتكلفة التمويل الكلية كلما ارتفعت القيمة السوقية (الزبيدي، سلامة، 2014).

أنه عندما ترتفع نسبة الديون في الهيكل المالي للشركة فحتماً ستترفع مخاطر الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة ويرتفع بذلك معدل الفائدة على الديون، وكذا الضمانات المطلوبة وبالتالي ترتفع تكلفة التمويل مما يؤثر سلباً على قيمة الشركة، فتكلفة الوكالة ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية في الشركة مما يجعل الشركة تبحث عن النسبة المثلى لتوزيع الأرباح للتقليل من مشكلة الوكالة (عبد القادر، عيسى، 2016).

ووفقاً لنظرية الوكالة فإن التوزيعات المرتفعة للأرباح ترتبط بنمو التمويل الخارجي ذوي التكاليف المنخفضة، فالشركات تقارن بين تكلفة التمويل الداخلي والخارجي، وتلجأ إلى توزيع أرباحها والاستعانة بالتمويل الخارجي ذي التكلفة المنخفضة، حيث إن توزيعات الأرباح تساهم كذلك في تخفيض تكاليف الوكالة، ومن ثم تسهيل الحصول على التمويل الخارجي عبر تسكين نزاعات الوكالة وتحسين عملية الإفصاح عن المعلومات (حمدان، 2016).

وإن الرفع المالي (المديونية) يقوم على مبدأ تحسين الربحية عن طريق الاقتراض بتكلفة ثابتة منخفضة نسبياً، وتشغيل الأموال المقترضة في عمليات الشركة لتحقيق عائد أفضل من تكلفة الاقتراض، بافتراض أن لدى الشركة القدرة على تحقيق ذلك، ويعود السبب في انخفاض تكلفة الاقتراض لكونه أقل خطراً من وجهة نظر المقرض (عليوي، 2019).

10. نسبة المديونية:

ويطلق الرفع المالي (نسبة المديونية) على أي اقتراض أو استخدام لأدوات المالية ينتج عنه تضخيم أثر الأرباح والخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم في وصف نسب المديونية؛ فكلما زادت نسبة المديونية زاد تأثير الرفع المالي على أرباح الشركة، وتعد هذه النسب من أكثر أدوات المراقبة، وتساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين (الصبيحي آخرون، 2018).

11. نصيب السهم من التوزيعات:

يعتبر قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي يمكن أن تؤثر على القرارات كاستثمار وغيرها، فالأرباح هي المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات، حيث إن سياسات توزيع الأرباح تختلف باختلاف القوانين في الدول الذي تتواجد فيها الشركات، فاختلاف القانون يعني اختلاف درجة حماية المستثمرين، والضرائب، والقضاء،... الخ، فالبلدان التي تعطي حماية أكثر للمستثمرين تكون فيها نسب توزيع الأرباح مرتفعة مقارنة بباقي الدول (عبد القادر، عيسى، 2013).

حيث إن توزيعات الأرباح لها تأثير واضح في تخفيض تكاليف الوكالة، من خلال تخفيض التدفقات النقدية التي يمكن للإدارة استغلالها في مشاريع غير كفؤة، إن توزيعات الأرباح تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة من خلال إعادة أموال المساهمين إليهم

ومنع المديرين من استغلالها لمصالحهم الخاصة، إذ إن القيام بالتوزيعات يمكن أن يجرم المديرين من استغلال الفوائد المالية في تحقيق مصالحهم الخاصة، كما يدفع بالشركة نحو الاعتماد على التمويل الخارجي مما يساهم في زيادة رقابة المقرضين والسوق المالية للشركة (حمدان، 2016).

1.11 أشكال سياسة توزيع الأرباح:

عند تشكيل توزيع الأرباح فإنه يجب على الشركة أن تأخذ بعين الاعتبار الأموال الكافية لدفع الأرباح وتعظيم ثروة المساهمين في الشركة، وهناك شكلان من توزيعات الأرباح، وهي كما يلي:

1- التوزيعات النقدية: ينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى ثلاثة أنواع (فنون، 2013):

- سياسة نسبة توزيعات الأرباح الثابتة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح.
- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية.
- سياسة توزيع الأرباح المنخفضة والمتزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقيق أرباحا عليا من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة.

2- التوزيعات في شكل أسهم: وينقسم هذا النوع بدوره إلى نوعين (فنون، 2013):

- توزيعات أرباح على شكل أسهم مجانية: يقصد بها إعطاء المستثمر عددا من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، ويحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة، ويكون هذا النوع من التوزيعات الشكل الآخر لإعادة الرسمة أو الهيكلة.

إعادة شراء الأسهم العادية: قد تلجأ الشركة في بعض الأحوال إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية وهي: عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق، ويعتبر الحافز من هذه العملية هو الحصول على الأسهم؛ وذلك لدمج شركات أخرى أو امتلاكها ومن جهة أخرى لتفادي سيطرة شركات أخرى أو استيلائها على الشركة.

12. نمو الشركة:

تحتاج الشركات التي تنمو بمعدلات سريعة إلى تمويل كبير لمواجهة حاجات التوسع، وستعتمد مثل هذه الشركات إلى الاستفادة من مصادر التمويل كافة، واحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح لتوفير حاجات التمويل بالملكية (حمدان، 2014) ولهذا يمكن التعبير عن نسبة النمو المتوقع للشركة من خلال عدة مؤشرات أهمها: نسبة نمو عدد الموظفين، أو نسبة النمو في مبيعات الشركة، أو نسبة النمو في مجموع الأصول، أو نسبة المصاريف الرأسمالية إلي مجموع الأصول، أو نسبة مصاريف الأبحاث والتطوير إلى مجموع المبيعات، أو نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لرأس المال الشركة (خنفير، 2017).

ويعبر عن نمو الشركة في بعض الحالات بأنه زيادة حجم الأصول من سنة إلى أخرى، ويمكن التعبير عن النمو بمعادلات في محاولة لقياسه بصورة أقرب إلى الدقة، حيث يمكن التعبير عن النمو من خلال قياس معدل النمو الداخلي، وفي هذه الطريقة يكون النمو معتمدا بشكل كامل على التمويل الداخلي من دون تدخل للتمويل الخارجي، حيث يعتمد بشكل أساسي على الأرباح المدورة (بني خلف، 2017).

13. مكافأة أعضاء المجلس:

إن مكافأة أعضاء مجلس الإدارة تضم منافع نقدية كالقروض المجانية، أو ذات نسب الفائدة المنخفضة، وتعويضات عينية (سكن وظيفي، سيارة عمل،... إلخ) فهي تشكل دخلا حقيقيا للمديرين، وهذه التعويضات لا تكافئ أبدا قدراتهم التسييرية، ولكنها ناتجة ببساطة عن وضعيتهم داخل الشركة، فهي تعكس سلطتهم ونفوذهم، الأمر المهم كون هذه التعويضات والمزايا تضم خاصية قوية تهتم المديرين، وهي كونها لا تخضع للضريبة، ولا تكون محل الرقابة من المساهمين الذين يمتلكون معلومات أقل حولها، أقل بكثير من المعلومات التي يملكونها حول المكافآت المباشرة للمديرين التنفيذيين (شرقي، 2015).

حيث تقوم لجنة المكافأة بتوجيه النصح بخصوص مستويات المكافأة المناسبة للمديرين التنفيذيين في ظل مستوى الأداء والتحفيز وحالة التسويق والعوامل الداخلية والخارجية (إلياس، 2015).

إن إحدى الآليات المهمة التي يلجأ إليها ملاك الشركة لتخفيض تكاليف الوكالة هي تخفيض ما لدى المديرين من تدفقات نقدية حرة، عبر تصويتهم بتوزيع الأرباح لتفادي استغلال الإدارة لها في تحقيق مصالحها الشخصية، فإن الملاك هم من سيقرون كم من العوائد سوف تستثمر، وكم سيقتني منها للاستغلال التشغيلي للشركة، كما أن دفع التوزيعات النقدية سوف يضع الشركات ذات النمو والتدفقات النقدية المرتفعة تحت مزيد من الرقابة من قبل أسواق المال (حمدان، 2016).

13. القيمة السوقية للشركة:

يمكن التعبير عن القيمة السوقية للشركة، بالقيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتم تحديد القيمة السوقية للشركة من خلال تحديد قيمة حملة أسهمها، وجزت العادة على استخدام سعر السوق للأسهم العادية كقياس للثروة (سهلية، بوكثير، 2017).

حيث إن المستثمرين ينظرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط الشركة. فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للشركة، ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة إلى أخرى يمكن أن تترك انطباعا إيجابيا لدى المتعاملين في سوق رأس المال عن فاعلية أداء الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة (شراب، 2006).

14. منهجية الدراسة:

تم الاعتماد على التقارير المالية للشركات عينة الدراسة، حيث تم جمع البيانات واستخراج قيم المتغيرات الموجودة بالتقارير السنوية وفق موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية على شبكة الإنترنت (<http://www.sdc.com> <http://www.ase.com>) و(<http://www.mubasher>)، ويمثل مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان والبالغ عددها (46) شركة، واشتملت عينة الدراسة على عدد (30) شركة، والتي تتوفر لديها البيانات المطلوبة للدراسة.

تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panal Date) أو بما تسمى (البيانات الطولية أو المختلطة) وهي مزيج من بيانات السلاسل الزمنية (Time Series) والبيانات المقطعية (Cross-Sectional)، حيث يتم فيها جمع بيانات الظاهرة محل الدراسة وهي مجموعة من الشركات المساهمة لمدة فترة زمنية معينة (8) سنوات، وتكتسب النماذج أهميتها نظراً لأنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء، وعندما تكون المشاهدات المقطعية مقاسة لنفس الفترات الزمنية فعندئذ يطلق على البيانات الطولية بأنها بيانات طولية متزنة (Balanced Panel Date)، وفي حالة المشاهدات المقطعية التي لم تقس للفترة الزمنية نفسها فيطلق عليها البيانات غير المتزنة (Unbalanced Panel Date) (آل جمال، 2012)، ويتفوق تحليل البيانات المختلطة على تحليل بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية المنفردة بالعديد من الإيجابيات يمكن إجمالها في الآتي (العبدلي، 2011):

- التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات الزمانية أو المقطعية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.
- تتضمن البيانات المختلطة محتوى معلوماتياً أكثر من تلك التي في البيانات المقطعية أو السلاسل الزمنية، مما يعني الحصول على تقديرات ذات ثقة عليا، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر فإن البيانات المختلطة تتميز عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وبكفاءة فضلى.
- تأخذ في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس والاختلاف غير الملحوظ والخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

وتأتي نماذج البيانات المختلطة في ثلاثة أشكال رئيسية هي: (الشوريجي، 2011؛ آل جمال، 2012)

1- نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model (PRM)): يعتبر هذا النموذج من نماذج البيانات المختلطة، حيث تكون فيه معاملات الانحدار المقدرّة ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى آخر يهمل تأثير البعد الزمني في هذا النوع من النماذج.

2- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model (FEM)): يهدف استخدام نموذج التأثيرات الثابتة لمعرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (سلوك كل شركة) على حدة، يجعل معلمة الحد الثابت بالنموذج تختلف من شركة إلى أخرى مع بقاء معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة الثابتة لكل شركة، ويرجع السبب في إدخال الآثار الثابتة للشركة في النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملحوظة التي تؤثر على المتغير التابع ولا تتغير مع الزمن، حيث يفترض عدم حدوث تغير في هذه المتغيرات على الأقل خلال الفترة الزمنية للدراسة، وتمثل الآثار الثابتة في كافة

العوامل الثابتة غير الملاحظة والتي تختلف من شركة إلى أخرى في شركات العينة محل الدراسة، ومن ثم فإن النموذج يعكس الفروق أو الاختلافات بين الشركات المكونة للعينة.

3- نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model (REM): يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نمودجا ملائما في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات العشوائية.

ومن خلال ما تقدم حول نماذج البيانات المختلطة يتبين وجود ثلاثة نماذج انحدار يمكن تقديرها، وبناء عليه فيمكن تقدير النماذج الثلاثة ولكن الأهم من ذلك هو تحديد النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة، والآتي توضيح للاختبارات التي تم إجراؤها لتحديد أفضل النماذج التي تم استخدامها في الدراسة.

• تطبيق اختبار كلا من (WALD and HAUSMAN):

يتم تطبيق اختبار (Wald) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، حيث يعبر معنوية مربع كاي لهذا الاختبار بأن نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) هو أفضل ملاءمة من نموذج الانحدار التجميعي (PRM) وبالتالي تتم المقارنة بين نموذج التأثيرات العشوائية والثابتة وذلك عن طريق اختبار (HAUSMAN)، حيث يهدف هذا الاختبار إلى المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والعشوائية، وتقرب دالة (Hausman) من توزيع مربع كاي بدرجات حرية مقدارها (K)، ويكون نموذج التأثيرات العشوائية أفضل ملاءمة إذا كانت أكبر من (0.5)، أي أن معنوية هذا الاختبار تعني أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأفضل استخداماً.

وبعد تحديد أي النماذج أفضل للدراسة فإنه تم التحقق من شروط طريقة المربعات الصغرى وهي عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبوافي، باستخدام اختبار (durbin watson) (DW)، حيث يتم إجراء هذا الاختبار للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج، حيث تظهر المشكلة إذا كانت القيم المتجاورة للمتغيرات مترابطة، مما يؤثر على صحة النموذج، حيث سيظهر أثر غير حقيقي للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط، وتتراوح قيمة الاختبار ما بين (0-4)، حيث تشير النتيجة القريبة من الصفر إلى وجود ارتباط موجب قوي، أما النتيجة القريبة من 4 فتشير إلى وجود ارتباط سالب قوي، أما النتيجة المثلى تكون قريبة أو في المدى ما بين (1.5-2.5) والتي تشير إلى عدم وجود ارتباط بين القيم المتجاورة للمتغيرات، واختبار التوزيع الطبيعي لبوافي النموذج باستخدام الشكل الانتشاري.

15. التحليلات الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

تم استخدام الأساليب الإحصائية لتحليل البيانات التي تم تجميعها بواسطة البرنامج الإحصائي (Eviews 7) بالاعتماد على الأساليب الإحصائية الآتية:

- 1- القيم الحقيقية والنسب المئوية للبيانات المتعلقة بالمتغيرات، ومقاييس النزعة المركزية من خلال الوسط الحسابي للمتغيرات، وذلك للتعرف على خصائص المتغيرات.
- 2- الإحصاء الاستنتاجي لاختبار الفروض باستخدام اختبار (Wald) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، اختبار (H) الذي قام به (Hausman.1978) والذي يستخدم للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والآثار العشوائية، بالإضافة إلى تطبيق اختبار الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) وشروط تطبيق هذه الطريقة والمتمثلة في فحص مشكلة الارتباط الذاتي في بواقي نموذج الانحدار، باستخدام اختبار (Durbin—Watson)(Dw)، واختبار التوزيع الطبيعي باستخدام الشكل الانتشاري، حيث تم تطبيق هذه الاختبارات على نماذج الدراسة الرئيسية.

1.15 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يمكن توضيح متغيرات الدراسة وفق الجدول رقم (2):

جدول رقم (2): قيم متغيرات الدراسة

السنة	العمر	حوكمة الشركات	مجموعة الأصول	معدل المديونية	عائد السهم الواحد	نمو الشركة	مكافأة أعضاء مجلس الإدارة	الأرباح الموزعة للسهم الواحد	نمو المبيعات	المبيعات إلى الأصول	مصاريف التشغيل إلى الأصول
2009	28	91%	80,637,226	27.43	0.14	1.17	16,273.97	0.10	0.07-	0.60	0.60
2010	29	91%	86,651,497	27.56	0.16	1.14	17,147.13	0.09	0.37	0.63	0.66
2011	30	91%	101,370,955	28.52	0.25	0.94	15,070.97	0.16	0.07	0.67	0.68
2012	31	92%	99,753,616	29.13	0.18	0.99	14,668.34	0.14	0.07	0.67	0.69
2013	32	93%	102,900,124	30.57	0.09	1.07	17,215.47	0.10	0.05	0.62	0.65

0.62	0.62	0.01	0.08	13,700.00	1.12	0.12	31.59	104,247,506	93%	33	2014
0.57	0.54	0.17-	0.07	11,850.00	1.02	0.09	31.44	105,048,959	96%	34	2015
0.60	0.50	14.48	0.06	8,378.50	1.19	0.00	34.01	101,539,536	96%	35	2016
0.63	0.60	1.85	0.10	14,288.05	1.08	0.13	30.03	97,768,677	0.93	31	الوسط الحسابي

من الجدول رقم (2) يتبين أن:

- العمر: متوسط أعمار الشركات في سنة (2009) هو (28) سنة وتزيد إلى أن تصل إلى (35) سنة في سنة (2016) وبهذا يكون متوسط الأعمار عبر السنوات هو 31 سنة للشركات عينة الدراسة.
- حوكمة الشركات: إن متوسط تطبيق قواعد الحوكمة للشركات خلال سنة (2009) هو ما نسبته (91٪)، وتزيد نسبة التطبيق لدى الشركات إلى أن تصل إلى (96٪) في سنتي (2015-2016)، وهذا مؤشر جيد للشركات بكونها تطبيق قواعد الحوكمة بشكل ممتاز.
- الأصول: إن متوسط أصول الشركة في سنة (2009) هو (80,637,226) وازداد متوسط الأصول لسنتي (2010، 2011) ثم انخفض في سنة (2012) ليصبح (99,753,616) وبعدها بدأ في الارتفاع خلال السنوات (2013، 2014، 2015)، ثم انخفض خلال سنة (2016) ليصبح (101,539,536)، وبهذا كان متوسط إجمالي الأصول عبر السنوات (97,768,677).
- المديونية: إن متوسط المديونية للشركات خلال سنة (2009) كان (27.43٪) ثم ازدادت هذه النسبة خلال السنوات التالية (2010، 2011، 2012، 2013، 2014)، ومن ثم انخفضت قليلاً في سنة (2015) عن سنة (2014)، وبعدها بدأ بالزيادة في سنة (2016) لتصل إلى (34.01٪)، بمتوسط حسابي عبر السنوات (30.03٪).
- العائد على السهم: إن نسبة العائد للسهم خلال سنة (2009) بلغ (0.14) ثم زاد هذا العائد خلال سنتي (2010، 2011) ليبلغ (0.16، 0.25) على التوالي، ثم هبط في سنة (2012) ليصل إلى (0.18)، وواصل الهبوط في سنة (2013) إلى أن وصل (0.09)، وبعدها بدأ في الصعود في سنة (2014) وبلغ (0.12) ثم رجع بنفس النسبة السابقة في سنة (2015)، وواصل الهبوط إلى أن وصل إلى (صفر) خلال سنة (2016).
- نمو الشركة: في مؤشر نمو الشركة الذي يوضح نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية نلاحظ أن مؤشر النمو كان (1.17) خلال سنة (2009) ثم انخفض خلال سنتي (2010، 2011) (1.14، 0.94) على التوالي، وبعدها ارتفع هذا

المؤشر قليلا في سنة (2012) عن السنة الماضية وبلغ (0.99)، ثم بدأ في الارتفاع خلال السنتي (2013، 2014) (1.07، 1.12) على التوالي، ثم انخفض خلال سنة (2015) إلى أن أصبح (1.02) وبعدها ارتفع المؤشر خلال سنة (2016) وأصبح (1.19) إلى بمتوسط حسبي عبر السنوات (1.08)، وهذه نسبة جيدة باعتبار أن القيمة السوقية أعلى من القيمة الدفترية في المتوسط.

- مكافأة أعضاء مجلس الإدارة: في متغير مكافأة أعضاء مجلس الإدارة خلال سنة (2009) بلغ (16,273.97) ثم ارتفعت المكافأة قليلا خلال سنتي (2010، 2013) في حين انخفضت قليلا خلال السنوات (2011، 2012، 2014)، (2015) كما انخفضت بمقدار النصف خلال سنة (2016)، بمتوسط حسابي عبر السنوات (14,288.05).
- مؤشر الأرباح الموزعة: مؤشر الأرباح الموزعة للسهم خلال سنة (2009) كان بقيمة (0.10)، وانخفضت عن هذه النسبة (2010، 2014، 2015، 2016) بقيمة (0.09، 0.08، 0.07، 0.06) على التوالي، في حين ارتفعت عنها خلال السنوات (2011، 2012) بقيمة (0.16، 0.14) على التوالي، كما بقيت النسبة ذاتها خلال سنة (2013). وبهذا وصل متوسط هذا المؤشر إلى (0.10).
- نمو المبيعات: مؤشر نمو المبيعات كان سلبيا خلال سنتي (2009، 2015) بقيمة (0.07، 0.17) على التوالي، في حين تبين باقي السنوات كان نموها موجبا وجيدا حيث بلغ أقل نمو لها (0.01) خلال سنة (2014) في حين كان أعلى نمو لها (14.48) خلال سنة (2016). أي بمتوسط حسابي (1.85).
- تكاليف الوكالة: تم احتساب ذلك من خلال مؤشرين:
- المؤشر الأول لتكاليف الوكالة وهو معدل دوران الأصول (نسبة الانتفاع من الأصول): المقاس من خلال المبيعات السنوية على الأصول، وتعني هذه النسبة بأنها تقيس مدى فاعلية القرارات الاستثمارية التي تتخذها إدارة الشركة، ومدى قدرتها على استغلال أصولها بالشكل الأمثل؛ فارتفاع نسبة الانتفاع من الأصول يعني أن الشركة تقوم بإدارة أصولها بشكل كفو وفعال وهو ما يترتب عليه انخفاض تكاليف الوكالة، أما إذا كانت هذه النسبة منخفضة فإن هذا يعني أن الشركة تقوم باتخاذ قرارات استثمارية غير مثالية أو تقوم باستخدام عوائدها في شراء أصول غير منتجة مما يخلق تكاليف وكالة يتحملها حملة الأسهم بالشركة، وبهذا نلاحظ أن خلال سنتي (2011، 2012) كانت نسبة الانتفاع هي (0.67) وهي الأعلى خلال السنوات، ثم تليها سنة (2010) بنسبة (0.63) ثم تليها سنتي (2013، 2014) بنسبة (0.62) وتليها سنة (2009) بنسبة (0.60) ثم تليها سنة (2015) بنسبة (0.54) وتم سنة (2016) بنسبة (0.50).

15.2 اختبارات فرضية الدراسة:

والتي تنص على أن هناك أثراً ((عمر الشركة، حوكمة الشركات، حجم الشركات، نسبة المديونية، نمو الشركة، المكافأة، نصيب السهم من التوزيعات، نمو المبيعات)) على تكاليف الوكالة المقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول.
بهدف اختبار هذه الفرضية تم أولاً إجراء اختبارات المقاضلة وهي:

- اختبار (wald test): وهذا الاختبار يفاضل بين نموذج التأثيرات التجميعية ونموذج التأثيرات الثابتة، حيث يعد نموذج التأثيرات الثابتة أفضل عندما تكون النتيجة معنوية (أقل من 5٪)، وكانت نتيجة الاختبار كما هو موضح بالجدول رقم (3).

جدول(3): اختبار wald

Wald Test:
Equation: Untitled

Probability	Df	Value	Test Statistic
0.0000	(9, 227)	83.48224	F-statistic
0.0000	9	751.3402	Chi-square

Null Hypothesis: C(1)=0, C(2)=0, C(3)=0, C(4)=0,
C(5)=0,
C(6)=0, C(7)=0, C(8)=0, C(9)=0

Null Hypothesis Summary:

Std. Err.	Value	Normalized Restriction (= 0)
0.464588	0.338747	C(1)
0.001474	0.000288	C(2)
0.323296	0.326962	C(3)
0.050424	-0.023128	C(4)
0.001297	0.002983	C(5)
0.084481	0.216807	C(6)
0.024691	-0.015321	C(7)
14.57264	54.98907	C(8)
0.124999	-0.200774	C(9)

Restrictions are linear in coefficients.

من الجدول رقم (3) نلاحظ نتيجة الاختبار كانت (0.0000) وهي قيمة أقل من 5٪، وبهذا فإن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل.

- اختبار (Hausman Test): يتم إجراء هذا الاختبار للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث يكون نموذج التأثيرات الثابتة أفضل عندما تكون نتيجة الاختبار معنوية (أقل من 5٪)، والآتي نتيجة الاختبار كما موضح بالجدول رقم (4).

جدول (4): اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.3357	9	10.185657	Cross-section random

Cross-section random effects test comparisons:

Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.0505	0.000027	-0.005090	-0.015301	X1
0.3441	0.035361	0.032015	0.209939	X2
0.2950	0.013448	0.065497	0.186952	X3
0.6632	0.000001	-0.001117	-0.001482	X4
0.0316	0.000069	0.130663	0.112758	X5
0.4553	0.000039	0.014599	0.019260	X6
0.1029	13.598035	36.796785	30.782042	X7
0.5891	0.000624	-0.075435	-0.061945	X8
0.9901	0.000000	0.001433	0.001431	X9

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y1

Method: Panel Least Squares

Date: 10/15/19 Time: 10:10

Sample: 2009 2016

Periods included: 8

Cross-sections included: 30

Total panel (unbalanced) observations: 237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.6275	-0.486068	1.048659	-0.509719	C
0.0136	-2.490068	0.006145	-0.015301	X1
0.5757	0.560562	0.374514	0.209939	X2
0.2012	1.282271	0.145798	0.186952	X3

0.3955	-0.851581	0.001740	-0.001482	X4
0.0293	2.195485	0.051359	0.112758	X5
0.3091	1.019821	0.018886	0.019260	X6
0.0020	3.128998	9.837667	30.78204	X7
0.5341	-0.622890	0.099448	-0.061945	X8
0.0020	3.127043	0.000458	0.001431	X9

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

0.604730	Mean dependent var	0.792146	R-squared
0.360676	S.D. dependent var	0.752255	Adjusted R-squared
-0.447706	Akaike info criterion	0.179523	S.E. of regression
0.122988	Schwarz criterion	6.381248	Sum squared resid
-0.217680	Hannan-Quinn criter.	92.05310	Log likelihood
1.191522	Durbin-Watson stat	19.85765	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

من الجدول رقم (4) نلاحظ نتيجة الاختبار كانت (0.33)، وهي قيمة أكبر من (0.05)، وهذا يعني عدم معنوية النموذج، وعليه فإن نموذج التأثيرات العشوائية أفضل استخداماً.

والتالي بالإمكان التوصل إلى اختبار فرضية الدراسة كما موضح بالجدول رقم (5).

جدول (5): اختبار الفرضية الأولى للدراسة

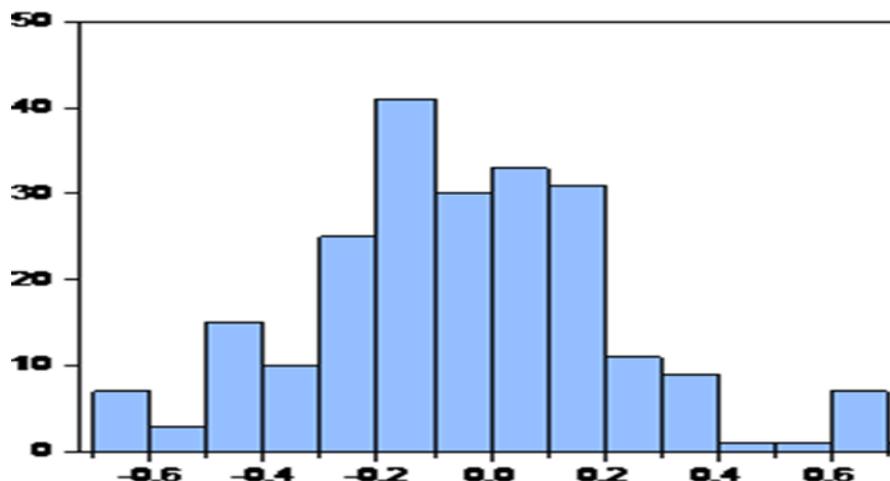
Dependent Variable: Y1
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 10/15/19 Time: 10:41
 Sample: 2009 2016
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 30
 Total panel (unbalanced) observations: 237
 Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.7380	0.334897	0.673937	0.225699	أ
0.1175	-1.571383	0.003239	-0.005090	العمر
0.9213	0.098847	0.323882	0.032015	حوكمة الشركات
0.4593	0.741207	0.088366	0.065497	حجم الشركة
0.4647	-0.732401	0.001526	-0.001117	نسبة المديونية
0.0106	2.578239	0.050679	0.130663	العائد على السهم
0.4136	0.819089	0.017824	0.014599	نمو الشركة
0.0001	4.034559	9.120398	36.79679	مكافأة أعضاء المجلس

0.4341	-0.783648	0.096261	-0.075435	توزيعات الأرباح
0.0014	3.235227	0.000443	0.001433	نمو المبيعات
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.7720	0.330356	Cross-section random		
0.2280	0.179523	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
0.114691	Mean dependent var	0.194464	R-squared	
0.196579	S.D. dependent var	0.162526	Adjusted R-squared	
7.343910	Sum squared resid	0.179867	S.E. of regression	
1.537892	Durbin-Watson stat	6.088865	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
0.604730	Mean dependent var	0.013936	R-squared	
0.251784	Durbin-Watson stat	30.27276	Sum squared resid	

من الجدول رقم (5) نلاحظ معنوية النموذج، كما نلاحظ أن العوامل (العائد على السهم، ومكافأة أعضاء المجلس، نمو المبيعات) لها أثر على تكاليف الوكالة المقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، عند مستوى معنوية (5٪)، لأن مستوى المعنوية لهما كانتا أقل من (5٪)، في حين تبين عدم وجود أثر لباقى العوامل على تكاليف الوكالة باعتبار مستوى معنويتها أكبر من (5٪)، كما تبين أن قيمة Durbin-Watson تساوي (1.537892)، وهي تعني عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة بكونها تقع في المدى المقبول (1.5-2.5)، كما تبين أن الشكل الانتشاري قريب من التوزيع الطبيعي كما موضح بالشكل رقم (1):

الشكل رقم (1): اختبار التوزيع الطبيعي



16. نتائج الدراسة:

يمكن سرد نتائج الدراسة كالتالي:

- 1- لا يؤثر عمر الشركة على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (حمدان وآخرون، 2016) ودراسة (حمدان، 2016).
- 2- لا تؤثر حوكمة الشركات على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (حمدان، 2016)، واختلفت هذه النتيجة مع دراسة (شبير، 2017)، ودراسة (زريقات وآخرون، 2016).
- 3- لا يؤثر حجم الشركة على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (زريقات وآخرون، 2016)، ودراسة (شبير، 2017)، ودراسة (حمدان وآخرون، 2016)، ودراسة (حمدان، 2016) بينما اختلفت هذه النتيجة مع دراسة (فارس، 2016).
- 4- لا تؤثر نسبة المديونية على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (حمدان وآخرون، 2016)، ودراسة (حمدان، 2016)، واختلفت هذه النتيجة مع دراسة (فارس، 2016)، ودراسة (الفضل، 2013)، ودراسة (زريقات وآخرون، 2016).
- 5- يؤثر العائد على السهم على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (حمدان، 2016)، ودراسة (شبير، 2017).
- 6- لا يؤثر نمو الشركة على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (زريقات وآخرون، 2016)، ودراسة (فارس، 2016).

- 7- تؤثر مكافأة أعضاء مجلس الإدارة على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (زريقات وآخرون ، 2016)، ودراسة (شبير، 2017).
- 8- لا يؤثر نصيب السهم من التوزيعات على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول، واختلفت هذه النتيجة مع دراسة (محمدان، 2016) وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن غياب حوكمة الشركات قد يدفع الملاك إلى اللجوء لسياسة توزيع الأرباح؛ وذلك للحد من تكاليف الوكالة، حيث إن خيار توزيع الأرباح يبقي هو الأقوى في الأسواق الناشئة لحماية ضعف المستثمرين.
- 9- يؤثر نمو المبيعات على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول وذلك كلما كانت نسبة المبيعات مرتفعة كلما كانت تكلفة الوكالة منخفضة، وذلك يدل على الاستخدام الأمثل للأصول.

17. توصيات الدراسة:

بناء على النتائج التي تم التوصل إليها يمكن عرض التوصيات الآتية:

- العمل على تشجيع المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة، وذلك تعتبر إحدى الدوافع الفعالة للمديرين للعمل لصالح الشركة.
- ضرورة العمل على زيادة توزيعات الأرباح، وذلك لتقليل من التدفقات النقدية الحرة التي يمكن أن تستغلها الإدارة في تحقيق مصالحهم الشخصية.
- ضرورة السعي نحو تضيق مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والملاك، وذلك من خلال الإفصاح والشفافية.
- استخدام نماذج ذات العلاقة لمعرفة تأثير تكاليف الوكالة على هيكل الإدارة.
- إجراء مزيد من الأبحاث لتحديد هيكل الملكية، وذلك للحد من تكاليف الوكالة.

المراجع:

- أبو سالم، سيد سالم (2019)، "تأثير المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة"، جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة، المجلد 23، العدد 4.
- إلياس، الأشهب (2015)، "مسؤولية هيئة مجلس الإدارة في تفعيل حوكمة الشركات"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر - بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
- أم كلثوم، نصر الله (2014)، "دور مجلس الإدارة في تفعيل حوكمة الشركات على مستوى المؤسسات الاقتصادية"، (رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الطاهر مولاي سعيدة)، الجزائر.
- بني خلف، عمر عبدالله (2017)، "أثر القرارات التمويلية على نمو الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والمدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاعمال، جامعة الشرق الأوسط.
- آل جمال، زكريا يحيى (2012)، اختبار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21.

- حمدان، علاء محمد موسي(2014)، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 10، العدد 1.
- حمدان، علام؛ السريع، عادل؛ عناسوة، حمدان(2016)، هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودورة في تخفيض تكاليف الوكالة، المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 24، العدد4.
- حمدان، علاء محمد موسي(2016)، هل تلجأ الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من اجل تخفيض تكاليف الوكالة، المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 12، العدد 3.
- خنفر، دعاء (2017)، "محددات هيكل راس المال الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، (رسالة ماجستير غير منشورة، إدارة الاعمال كلية الدراسة العليا والبحث العلمي، جامعة الخليل).
- الزبيدي، حمزة؛ سلامة، حسين(2014)، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل راس المال، مجلة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة، المجلد 28، العدد1، السعودية.
- زريقات، زياد محمد؛ الغرابية، محمد عبد الرحمن؛ الحداد، لارا محمد (2016)، "تكاليف الوكالة والحاكمة المؤسسية"، المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 12، عدد 2.
- سمور، محمد علاء؛ درغام، ماهر موسي (2020)، "أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، مجلد1، العدد 20.
- سهابلية، نبيلة؛ بوكثير، جبار(2017)، "عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية"، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5.
- شبير، ماهر أسامة نايف(2017)، "أثر استخدام آليات الحوكمة في تخفيض تكاليف الوكالة"، (رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة).
- شراب، صباح أسامة علي(2006)، "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، (رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسلامية بغزة).
- شرقي، مهدي(2015)، "مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة"، المجلة الجزائرية لدراسات المحاسبة المالية، عدد1.
- شقور، عمر فريد (2017)، "العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة"، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، المجلد 3، العدد 2، الأردن.
- الشوربجي، مجدي(2011)، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير بالإشراف العلمي لمخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجمهورية الجزائرية.
- الصبيحي، فائز هليل؛ الكاظم، محمد راضي؛ سليمة، لفضل (2018)، "الديونية وأثرها على ربحية السهم والمخاطرة للشركات المساهمة في سوق ابوظبي للأوراق المالية"، عدد خاص بالمؤتمر العلمي الدولي الثاني لجامعة جيهان- أربيل في العلوم الإدارية والمالية.

- صالح، بلاكسة (2017)، "فعالية مجالس الإدارة في تقييم الأداء الشامل للشركات المساهمة الجزائرية- دراسة ميدانية"، (رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس).
 - عبد القادر، بريش؛ عيسى، بدورتي(2013)، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10.
 - العبدلي، عابد(2011)، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البائل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد16، عدد5.
 - عليوي، نشأت حكمت (2019)، "أثر الدفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.
 - عماد، رمضان زياد (2010)، "أدوات الحاكمية المؤسسية والتكاليف الإدارية"، دراسة تطبيقية على السوق الأردني.
 - فارس، علي أحمد (2016)، "الرافعة المالية والنمو والحجم وأثرهم في كلف الوكالة"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 12، العدد 49.
 - الفضل، مؤيد علي (2013)، "العلاقة بين محددات السلوك الإداري وتكلفة الوكالة للملكية ومدى تأثيرها بالأداء"، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس عشر، العدد الثاني، العراق.
 - قنون، عبد الحق (2013)، "دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة البورصة للمؤسسات الاقتصادية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
 - النجار، جميل حسن (2018)، "مدى تأثير توزيعات الأرباح والمكافأة الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، مجلة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد الثالث، عدد9.
 - هاجر، كلثوم حفيظ (2014)، "المراجعة الداخلية كآلية لتفعيل مبادئ حوكمة المؤسسات في المؤسسات الاقتصادية"، (رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة ورقلة).
 - يوسف، محمد محمود (2009)، "محاسبة تكلفة النشاط وتخصيص الموارد في ظل نظرية الوكالة"، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، مجلد 5.
- Ang, J. S., Cole, R. A.& Lin,(2000) Costs and Ownership Structure. The Journal of Finance, 55(1): 81-106.
- Belden, S., Fister,T., and Knapp, B. 2005. "Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs. Business and Society Review, 110(2): 171-180.
- Jensen, M. 1986. "Agency Cost Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". American Economic Review, 76(2): 323-329.