

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير.

العنوان

قياس وتحليل العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر
CAC40 خلال الفترة 2015-2023

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

د / عمر بوجميلة

إعداد الطالبة:

نورالإيمان مجادبة

السنة الجامعية: 2024-2025

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير.

العنوان

قياس وتحليل العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر
CAC40 خلال الفترة 2015-2023

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

د / عمر بوجميلة

إعداد الطالبة:

نورالإيمان مجادبة

السنة الجامعية: 2024-2025

الإهداء والشكر

الإهداء

مههما كتب من عبارات لن أجد أصدق من قوله تعالى:

"يرفع الله الذين آمنوا منكم و الذين اوتوا العلم درجات "

فالحمد لله حمدا كثيرا مباركا فيه. ها قد إنطوت صفحة من صفحات الحياة كان فيها الجهد والإجتهد.

إلى نفسي

من كانت ولا تزال سندي في كل لحظة ضعف، إلى تلك الروح التي قاومت، وتجاوزت، وابتسمت رغم كل شيء. إليك يا أنا، يا من عرفت معنى الصبر، وذقت مرّ الأيام دون أن تفقدي بريقك. أهديك هذا العمل عربون حب وامتنان، وفاءً لكل لحظة صمتٍ كنت فيها تواسين نفسك، ولكل حلمٍ بنيته في قلبك رغم العواصف. لقد كنت دائماً جديرة بالفخر... فشكراً لأنك لم تستسلمي.

إلى نفسي التي قالت: أنا لها سأنلها أخيراً ها أنا اليوم أقف على عتبة تخرجني أقطف ثمار تعبي وأرفع قبعتي بكل فخر.

إلى أبي

سندي وأماني إلى من غرس في قلبي الطمأنينة، وفي دربي الثبات، إلى من كان ظلي في وهج الحياة، ويدي حين تاهت الخطى. أبي... يا أول الحروف وأصدق الدعوات، يا من علمتني أن الرجولة موقف، وأن الكرامة لا تُشتري. أهديك هذا العمل وفاءً لروحك العظيمة، وامتناناً لعطائك الذي لا يُحصى، فمههما كتبت، ستبقى الكلمات عاجزة عن احتواء قدرك في قلبي دمت لي عزّاً لا يزول....

إلى أمي

إليك يا نبع الحنان، يا وطن قلبي وسكينة روحي... كل إنجازي هو امتداد لدعائك، فشكراً لأنك أمي.

إلى رفيق الدرب

إلى من كان سنداً في لحظات الانكسار، ونوراً في عتمة الطريق، إلى من لم يخذلني يوماً، وكان لي نعم الرفيق والمعين، أهديك هذا العمل امتناناً لوقوفك الصادق، ولنبلك الذي لا يُنسى، فبوجودك خفّت وطأة المشوار، وازداد لمعان النجاح. شكراً لأنك كنت بجانبني، حين احتجت لمن يثبت قدمي ويشدّ أزرني.

إلى إخوتي

لكم يا من كنتم السند بعد الله، والرفقة التي لا تعوّض، كنتم العون في المشوار، وكنتم نعم القوة.

صدق الله: "سَنَشُدُّ عَضُدَكَ بِأَخِيكَ."

شكر وتقدير

"وقل ربي زدني علما"

الحمد لله ربي العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا محمد خاتم الأنبياء والمرسلين

ربي لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك أن مننت علي ويسرت لي لإتمام هذا العمل.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير والإحترام إلى الدكتور الفاضل عمر بوجميمة لقبوله الإشراف على هذا العمل وعلى ما أسداه لي من نصائح، وتوجيهات إرشادات خلال إعدادي لهذه المذكرة.

"فاللهم إرزقه نور الحكمة، ورفع القدر، ودوام التوفيق"

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذة الفاضلة الدكتورة سارة بودرمين على ما بدلته من جهد ومساندة، وما أغنتني به من ملاحظات علمية بناءة، فكان حضورها في هذا المشوار مصدر طمأنينة وأمان وإعتزاز لي.

"فاللهم بارك لها في عملها، ويسر دربها، واجعل التوفيق حليفها أينما حلت"

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير لأعضاء لجنة المناقشة الموقرين على تفضلهم قبول المشاركة في مناقشة وتقييم هذه المذكرة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير للكلية و قسم علوم التسيير، وأساتذته الأفاضل على ما قدموه من علم ودعم طوال مسيرتي الدراسية.

فلكم جميعا كل التقدير والدعاء بالتوفيق والسداد.

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
II	إهداء
IV	الشكر والتقدير
VI	قائمة المحتويات
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XIII	قائمة الملاحق
XV	قائمة الرموز والمختصرات
XVIII	الملخص
أ - ث	مقدمة
31-1	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليه
2	تمهيد
21-3	I. الأدبيات النظرية لنظرية الوكالة والعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة
9-3	1.I الإطار المفاهيمي لنظرية الوكالة
6-3	1.1.I ماهية نظرية الوكالة
8-6	2.1.I افتراضات نظرية الوكالة
9-8	3.1. I الإنتقادات الموجهة لنظرية الوكالة
13-9	2.I تكاليف ومشاكل الوكالة
10-9	1.2.I مشاكل الوكالة
11-10	2.2.I تكاليف الوكالة
13-11	3.2.I حلول مشاكل الوكالة
21-14	I 3. العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة
18-14	3.1.I مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة
20-18	3.2.I هيكل الملكية وتكاليف الوكالة

20	3.3.I العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة
21-20	3.4.I عوامل أخرى تؤثر على تكاليف الوكالة
29-21	II . الأدبيات التطبيقية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة
27-21	1.II الدراسات باللغة العربية
28-27	2 .II الدراسات باللغة الأجنبية
30-29	3.II التعقيب على الدراسات السابقة
30-29	3.1.II أوجه التشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة
30	3.2.II أوجه الإختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة
31	خلاصة
45-32	الفصل الثاني: منهجية الدراسة القياسية
33	تمهيد
38-34	I . الإطار القياسي المتبع في الدراسة
34	1.I تعريف بيانات البانل
35-34	2.I أهداف معطيات البانل
35	3.I إيجابيات بيانات البانل وسلبياته
38-35	4.I النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل
36	1.4.I نموذج الانحدار التجميعي (PRM) (Pooled Regression Model)
37-36	2.4.I نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) (Fixed Effects Model)
38-37	3.4.I نموذج التأثيرات العشوائية (REM) (Random Effects Model)
38	5.I المفاضلة بين الانواع الثلاث للنماذج بيانات البانل
38	6.I خطوات تقدير نماذج بيانات البانل
41-39	II - مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات
39	1.II مجتمع الدراسة
40	2.II عينة الدراسة
41	3.II مصادر جمع البيانات
44-41	III . نموذج ومتغيرات الدراسة

41	III. 1. التمثيل الوصفي لنموذج الدراسة
43-42	III. 2. متغيرات الدراسة وطرق قياسها
43	III. 3. تحديد النموذج الرياضي المعتمد
45	الخلاصة
66-46	الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023
47	تمهيد
54-48	I. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة ومصنوف الارتباطات الثنائية
52-48	I. 1. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
54-52	I. 2. مصنوفة الارتباطات الثنائية
60-54	II. تقدير نماذج البائل و إختبار النموذج الأفضل
55-54	II. 1. تقدير نماذج البائل
57-55	II. 2. اختبارات المفاضلة بين نماذج البائل
60-57	II. 3. الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج الدراسة
65-61	III. مناقشة نتائج الدراسة القياسية
66	خلاصة
70-67	الخاتمة
76-71	قائمة المراجع
84-77	الملاحق

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
35	إيجابيات بيانات البانل وسليباته	1-II
41-40	قائمة الشركات الممثلة لعينة الدراسة	2-II
43	متغيرات الدراسة وقياسها	3-II
48	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	1-III
52	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	2-III
53	نتائج اختبار VIF	3-III
55	تقدير معاملات النموذج	4-III
55	نتائج اختبار Breusch and Pagan	5-III
56	نتائج اختبار فيشر المقيد	6-III
56	نتائج اختبار Hausman	7-III
57	تقدير معاملات النموذج	8-III
58	نتائج الاختبار الذاتي للأخطاء	9-III
59	نتائج اختبار عدم تجانس التباين	10-III
59	نتائج نموذج الدراسة بعد التصحيح	11-III

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
9	أنواع مشاكل الوكالة	1-I
11	أنواع تكاليف الوكالة	2-I
41	التمثيل الوصفي لنموذج الدراسة	1-II

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	نتائج التحليل الوصفي
02	مصفوفة الارتباطات الثنائية واختبار تضخم التباين VIF
03	اختبارات المقاضلة بين نماذج البانل
04	نتائج تقدير نماذج البانل
05	اختبارات صلاحية النموذج الأفضل
06	نموذج الدراسة المصحح

قائمة الإختصارات والرموز

قائمة الاختصارات والرموز

الرمز	المصطلح
AUR	معدل دوران الأصول
IND	إستقلالية مجلس الإدارة
DVRFR	نسبة أعضاء مجلس الإدارة الأجانب
INT	ملكية المستثمرين المؤسسيين
DPS	نصيب السهم من الأرباح الموزعة
LEV	الرفع المالي

ملخص الدراسة

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس وتحليل العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 باستخدام بيانات البانل لـ 15 شركة خلال الفترة 2015-2023، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم استخدام معدل دوان الأصول (AUR) كمتغير تابع لقياس تكاليف الوكالة في حين اشتملت المتغيرات المستقلة كل من استقلالية مجلس الإدارة (IND)، نسبة الاعضاء الاجانب (DVRFR)، ملكية المستثمرين المؤسسين (INT)، نصيب السهم من الارباح الموزعة (DPS)، الرفع المالي (LEV)، حجم الشركة (SIZE).

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن كل من ملكية المستثمرين (INT) وسياسة توزيع الأرباح من خلال مؤشرة نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPS) وحجم الشركة (SIZE) تُساهم إيجاباً في تخفيض تكاليف الوكالة وتعزيز كفاءة استخدام الأصول، مما يؤكد دوها كآليات فعالة في ضبط تكاليف الوكالة، في المقابل، لم يُظهر متغير استقلالية مجلس الإدارة اثراً معنوياً مما يستدعي مزيداً من البحث حول آليات تأثير هذا المتغير، في حين جاء تأثير كل من نسبة الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة (DVRFR) والرفع المالي (LEV) سلبياً ودالاً إحصائياً على كفاءة استخدام الأصول، مما يُشير إلى أن مستويات أعلى من التنوع الدولي في المجلس أو الاعتماد الكبير على الديون قد يُساهم في زيادة تكاليف الوكالة أو يُعيق الاستخدام الأمثل للموارد.

الكلمات المفتاحية: نظرية الوكالة، تكاليف الوكالة، مؤشر CAC40.

Abstract:

This study aims to measure and analyze the factors influencing agency costs in companies listed on the CAC40 index. Utilizing panel data for 15 companies over the period 2015-2023, the study employs the Asset Utilization Ratio (AUR) as the dependent variable to measure agency costs, where higher asset utilization efficiency indicates lower costs. The independent variables include board independence (IND), the proportion of foreign board members (DVRFR), institutional ownership (INT), dividends per share (DPS), financial leverage (LEV), and firm size (SIZE).

The study's findings indicate that institutional ownership (INT), dividend distribution policy (proxied by dividends per share - DPS), and firm size (SIZE) all contribute positively to reducing agency costs and enhancing asset utilization efficiency. This underscores their role as effective mechanisms in controlling agency costs. Conversely, the board independence variable (IND) did not show a significant effect, necessitating further research into the mechanisms of this variable's influence. Meanwhile, the impact of both the proportion of foreign board members (DVRFR) and financial leverage (LEV) was found to be negative and statistically significant on asset utilization efficiency. This suggests that higher levels of international diversity on the board or substantial

reliance on debt might contribute to increased agency costs or impede the optimal utilization of resources .

Key wourds : Agency Theory , Agency costs , CAC 40 Index.

مقدمة

شهدت السنوات الأخيرة تحولات عميقة في بيئة الأعمال العالمية، تميزت بأزمات مالية متتالية كشفت عن نقاط ضعف جوهرية في آليات الحوكمة والإفصاح داخل المؤسسات. هذه الأزمات، التي أدت إلى إفلاس شركات عملاقة وتآكل ثقة المستثمرين، سلطت الضوء على الأهمية القصوى لجودة وموثوقية المعلومات المحاسبية المتضمنة في التقارير المالية. لم يعد الأمر مقتصرًا على دقة الأرقام فحسب، بل إمتد ليشمل شفافية الإفصاح عن الاستراتيجيات والسياسات التي تقوم عليها قرارات الإدارة. في هذا السياق، برز مفهوم حوكمة الشركات (Corporate Governance) كإطار استراتيجي وضروري لتعزيز الشفافية، والإفصاح عن السياسات، وتوجيه عملية اتخاذ القرارات لضمان استقرار ونمو المؤسسات على المدى الطويل. إنها ليست مجرد مجموعة من القواعد، بل هي نظام متكامل يهدف إلى تحقيق التوازن بين مصالح جميع الأطراف ذات الصلة بالشركة، بدءًا من المساهمين ووصولًا إلى الموظفين والمجتمع ككل.

إن الحاجة إلى حوكمة فعالة تزداد إلحاحًا بشكل خاص في شركات المساهمة الحديثة، حيث يقوم نموذج فصل الملكية عن الإدارة بخلق علاقة تعاقدية معقدة بين المساهمين (الملاك) والمديرين التنفيذيين (الوكلاء). في هذه الشركات، يمتلك عدد كبير من الأفراد حصصًا في الملكية دون المشاركة المباشرة في العمليات اليومية، مما يفرض عليهم الاعتماد على المديرين المتخصصين. هذه العلاقة، التي تشكل جوهر نظرية الوكالة (Agency Theory)، غالبًا ما تفرز مشكلات الوكالة (Agency Problems). فبالرغم من أن الهدف النظري هو تحقيق مصالح المساهمين، إلا أن الوكلاء قد يكون لديهم دوافع شخصية تتعارض أحيانًا مع مصالح الأصلاء، مثل السعي لتعظيم المكافآت الشخصية، أو بناء إمبراطوريات إدارية على حساب قيمة المساهمين، أو تفضيل مشاريع ذات مخاطر منخفضة لتأمين وظائفهم حتى لو كانت العوائد المتوقعة أقل. هذه المشكلات، التي تتجلى في تضارب المصالح (Conflict of Interest)، وعدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) بين الأطراف، والخطر الأخلاقي (Moral Hazard)، لا تؤثر فقط على كفاءة الأداء التشغيلي والمالي للشركة، بل تفرض أيضًا تكاليف وكالة (Agency Costs) باهظة. هذه التكاليف قد تكون مباشرة، مثل تكاليف المراقبة والتدقيق، أو غير مباشرة، مثل الخسائر الناتجة عن القرارات غير المثلى التي يتخذها الوكلاء، والتي تنعكس سلبًا على القيمة السوقية للشركة ومستقبلها التنافسي.

من هذا المنطلق، تبرز أهمية دراسة العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة كركيزة أساسية لفهم ديناميكيات العلاقة بين الملكية والإدارة. يسعى هذا البحث إلى تحليل هذه العوامل المختلفة، بدءًا من هيكل الملكية والإدارة، مرورًا بآليات الرقابة الداخلية والخارجية، وصولًا إلى تأثير العوامل المؤسسية والثقافية. إن فهم كيفية نشوء هذه التكاليف وكيفية تأثيرها على الأداء المالي للشركات، وتحديد الآليات الفعالة التي يمكن من خلالها تخفيف هذه التكاليف وتعزيز فعالية أنظمة حوكمة الشركات. هذا التحليل الشامل يهدف إلى تقديم رؤى عملية يمكن أن تساهم في بناء أطر حوكمة أكثر قوة وشفافية، مما يعزز ثقة المستثمرين ويضمن استقرار ومرونة المؤسسات في مواجهة التحديات الاقتصادية المتزايدة.

- إشكالية الدراسة

على ضوء ماسبق ونظرا للأهمية البالغة للموضوع سنحاول الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

- فيما تتمثل العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023 ؟

ويندرج تحت التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- هل لإستقلالية مجلس الإدارة تأثير على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40؟
 - هل لأعضاء مجلس الإدارة الأجانب تأثير على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40؟
 - هل للمستثمرين المؤسسيين تأثير على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40؟
 - هل لسياسة توزيع الأرباح تأثير على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40؟
 - هل للإستدانة تأثير على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40؟
 - هل لحجم الشركة تأثير على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40؟
- فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤل الرئيسي والتساؤولات الفرعية تم وضع مجموعة من الفرضيات، يمكن إثباتها أو نفيها من خلال الدراسة التي سنقوم بها وهي كالتالي:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية موجب للاستقلالية مجلس الإدارة على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية موجب لأعضاء مجلس الإدارة الأجانب على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية موجب للملكية المستثمرين المؤسسيين على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية موجب لسياسة توزيع الأرباح على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية موجب للرفع المالي على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية سالب لحجم الشركة على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛

- مبررات اختيار الموضوع:

إن اختياري لهذا الموضوع كان نتيجة للاعتبارات التالية:

- إهتمامي الشخصي والبحثي بمجال حوكمة الشركات وتكاليف الوكالة، إضافة إلى كون الموضوع يتقاطع بشكل مباشر مع تخصصي الأكاديمي؛
 - أهمية تكاليف الوكالة في تحسين كفاءة الشركات وأداءها المالي؛
 - الرغبة في إثراء المكتبة الجامعية التي تفتقر إلى المراجع المتعلقة بهذا الموضوع، ومساعدة الطلبة في التعمق نظرا لحدثة الموضوع في جامعتنا.
- #### - أهداف الدراسة:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحليل وقياس العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة ضمن مؤشر CAC40 ، وذلك من خلال دراسة متغيرات مالية وغير مالية مثل حجم الشركة، هيكل الملكية، تركيبة مجلس الإدارة، والرافعة المالية. كما تسعى إلى استكشاف مدى اختلاف تأثير هذه العوامل بين الشركات بحسب القطاع، وتقييم مدى اتساق النتائج المتوصل إليها مع الفرضيات الأساسية لنظرية الوكالة، وتهدف من خلال هذه الدراسة كذلك إلى تقديم توصيات عملية لتحسين آليات الحوكمة والحد من تكاليف الوكالة، بما يساهم في رفع كفاءة الأداء المالي والإداري لتلك الشركات.

- أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذا البحث من تركيزه على أحد المحاور الجوهرية في نظرية الوكالة، والمتمثل في تكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة فيها، باعتبارها انعكاسًا ملموسًا لحدة التعارض بين مصالح المساهمين والمديرين. ويكتسي الموضوع بعدًا نظريًا من خلال تناوله للأسس المفاهيمية لنظرية الوكالة، وفرضياتها وتحدياتها، كما يبرز البعد التطبيقي من خلال تحليل مكونات تكاليف الوكالة ومظاهرها، وربطها بالعوامل الهيكلية والتنظيمية داخل الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، الذي يُعد نموذجًا لممارسات الحوكمة في بيئة اقتصادية متقدمة. وتكمن القيمة العلمية للبحث في تقديم فهم معمق للآليات التي تزيد أو تحد من هذه التكاليف، مما يساهم في تطوير أدوات الحوكمة والحد من المشاكل الوكالية عبر حلول قائمة على مؤشرات واقعية ومقارنة علمية دقيقة.

- هيكل الدراسة:

تتكون هذه الدراسة من ثلاثة فصول رئيسية، يسعى كل منها إلى معالجة جانب محدد من موضوع "العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40، وذلك وفق الترتيب التالي:

يُعنى **الفصل الأول** بوضع الإطار النظري عبر استعراض الأسس المفاهيمية لنظرية الوكالة والعوامل الحاكمة لتكاليفها، مصحوبًا بعرض نقدي للدراسات السابقة.

وينتقل **الفصل الثاني** إلى التصميم المنهجي المعتمد لاختبار العلاقات السببية بين المتغيرات المختارة، حيث يعتمد منهج بيانات البانل (Panel Data) مع تحليل السلاسل الزمنية المقطعية، ويحدد مجتمع الدراسة وعينته من الشركات ضمن مؤشر CAC40، فضلًا عن ضبط المتغيرات المستقلة والتابعة وقياسها، والأدوات الإحصائية المستخدمة في نمذجة الفرضيات.

فيما يختص **الفصل الثالث** بعرض النتائج التحليلية المستمدة من المعالجة الإحصائية، وتفسير الدلالات الإحصائية عبر الجداول والمخرجات، ومناقشتها مقارنةً بالإطار النظري والدراسات السابقة، مع تقييم مدى اتساقها مع فرضيات نظرية الوكالة.

الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية

لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

I . الأدبيات النظرية لنظرية الوكالة والعوامل

المؤثرة على تكاليف الوكالة

II . الأدبيات التطبيقية للعوامل المؤثرة على

تكاليف الوكالة

تمهيد

في خضم التطورات المتسارعة التي شهدتها العلوم الاقتصادية والإدارية برزت، نظرية الوكالة كأحد أهم الأطر النظرية التي سعت الى تفسير وتفكيك العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذات المصالح المتباينة داخل المنظمات والمؤسسات . وقد جاءت هذه النظرية استجابة لحالة الانفصال المتزايد بين الملكية والادارة، خصوصا في المؤسسات الكبرى التي تتوزع ملكيتها على عدد واسع من المساهمين، بينما تناط مهمة الادارة بجهة تنفيذية قد لا تتقاطع مصالحها دائما مع مصالح المالكين.

تعني نظرية الوكالة، في جوهرها بدراسة العلاقة التي تنشأ بين طرفين: الموكل (principal) و الوكيل (agent) . حيث يقوم الأول بتفويض الثاني للقيام بمهمة أو اتخاذ قرارات بالنيابة عنه، تحت افتراض وجود عدم تماثل المعلومات (information asymmetry)، واختلاف في الأهداف والدوافع . وهنا تكمن اشكالية الوكالة، اذ من الممكن أن يستغل الوكيل موقعه لتحقيق مصالحه الخاصة . مما يؤدي الى ما يعرف بـ "تكاليف الوكالة" (agency cost).

وتكمن أهمية هذه النظرية في قدرتها على تقديم تفسير منطقي وواقعي للعديد من الظواهر التنظيمية ، كالاختلالات في الحوكمة ، وتضارب المصالح ، وسلوكيات الانحراف عن الاهداف العامة للمنظمة، كما أسهمت في تطوير أدوات وآليات للرقابة والاشراف، مثل أنظمة الحوكمة المؤسسية، والحوافز المالية، والعقود الذكية، بما يضمن تقليص فجوة المصالح بين الأطراف وتحقيق درجة أعلى من الكفاءة الاقتصادية والإدارية .

ومع تزايد التعقيد في هياكل الشركات وتوسع بيئة الأعمال نحو العولمة، حافظت نظرية الوكالة على حضورها الفعال في مختلف ميادين البحث العلمي، والممارسات الإدارية حيث أضحت أداة تحليلية لا غنى عنها لفهم ديناميكيات العلاقات التنظيمية، واتخاذ القرارات الاستراتيجية الرشيدة، ليس فقط في القطاع الخاص. بل أيضا في مؤسسات القطاع العام والمنظمات غير الربحية.

I- الأدبيات النظرية لنظرية الوكالة والعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة

تُعدّ نظرية الوكالة (Agency Theory) إحدى الركائز الأساسية في الأدبيات الاقتصادية والإدارية الحديثة، التي تُعنى بدراسة العلاقة التعاقدية بين طرفين أو أكثر، حيث يُوكّل أحدهما (المالك/الأصيل) مهمة أو صلاحية اتخاذ القرارات للطرف الآخر (الوكيل) للعمل نيابةً عنه. تنبع أهمية هذه النظرية من قدرتها على تفسير العديد من الظواهر السلوكية والتعاقدية في بيئات الأعمال المختلفة، وتحديدًا تلك التي تنشأ فيها مشكلات الوكالة (Agency Problems). تنبع هذه المشكلات غالباً من تباين المصالح أو عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل، مما قد يؤدي إلى سلوكيات انتهائية أو غير فعالة من جانب الوكيل، وبالتالي ينشأ ما يُعرف بتكاليف الوكالة (Agency Costs). هذه التكاليف لا تقتصر على الجانب المالي فحسب، بل تمتد لتشمل تكاليف الرقابة، والمراقبة، والتحفيز، بالإضافة إلى الخسائر المتبقية الناجمة عن عدم تحقيق الأهداف المثلى. تستكشف الأدبيات اللاحقة الأبعاد النظرية لنظرية الوكالة، وتُحلل العوامل الجوهرية التي تُسهم في زيادة أو تقليل تكاليف الوكالة، مما يُسهم في فهم آليات تصميم العقود والحوكمة الفعالة.

I-1 الإطار المفاهيمي لنظرية الوكالة

سنتناول الإطار المفاهيمي لنظرية الوكالة، محددين أبرز المفاهيم التي تقوم عليها هذه النظرية، وكيف تتفاعل لتشكيل أساس فهمنا للعلاقة بين الأصيل والوكيل.

I-1-1 ماهية نظرية الوكالة

تعد نظرية الوكالة من أقدم النظريات في أدبيات الإدارة والاقتصاد (Daily, Dalton, & Rajagopalan, 2003; Wasserman, 2006)، وتناقش هذه النظرية المشاكل الناجمة عن انفصال الملكية عن الإدارة في الشركات مع التركيز على آليات الحد من هذه المشاكل، كما تقدم إطاراً تحليلياً لتطبيق آليات الحوكمة المختلفة الرامية إلى ضبط سلوك الوكلاء (المديرين) في شركات المساهمة، وقد أبرز بيرلي ومينز (1932) في دراستهما الرائدة ظاهرة تشتت الملكية في الشركات الأمريكية الحديثة، وما نتج عنها من انفصال بين الملكية و الرقابة. ففي شركات المساهمة تكون الملكية مملوكة للأفراد أو الجماعات في شكل أسهم وهؤلاء المساهمون (الموكلون) يفوضون السلطة للمديرين(الوكلاء) الإدارة للعمل نيابة عنهم (Jensen & Meckling 1976 ; Ross 1973)، إلا أن القضية الرئيسية تكمن فيما إذا كان سلوك المديرين يتوافق مع مصالح المساهمين أم مصالحهم الشخصية.

I-1-1-1 نشأة وتطور نظرية الوكالة

بدأ الاهتمام بمشكلة الوكالة مع ادم سميث (1776) حيث أشار في كتابه "ثروة الأمم" الى احتمال تضارب المصالح بين الملاك والمديرين في الشركات، فإذا لم يكن المديرين ملاكا للشركة، فقد لا يعملون لتحقيق أقصى منفعة للملاك، وقد دعم Berle and Means (1932) هذه الفكرة من خلال دراستهما لهيكل ملكية الشركات الكبرى في الولايات المتحدة، حيث أظهرت سيطرت الوكلاء (المديرين) على هذه الشركات واستخدامهم لمواردها لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة الملاك. مما يؤدي الى ما يعرف بتضارب المصالح بين الطرفين (ELkouiri, 2023, p. 369).

تناولت الأدبيات المالية في الستينيات والسبعينات من القرن الماضي مشكلة الوكالة في الشركات من خلال اختلاف القدرة على تحمل المخاطر بين ملاك الشركة والمديرين (الوكلاء)، حيث أن ملاك الشركة يتحملون مخاطر الاستثمار سعياً لتحقيق الأرباح بينما يسعى الوكلاء (المديرون). لتقليل مخاطرتهم وزيادة منافعهم الشخصية، مما يؤدي الى صراع في تقاسم هذه المخاطر، وهذا التضارب في القدرة على تحمل المخاطر بين الملاك والوكلاء. يخلق صراع الوكالة الذي تشرحه نظرية الوكالة.

وتعتبر اسهامات (Ross (1973) و Mitnick (1975) حجر الزاوية في نظرية الوكالة، حيث قدما تفسيرات مختلفة للمشكلة الجوهرية، فقد ركز Roos على مشكلة الحوافز كمحور رئيسي لمشكلة الوكالة بينما ركز Mitnick على البنية المؤسسية، مع ذلك تتقارب نظريتها في جوهرها، فقد أرجع Ross مشكلة العميل _ الوكيل إلى آليات التعويض مشدداً على انها ظاهرة اجتماعية شاملة لا تقتصر على الشركات فقط، أما Mitnick فقد ساهم نحوه المؤسسي في تطوير و توضيح مفاهيم نظرية الوكالة، فقد بين أن المؤسسات تنشأ استجابة لمشكلة الوكالة، وتتطور لتتلاءم معها (Panda & Leepsa, 2017, p. 77)

كما بين (Alchian and Demsetz (1972) و Jensen and Meckling(1976) أن الشركات هي في جوهرها شبكة من العقود التي تجمع بين أصحاب عوامل الانتاج، وهي كيانات قانونية تتسم بالطابع الافتراضي، اذ تتحدد علاقتها بمجموعة من الاتفاقيات بين أعضائها، وتشكل علاقة الوكالة مثالا بارزا عن هذه العقود، حيث قد يتعارض سعي كل من الموكل والوكيل لتحقيق مصالحه الخاصة، مما قد يسبب صراعا في المصالح ينتج عنهم ما يعرف بتكاليف الوكالة، ولمعالجة هذه التكاليف والتقليل من هذا الصراع، يلجأ أصحاب الحقوق الى آليات رقابية مختلفة. وفي هذا السياق يعد نظام الحوافز، وسوق العمل، واختلاف معلومات عناصر أساسية في بناء نظرية هيكل الملكية للشركات (Panda & Leepsa, 2017, p. 77)

وقد شبه (Jensen and Meckling (1976) الشركة كصندوق أسود هدفه تعظيم القيمة الربحية، ويتحقق هذا التعظيم عبر التنسيق والتعاون بين جميع الأطراف المشاركة في الشركة، إلا أن اختلاف المصالح يولد صراعا، لا يحل إلا بالملكية الادارية والرقابة. من جهة أخرى فإن الأطراف ذات المصالح الخاصة تدرك أن بقاء الشركة شرط أساسي لتحقيق

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

أهدافهم، لذا يبذلون قصارى جهدهم لضمان استمرارها، وبالمثل أكد (Fama (1980). أن الشركات يمكن أن تخضع للانضباط من خلال المنافسة من الأطراف الاخرين الذين يراقبون أداء الفريق والفرد على حد سواء (ELkouiri, 2023, pp. 370-371).

قام (Fama and Jensen (1983 بإجراء دراسة على عملية صنع القرار في الشركات، وركز على دور المتفاعلين المتبقين (أصحاب الحقوق المتبقية والذين هم في الغالب المساهمين). وقد صنفا عملية صنع القرار الى قسمين: ادارة القرار والرقابة على القرار حيث يعد الوكلاء (المدرء) اللاعبين الاساسيين في هذه العملية، وقد أظهرت الدراسة أن هاتانوظيفتان متطابقتان في الشركات البسيطة، وعلى العكس من ذلك في الشركات الكبيرة فهاتانوظيفتان متفرعتان. مما يؤدي إلى ظهور مشكلة الوكالة في هذه الشركات، فهذه المشكلة نابعة عن كون صانعي القرار، الذين يضعون وينفذون قرارات الشركة ليسوا هم من يتحملون تبعات نتائج تلك القرارات على ثروة وقيمة الشركة، لخص الباحثان ضرورة التحكم في مشاكل الوكالة لضمان استمرار الشركة (Fama & Jensen, 1983, p. 301).

كما حلل (Grossman and Hart (1983 مشكلة الوكالة الناشئة عن تباين تفضيلات المخاطرة. بين أصحاب العمل (الموكلون) والوكلاء، حيث تعتمد منفعة أصحاب العمل على المستوى انتاج الوكيل (والذي بدوره عبارة عن جهد الوكيل)، وبما أن أصحاب العمل يرغبون في أقصى جهد من الوكيل، فيجب عليهم ايجاد هيكله أجور مناسبة تحفز الوكيل على بذل أقصى جهد من جهة وتخفيف تكاليف الوكالة من جهة أخرى، وقدم الباحثان نموذجاً خوارزمية في إيجاد الهيكل الأمثل للنظام التحفيزي، وأوضحا أن الهيكل الأمثل للنظام التحفيزي يتأثر بكل من موقف الوكلاء اتجاه المخاطرة وجودة المعلومات التي يمتلكها. أصحاب العمل (الموكلون) ، كما بينا أيضا أن مشكلة الحوافز لا تنشأ إذا كان الوكيل محايد اتجاه المخاطرة (Panda & Leepsa, 2017, p. 78).

وفي سياق نظرية الوكالة أيضا قامت (Eisenhardt (1989 بتصنيف نظرية الوكالة الى نموذجين: نموذج الوكالة الوضعي، ونموذج الموكل (الأصيل) _ الوكيل، ويستند كلا النموذجين على العلاقة التعاقدية بين الموكل والوكيل، إلا أن نموذج الموكل _ الوكيل أكثر رياضية، ويوضح نموذج الموكل _ الوكيل أن الموكلين محايدون تجاه المخاطرة، ويسعون للربح بينما الوكلاء نافرون من المخاطرة ويسعون لمكاسب غير مستحقة (من خلال استغلال الفرص). أما نظرية الوكالة الوضعية فتفسر أسباب مشكلة الوكالة وتكلفتها، وتقترح هذه النظرية فرضيتين: الأولى تفيد بأنه اذا كانت نتيجة العقد قائمة على الحوافز فان الوكلاء سيتصرفون لمصلحة الموكل، والثانية تفيد بأنه اذا كان لدى الموكل معلومات كافية عن الوكلاء فسيكون سلوك الوكلاء منضبطا (Panda & Leepsa, 2017, p. 78).

I-1-1-2 تعريف نظرية الوكالة

نظرية الوكالة هي النظرية التي من خلالها ينظر الى الشركة على أنها مجموعة متداخلة من العلاقات التعاقدية بين عناصر الإنتاج المختلفة، و أن هناك علاقة وكالة تنشأ عندما يتم التعاقد بين طرف معين أو أكثر "الأصيل/ الموكل Principal"، و بين طرف اخر هو الوكيل "Agent"، لأداء بعض الخدمات نيابة عنه، و تفويض له سلطات اتخاذ القرار (سعيد، صفحة 24).

وعرف جنسن و مكلين (Jensen and Meckling) سنة 1976 نظرية الوكالة على أنها "عقد يتفق بمقتضاه شخص أو أكثر يسمى (الأصيل او الموكل)، مع شخص آخر يسمى (الوكيل) لأداء بعض الخدمات (أو الأعمال) نيابة عنهم، و الذي يتضمن سلطة اتخاذ بعض القرارات للوكيل" (JENSEN & MECKLING, 1976, p. 308).

كما يمكن القول أن نظرية الوكالة هي منظور تنظيمي يركز على حل المشكلات الناشئة. عن عدم التماثل في المعلومات، وتضارب الأهداف بين الموكل والوكيل وذلك من خلال تصميم الحوافز وآليات المراقبة التي تتضمن تلاقي المصالح بين الطرفين (Kathleen, 1989, p. 58).

من جهة أخرى تنظر نظرية الوكالة الى كيفية تأثير فصل الملكية عن الإدارة على صنع القرار. حيث تتطلب العلاقة بين المساهمين و المديرين آليات رقابية لضمان أن يتصرف المديرون بما يحقق أفضل مصلحة للمساهمين (Fama & Jensen, 1983, p. 302).

وبناء على ما سبق يمكن استخلاص تعريف شامل لنظرية الوكالة وهو أن نظرية الوكالة تدرس العلاقة بين طرفين الموكل الذي يفوض السلطة، والوكيل الذي يتخذ القرارات نيابة عنه. حيث تنشأ مشكلات بسبب تضارب المصالح وعدم تماثل المعلومات، مما قد يؤدي الى سوء استغلال الوكيل لصالحه لتحقيق منفعه الشخصية على حساب الموكل. تقدم النظرية حلولاً مثل الحوافز المالية والرقابة والعقود المحكمة، لتقليل هذه المخاطر، وتطبق في مجالات مثل حوكمة الشركات والإدارة العامة لضمان التوافق بين أهداف الطرفين.

I-1-2 إفتراضات نظرية الوكالة

تبنى كل نظرية على مجموعة من الفرضيات. ونظرية الوكالة كغيرها من النظريات تقوم على مجموعة من الفرضيات التي يمكن تلخيصها فيما يلي:

I-1-2-1 فرضية كفاءة السوق:

يفترض فرض كفاءة السوق المالية أن القيمة السوقية للأوراق المالية (خاصة الأسهم العادية) تعكس جميع المعلومات المتاحة بشكل كامل وسريع وموضوعي، سواءً كانت مستمدة من القوائم المالية أو التحليلات أو التقارير، مما يجعل من المستحيل تحقيق عوائد غير اعتيادية بشكل مستمر. وتشير الدراسات إلى أن أسعار الأسهم تتكيف بسرعة مع المعلومات الجديدة، مما يعكس وعي المستثمرين بتأثير الطرائق المحاسبية المختلفة، وبالتالي لا يمكن خداع السوق بالممارسات المحاسبية المضللة. كما يركز هذا الفرض على فرضيتين رئيسيتين: أولاً أن المعلومات المحاسبية تمكن السوق من تحديد القيمة الاقتصادية للشركة بدقة، وثانياً أن الأسواق تسهم في التوزيع الكفوء للموارد الاقتصادية. ويمكن تصنيف كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاث أصناف كما يلي: (محمد نوري و خلف سلمان ، 2014، صفحة 20)

- **السوق المالية ذات الكفاءة الضعيفة:** تعكس أسعار الأسهم في هذا السوق المعلومات التاريخية ذات العلاقة بالورقة المالية وحجم التداول، الأمر الذي يجعل المستثمرين غير قادرين على تحقيق عائدات بناء على المعلومات التاريخية؛

- **السوق المالية ذات الكفاءة شبه القوية:** على عكس السوق الأولى، فإن الأسعار على مستوى هذه السوق تعكس المعلومات التاريخية والمعلومات المالية الجديدة والإفصاح عن الأرباح المحققة والسياسات المالية العامة للشركة؛

- **السوق المالية ذات الكفاءة القوية:** يفترض في هذه السوق توفر كل المعلومات المالية العامة والخاصة، مما يجعل سرعة استجابة المستثمرين لهذه التغيرات كبيرة وفورية، كما يفترض توفر نسبة من الإدراك والوعي بالممارسات المحاسبية وعالم الأعمال لدى المستثمرين (تغليسية، 2017/2018، صفحة 5).

I-1-2-2 فرضية تضارب المصالح

تشير نظرية الوكالة إلى انه في أسواق العمل ورأس المال، يتجه الوكلاء إلى تعظيم منفعتهم الخاصة على حساب حملة الأسهم في الشركة. إذ أن الوكلاء يمتلكون القدرة على أن يعملوا على تحقيق مصالحهم الشخصية مفضلين ذلك على مصالح المالكين (الأصلاء) بسبب عدم تماثل المعلومات بينهم وبين المالكين، وعليه يعرف المدراء أفضل من المالكين فيما إذا أنهم قادرين على تحقيق أهداف حملة الأسهم، والدليل على السلوك الإداري في الحرص على المصلحة هو استهلاك بعض موارد الشركة على شكل اجر إضافي، وتجنب المواقف التي تنطوي على المخاطرة.

I-1-2-3 فرضية تباين المعلومات

تفترض نظرية الوكالة أن المالك غير قادر على مراقبة جميع أعمال الإدارة وأن أعمال الإدارة من الممكن أن تكون مختلفة عن تلك التي يفضلها الملاك ويحدث أحيانا هذا أما بسبب الاختلاف في أهداف ورغبات الإدارة أو بسبب أن الإدارة تحاول التهرب من العمل وخداع المالكين وهذا ما يطلق عليه عدم تماثل المعلومات، وبذلك يستعمل الوكيل معلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة الأصيل، ومن الممكن أن يفصح الوكيل عن بعض هذه المعلومات، ويخفي البعض الآخر (محمد نوري و خلف سلمان ، 2014، صفحة 22).

I-1-2-4 الاختلاف في الأفضليات وتحمل المخاطرة

يعود الاختلاف في الأفضليات والأهداف المرجوة بين الأصيل والوكيل إلى اختلاف مصالحهم، فبينما نجد الأصيل يحاول جاهدا الحصول والانتفاع بقدر أقصى من جهد وعمل الوكيل مقابل أجر معقول، نجد الوكيل بدوره يسعى للحصول على نسبة كبيرة من الحوافز والمكافآت مقابل جهد مبذول أقل.

كذلك هو الحال بالنسبة لدرجة تحمل المخاطر التي تختلف عند كلا الطرفين، فالوكيل يتجنب ويتعد عن المخاطرة على عكس الأصيل الذي يسعى إلى مشاركة وتقسيم المخاطرة مع الوكيل (تغليسية، 2018/2017، صفحة 7).

I-1-3 الانتقادات الموجهة لنظرية الوكالة

تعد نظرية الوكالة (Agency Theory) من النظريات الأساسية في مجال الإدارة و الاقتصاد، والتي تدرس العلاقة بين الموكل (Agent) و الوكيل (Principal)، حيث يوجد تضارب محتمل في المصالح بين الطرفين بسبب عدم التماثل المعلوماتي والمخاطر الأخلاقية، ومع ذلك واجهت هذه النظرية العديد من الانتقادات.

-تبسيط العلاقات المعقدة: تنتقد النظرية لافتراضها أن العلاقة بين الموكل والوكيل ثنائية ومباشرة بينما في الواقع قد تكون هناك شبكة معقدة من العلاقات (مثل مجلس الإدارة، المساهمين، الإدارة التنفيذية، الدائنين وغيرهم) (Kathleen, 1989, p. 58).

-إهمال العوامل النفسية والاجتماعية: تفترض النظرية أن الافراد عقلانيون ويسعون لتعظيم منفعتهم الشخصية فقط متجاهلة دوافع أخرى مثل: الولاء التنظيمي أو القيم الأخلاقية (Ghoshal, 2005, p. 80).

-التركيز المفرط على الحوافز المالية: تعتمد النظرية بشكل كبير على العقود المالية (مثل المكافآت أم الأسهم) لحل مشكل الوكالة بينما قد تكون عوامل أخرى (مثل الثقافة التنظيمية أو الرقابة غير المالية) أكثر فعالية (Jensen & Meckling, 1976, p. 312).

-صعوبة قياس تكاليف الوكالة: يصعب علميا قياس التكاليف المرتبطة بتضارب المصالح (مثل تكاليف الرقابة أو فقدان القيمة) مما يجعل تطبيق النظرية تحديا (Fama & Jensen, 1983, p. 307).

-إغفال دور البيئة التنظيمية: لاتأخذ النظرية في الإعتبار تأثير العوامل الخارجية (مثل القوانين أو الثقافة المجتمعية) على سلوك الوكيل. (Daily, Dalton, & Cannella Jr, 2003, p. 372).

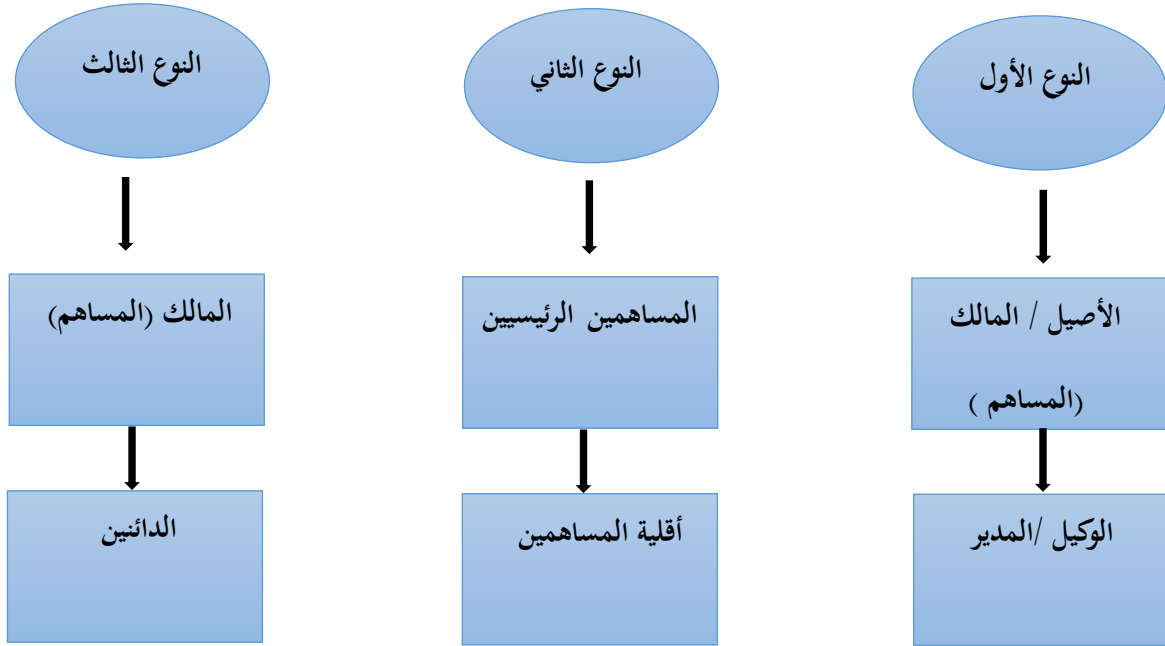
-افتراض الصراع الدائم بين الأطراف: تفترض النظرية أن الموكل والوكيل في صراع دائم بينما في الواقع قد تسود الثقة أو التعاون في الكثير من الحالات (Davis, David, & Donaldson, 1997, pp. 20-22).

-محدودية التطبيق في المنظمات غير الربحية: صممت النظرية في الأصل للشركات الربحية مما يجعل تطبيقها على القطاع العام أو الجمعيات غير الربحية غير ملائم (Puyvelde, Caers, & Jegers, 2012).

2-I تكاليف ومشاكل الوكالة

1-2-I مشاكل الوكالة

الشكل رقم (1-I): أنواع مشاكل الوكالة



Source : Brahmadev Panda & nm Leepsa, Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives, *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), June 2017, p 51.

تصنف مشاكل الوكالة إلى ثلاثة أنواع؛ النوع الأول بين الأصيل (صاحب العمل) و الوكيل (الموظف)، والنوع الثاني ويكون بين المساهمين الرئيسيين (المساهمين المسيطرين) و المساهمين الثانويين (صغار المساهمين)، أما النوع الثالث من مشاكل الوكالة فتحدث بين الملاك وأصحاب المصلحة الآخرون (الدائنين، الموظفين والعملاء).

1-1-2-I مشكلة الأصيل - الوكيل.

ينشأ هذا النوع من المشاكل غالباً نتيجة فصل الملكية عن الإدارة، حيث يقوم المساهمون (المالكون) بتفويض سلطة إدارة الشركة إلى مدراء (وكلاء) يتصرفون نيابة عنهم، مما يؤدي إلى تضارب المصالح المحتمل بين الطرفين. بسبب عدم التماثل (Information Asymmetry)، وضعف آليات الرقابة، حيث قد يتبع المدراء سياسات تخدم مصالحهم الشخصية (مثل تعظيم المكاسب قصيرة الأجل أو تجنب المخاطر) على حساب تعظيم قيمة الشركة لمصلحة المساهمين. هذا الوضع يُفضي في كثير من الأحيان إلى صراع المصالح بين الملاك (الأصيل) والإدارة (الوكيل)، مما قد يُضعف الكفاءة التشغيلية ويُقلل من قيمة المؤسسة في الأجل الطويل (Boshkosha, 2015, p. 205).

I-2-1-2 مشكلة الأصيل - الأصيل.

وينشأ هذا النوع من مشاكل الوكالة بسبب الصراع القائم بين الملاك الرئيسيين والذين يملكون أغلبية أسهم الشركة وبين الملاك الثانويين الذين لديهم جزء أقل من الصبح في الشركة (Panda & Leepsa, 2017, p. 80)، أين يتصرف المساهمون المسيطرون بعدة طرق من شأنها زيادة ثروتهم مستغلين بذلك وضعيتهم في الشركة (امتلاك أغلبية الأسهم) ما يؤثر على صغار المساهمين عن طريق التصرف ضد إرادتهم بالتالي التقليل من ثروتهم (Madaschi, 2010, p. 19).

I-2-1-3 مشكلة الأصيل - أصحاب المصلحة

تحدث مشكلة صراع المصالح عندما يضع المالكون (المساهمون) مصالحهم الشخصية فوق مصالح الآخرين (Madaschi, 2010, p. 20). حيث يتحمل المقرضون الخسائر إذا فشلت الشركة، لكنهم لا يحصلون على حصة من الأرباح الكبيرة التي تنجم عن القروض. في المقابل، قد يدفع المالكون لاستثمار أموال الشركة في مشاريع خطيرة لتحقيق أرباح سريعة، حتى لو عرّض ذلك المقرضين للخطر (Islam, 2010, p. 179). المشكلة لا تقتصر على المقرضين، بل تشمل أيضًا العمال والعملاء؛ فقد تقلل الشركة من أجور العمال أو تخدع العملاء لتحقيق أرباح أكثر، مما ينتهك مبادئ العدالة ويضر بمستقبل الجميع (Wahida, 2014).

I-2-2-1 تكاليف الوكالة

هناك ثلاثة أنواع من تكاليف الوكالة هي :

I-2-2-1-1 تكاليف الإشراف والمتابعة:

وهي تلك التي يتكبدها الأصيل لمنع تصرفات الوكيل التي يمكن أن تسبب له الأذى، وبالطبع، سيستخدم الأصيل أدوات رقابية لمحاولة احتواء عواقب أي سلوك انتهازي للوكيل، ولتنفيذ أنظمة المكافآت لتقليل تضارب المصالح. وتشمل هذه التكاليف تكاليف الحصول على المعلومات عن أداء الوكيل، وتكاليف التواصل مع المساهمين من أجل تبادل المعلومات، وكذلك مدى الالتزام بنظام الحوافز والمكافآت والتعويضات المقررة بالعقد (خيري ي.، 2022، صفحة 9).

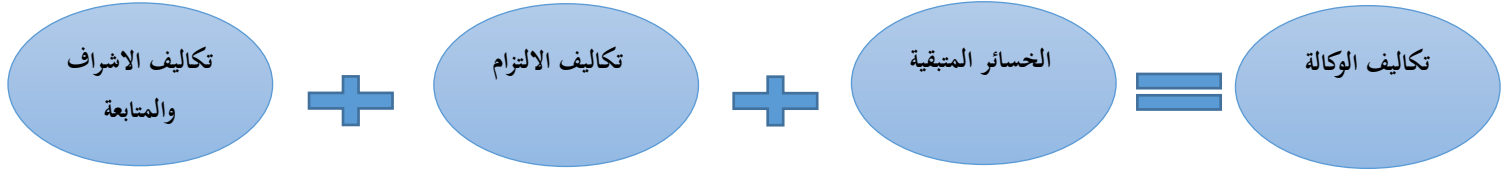
I-2-2-2-2 تكاليف الإلتزام :

هي تلك التكاليف التي يتحملها الوكيل من أجل إثبات صحة القرارات والإجراءات المتخذة من قبله وأنها تحقق منافع للوكيل والاصيل معا . وقد يلجأ الوكيل لوضع شروط والالتزامات في العقد من أجل كسب ثقة الاصيل، مثل الإلتزام بتقديم معلومات صحيحة أو إتخاذ إجراءات رقابية داخلية من أجل تقليل المخاطر والحفاظة على اصول الشركة وتحقيق منافع للجميع أو وضع بعض التعويضات عن أي إجراء سلمي يتخذ من قبل الوكيل (الخفاجي، زبيّن، و عبدالله، 2021، صفحة 211).

I-2-2-3 الخسائر المتبقية:

هي مصاريف متصلة بالأصيل والوكيل والناجمة عن التعارض المستمر للمصالح بين المتعاقدين في علاقة الوكالة، كالتخصيص السيء للموارد والإختيار الإستراتيجي غير الأمثل، والتي تدعى كذلك بتكاليف الفرصة البديلة (عيادي، صفحة 217).

الشكل رقم (I-2) : أنواع تكاليف الوكالة



Source: Issam MF Saltaji, *Corporate Governance and Agency theory; How to Control Agency Costs, Internal Auditing & Risk Management, Anul VIII, Nr.4(32), December 2013, P 51*

I-2-3 حلول مشاكل الوكالة

قام العديد من الباحثين بوضع العديد من الحلول الفعالة لحل مشاكل الوكالة، والتي من شأنها تخفيض حدة الصراع الأصيل - الوكيل من جهة والتقليل من تكاليف الوكالة من جهة أخرى نذكرها كالآتي:

I-2-3-1 التعويضات الإدارية:

تلعب التعويضات الإدارية دورًا مهمًا في تحفيز المديرين على أداء أفضل داخل الشركة. وتشمل هذه التعويضات كافة المزايا المالية وغير المالية الناتجة عن علاقة الوكالة، حيث يتميز الحافز عن المكافأة في أن الحوافز تُحدد مسبقًا (قبل الأداء) لتشجيع الوكيل على العمل، بينما تُحدد المكافآت بعد تحقيق النتائج (Pepper & Gore, 2012, p. 14).
تهدف الحوافز الإدارية إلى تقليل التعارض بين مصالح الإدارة والمساهمين، إذ تعمل على مواءمة مصلحة الطرفين لتحقيق هدف مشترك يتمثل في تعزيز القيمة الاقتصادية للشركة وتحسين أدائها من خلال ربط الحوافز بالإنجازات المحققة (فرهود، صفحة 393).

أما المكافآت الإدارية التي يتم منحها للمديرين فتعتبر أحد أهم آليات الحوكمة المؤسسية داخل الشركات، فمنح المكافآت للمديرين يعمل على تحفيزهم للقيام باتخاذ قرارات تصب في مصلحة الشركة وتعظم الثروة للمالكين (المساهمين) فيها (زريقات، الغرابية، و الحداد، 2016).

I-2-3-2 الملكية الإدارية:

الملكية الادارية تعني امتلاك المدراء وأعضاء مجلس الإدارة لأسهم في الشركة، مما يُسهم في تخفيف مشكلة الوكالة الناشئة عن الفصل بين الملكية والإدارة. فعندما يمتلك المدراء حصصًا في الشركة، يقل صراع المصالح بينهم وبين المساهمين، مما يعزز تحقيق المنافع المشتركة (الرحيم، 2015، صفحة 163). كما أن منح الأسهم للإدارة يعزز انتماءهم للشركة، ويجفزههم على العمل بكفاءة، مما يُحقق التوافق بين مصالح المدراء والملاك (Panda & Leepsa, 2017, p. 83).

I-2-3-3 تنفيذ العقد الامثل:

يعتمد هذا الحل على صياغة عقود تدمج بين التحفيز والمراقبة، وترتبط بين الأداء الفعلي والمكافآت، مما يقلل من فرص التلاعب من قبل الوكلاء. وقد أوضحت (Eisenhart (1989 أن العقود المثلى تمثل وسيلة فعالة للحد من المخاطر السلوكية في العلاقات التعاقدية (Kathleen, 1989, p. 61).

I-2-3-4 المديونية:

تلعب المديونية دورًا محوريًا في الحد من مشكلات الوكالة التي تنشأ بين المالكين والمديرين. إذ تساهم في خلق نوع من الانضباط المالي والإداري داخل المنظمة. فبحسب (Jensen 1986)، فإن استخدام الدين يُقلل التدفقات النقدية الحرة المتاحة للإدارة، الأمر الذي يحدّ من احتمالية توجيه هذه الموارد نحو استثمارات غير مجدية أو نحو تعظيم منافع شخصية، وهو ما يُعرف بـ "فرضية التدفق النقدي الحر" (Jensen M. C., 1986, p. 323). كما أن التزامات سداد الدين تفرض نوعًا من الرقابة الخارجية من قبل الدائنين الذين يتابعون أداء الشركة من خلال شروط تعاقدية صارمة، مما يعزز الشفافية ويحد من السلوك الانحرافي للإدارة، وفق ما أوضحه (Harris & Raviv (1990 في إطار دور الدين كمصدر للمعلومات والانضباط (Harris & Raviv, 1990, p. 322). ومن جانب آخر، تشير دراسة (Grossman (1982 وhart إلى أن احتمالية الإفلاس الناتجة عن العجز في سداد الديون تخلق دافعًا قويًا لدى المديرين لأداء وظائفهم بكفاءة عالية، نظرًا لارتباط مصيرهم المهني بمصير الشركة نفسها (Grossman & Hart, 1982, p. 110). وعليه فإن المديونية لا تُعد مجرد وسيلة تمويل بل تشكل آلية حوكمة فعالة تساهم في تحقيق التوازن بين مصالح الأطراف وتعزز من جودة القرارات الإدارية داخل الشركة.

I-2-3-5 الملكية المركزة:

حيث يساهم تركيز ملكية في يد القليل من المساهمين إلى وضع إجراءات أكثر صرامة في مراقبة تصرفات الإدارة، فضلًا عن إختيار الأمثل للمدراء من يمثلون مصلحة المساهمين، حيث تفترض نظرية الوكالة أن تركيز الوكالة يعزز من قدرة المساهمين في مراقبة إدارة الشركة ومنعها من إتخاذ القرارات التي تخدم المصالح الذاتية للإدارة والتي تؤثر سلبًا على أداء الشركة، حيث من المتوقع أن الشركات التي لديها نسبة مرتفعة من تركيز الملكية سوف تتحمل تكاليف وكالة أقل (حمدان، السريع، و عناسوه، 2016، صفحة 84).

I-2-3-6 توزيعات الأرباح:

يؤدي توزيع الأرباح كأرباح الأسهم إلى انخفاض مشاكل الوكالة، حيث أن توزيع الأرباح يقلل من الأموال الداخلية، لذلك يجب على الشركة جذب أموال خارجية لتمويلها لذلك، يحتاج المديرون إلى جعل الشركة تعمل بشكل أفضل من أجل إغراء المشاركين في السوق، تحل توزيعات الأرباح أيضا مشكلة تعارض الوكالة بين المساهمين الداخليين والخارجيين (Panda & Leepsa, 2017, p. 83).

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

تؤثر سياسة توزيع الأرباح على تكاليف الوكالة بين المساهمين والإدارة، حيث تشير الزيادة فيها إلى التزام الإدارة بكفاءة استخدام الموارد المالية وتجنب تحويل الفوائض النقدية لتحقيق منافع شخصية عبر استثمارات غير مثلى. وفقاً لنظرية الوكالة، يُحدث التوزيع المكثف للأرباح تقليصاً للسيولة المتاحة للإدارة، مما يقلل فرص الانحراف نحو قرارات استثمارية تعزز مصالحها الخاصة على حساب تعظيم قيمة الشركة. بالتالي، يُعتبر ارتفاع التوزيعات آلية رقابية تحد من تعارض المصالح، مما يعزز الثقة ويخفض تكاليف الوكالة، وينعكس إيجاباً على القيمة السوقية للشركة (بريش و بدروني ، 2016، صفحة 146).

I-2-3-7 الحد من عدم تماثل المعلومات:

يتحقق ذلك من خلال تعزيز الإفصاح المالي والشفافية في التقارير الدورية، مما يسمح للأصيل بمتابعة أداء الوكيل بدقة. وقد بين (Healy & Palepu (2001 أن زيادة الإفصاح يقلل من فجوة المعلومات ويجد من السلوك الإنتهازي (Paul & Krishna, 2001, p. 408).

I-2-3-8 آليات الحوكمة :

والسبب الرئيسي لظهور آليات الحوكمة هو الحد من مشاكل الوكالة . حيث تعتبر مجموعة آليات التحكم والمراقبة التي تتبناها الشركة لمنع أو ردع المدراء الذين يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية عن المشاركة في الأنشطة التي تضر مصالح المساهمين، مستوى توافق الأطراف ذات المصلحة داخل الشركة يعكس مدى جودة حوكمة الشركات (Boshkosha, 2015, p. 206).

I-3-العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة

في سياق حوكمة الشركات، تُعد تكاليف الوكالة أحد المفاهيم المحورية التي نشأت عن الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات الحديثة، كما وضحها جينسن وميكلينج (1976). تنشأ هذه التكاليف نتيجة تضارب المصالح المحتمل بين الوكلاء (المديرين) الذين يسعون لتحقيق مصالحهم الخاصة، والأصلاء (الملاك) الذين يهدفون إلى تعظيم قيمة استثماراتهم. تبرز هذه التكاليف في شكل مصاريف الرقابة والإشراف، وتكاليف وضع آليات لضمان توافق المصالح، بالإضافة إلى الخسائر المتبقية الناتجة عن السلوكيات الانتهازية التي لا يمكن منعها بالكامل.

يهدف هذا الجزء من الدراسة إلى استكشاف و تحليل العوامل المتعددة التي تؤثر على مستوى تكاليف الوكالة. سنركز بشكل خاص على آليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية التي يمكن أن تسهم في تخفيف هذه التكاليف أو زيادتها. يتضمن ذلك دراسة معمقة لدور مجلس الإدارة بخصائصه المختلفة (مثل استقلالية الأعضاء، الحجم، ازدواجية الرئيس التنفيذي، وعدد الاجتماعات، والتنوع الجنسي)، وتأثير هيكل الملكية (تركيز الملكية، ملكية مجلس الإدارة، الملكية

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

المؤسسية، الملكية الأجنبية، والملكية العائلية). إضافة إلى ذلك، سنبحث في العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة، وأخيراً، سنتناول بعض العوامل الأخرى مثل مستوى الاستدانة وحجم الشركة التي تلعب دوراً مهماً في تحديد هذه التكاليف. يهدف هذا التحليل إلى تقديم فهم شامل لكيفية تفاعل هذه العوامل مع بعضها البعض لتشكيل هيكل تكاليف الوكالة في المؤسسات، مما يفتح آفاقاً لدراسات مستقبلية حول تحسين ممارسات الحوكمة لتعزيز كفاءة الشركات.

I-3-1 مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة:

- العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة:

وفقاً لنظرية الوكالة التي قدمها جينسن وميكلينج (1976) يعتقد أن استقلالية مجلس الإدارة المتمثلة في وجود أعضاء غير تنفيذيين لارتباطهم علاقة مهنية أو مادية مع الشركة تخفف من هذه التكاليف عبر تعزيز الرقابة على القرارات الإدارية ومنع السلوك الانتهازي مثل الإفراط في تجنيد الموارد. (JENSEN & MECKLING, 1976) ويأيد هذه الفكرة (Mobbs 2013) حيث يرى أنه انطلاقاً من نظرية الوكالة فإن لتخفيض تكلفة الوكالة يجب أن يشمل مجلس الإدارة على نسبة كبيرة من الأعضاء المستقلين، وإستقلالية أعضاء مجلس الإدارة تساهم في خفض تكاليف الوكالة. (حمدان ع., 2016، صفحة 484) كما تشير كذلك دراسة (Fama & Jensen) أن وجود نسبة عالية من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يرتبط بإنخفاض مستويات تكاليف الوكالة من خلال دعم ممارسات الحوكمة الرشيدة وتعزيز الشفافية في التقارير المالية، واتخاذ القرارات الإستراتيجية (Fama & Jensen, 1983). كما تؤكد الأدبيات على أن الإستقلالية تتيح للمجلس القدرة على مساءلة الإدارة العليا من دون ضغوط داخليا أو مصالح متضاربة مما يعزز ثقة المستثمرين ويخفض من مخاطر عدم تماثل المعلومات (Brickley, Coles, & Terry, 1994). في المقابل يمكن أن يؤدي إزداد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى ضعف درجة التنسيق بين الأعضاء، وإلى زيادة الأعضاء الأقل دراية بتفاصيل عمليات المنشأة، وهو ما يمكن أن يخفض في فاعلية دور المجلس الرقابي على الإدارة ومن ثم ارتفاع تكلفة الوكالة (الباقي و المبارك، 2022). كما تؤكد دراسة (حمدان ع., 2016) أن زيادة استقلالية مجلس الإدارة تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة. فيما وجد (شقور، 2017) في دراسته أن تكاليف الوكالة لا تتأثر بنسبة الأعضاء المستقلين في البنوك التجارية في بورصة عمان.

-العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة:

هناك العديد من الآراء حول ارتباط حجم مجلس الإدارة بتكاليف الوكالة. فمن ناحية، يمكن أن تساهم زيادة أعضاء مجلس الإدارة في توفير المزيد من الرقابة الفعالة على الإدارة العليا، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى انخفاض تكلفة الوكالة خصوصاً إذا كان اختيار أعضاء مجلس الإدارة ممن يمتلكون المهارات، الخبرات، والمؤهلات اللازمة. ومن ناحية أخرى، يمكن أن تساهم زيادة أعضاء مجلس الإدارة في ارتفاع تكاليف الوكالة من خلال ارتفاع التعويضات والمكافآت التي يحصل عليها أعضاء المجلس بالإضافة إلى انخفاض الفاعلية وزيادة التعقيد في عمليات التنسيق وصنع القرار عندما يكون المجلس كبيراً (الباقي و المبارك، 2022).

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

تشكل العلاقة بين تكاليف الوكالة وحجم مجلس الإدارة محورا مهما في دراسات الحوكمة المؤسسية. إذ ينظر إلى مجلس الإدارة كأداة رقابية رئيسية للحد من السلوك الإنتهازي للمديرين، وبالتالي تقليص تكاليف الوكالة الناشئة عن فصل الملكية عن الإدارة (Fama & Jensen, 1983)، وقد تناول العديد من الباحثين هذه العلاقة من عدة زوايا ولكل ابرزهم (جينسن 1983) الذي أكد أن زيادة حجم المجلس قد يؤدي إلى ضعف الرقابة الداخلية وتضخيم التكاليف الناجمة عن تعقيد الإتصالات واتخاذ القرار مما يرفع من تكاليف الوكالة (Jensen M. , 1993). في حين يرى (Yermack 1996) أن الشركات التي تمتلك مجالس إدارة صغيرة الحجم غالبا ما تقيم من السوق على نحو أفضل مما يشير الى انخفاض تكاليف الوكالة نتيجة زيادة الفاعلية الرقابية وسرعة الإستجابة (Yermack, 1996). في المقابل يرى (Coles, Daniel, & Naveen, 2008) أن الحجم الأمثل للمجلس يختلف باختلاف طبيعة الشركة، وأن الشركات المعقدة قد تستفيد من مجالس أكبر نظرا لحاجتها إلى مجموعة واسعة من المهارات والخبرات. لكن هذه الفائدة قد تتلاشى إذا زاد الحجم على نحو يؤدي إلى التراخي الجماعي وارتفاع تكاليف الوكالة.

-العلاقة بين ازدواجية الرئيس التنفيذي وتكاليف الوكالة:

أظهر كل من (Fama and Jensen 1983) أن صناع القرار الرئيسيين في المؤسسة هم أعضاء مجلس الإدارة، وتبين الأبحاث أن بعض خصائص مجلس الإدارة قد تؤثر على فعالية الدور الرقابي لأعضائه، ومنها ازدواجية المدير التنفيذي واعتبر (Eisenhardt 1989) أن الوظيفة الأساسية لمجلس الإدارة هي مراقبة تصرفات الوكيل لحماية مصالح الأصيل، ووفقا لنظرية الوكالة تعتبر ازدواجية الرئيس التنفيذي ضارة بأداء الشركة، حيث اعتبر (hermalin and Weisbach 1998) أن الجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الادارة من قبل نفس الشخص (هيكلية أحادية) هي إحدى الطرق لزيادة قوته، وقال (Dayton 1984) أن ازدواجية الرئيس التنفيذي في الشركة تقلل من دور مجلس الإدارة في السيطرة الفعالة على قرارات الرئيس التنفيذي وتؤثر سلبا على أداء الشركة، وفي هذا السياق أشار العديد من الباحثين وأبرزهم (Fama and Jensen 1983) إلى أنه يمكن تقليل مشاكل الوكالة عن طريق الفصل بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة (هيكلية ثنائية) ما يعني فصل مراقبة القرارات عن تنفيذها، في المقابل تقدم نظرية الإشراف منظورا بديلا لنظرية الوكالة تجادل ضد الانفصال وتستند إلى الازدواجية، فالإدارة الفعالة وفق نموذج الاشراف تعتمد على مبدأ وحدة القيادة لأنه عندما تقتصر المسؤوليات والقرارات على شخص واحد فإن نتائج الأداء تكون أكثر فعالية، علاوة على ذلك فإن ازدواجية الرئيس التنفيذي تساعد في الحد من التواصل غير المكتمل لرئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، وبالتالي تقليل التضارب في صنع القرار (بن سليمان، بوهالي، و قدام، 2021، صفحة 195).

-العلاقة بين عدد إجتماعات مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة:

يقوم مجلس الإدارة بأداء أعماله من خلال عقد الاجتماعات الدورية، ولقد حددت لائحة حوكمة الشركات في المادة الثانية والثلاثون الفقرة (ب) بأن على مجلس الإدارة أن يعقد أربع اجتماعات في السنة على الأقل.

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

ويمكن - نظرياً - أن تكون هناك علاقة بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة وتكلفة الوكالة. فمن ناحية، يمكن أن يشير تزايد اجتماعات مجلس الإدارة إلى نشاطهم في النهوض بأدوارهم، بما في ذلك دورهم الرقابي الذي يمكن أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة (الباي و المبارك، 2022).

وتشير نظرية الوكالة إلى أن وجود مجلس إدارة فعّال ومشارك بصورة نشطة من خلال عدد كافٍ من الاجتماعات قد يسهم في خفض فرص استغلال الإدارة لصالحها أو اتخاذ قرارات تخدم مصالحها الخاصة على حساب مصالح المالكين (JENSEN & MECKLING , 1976). في هذا السياق، يُعدّ العمل الكلاسيكي الذي قدّمه (Vafeas, 1999) من أبرز المساهمات في تحليل هذه العلاقة، حيث فحص العلاقة بين تكرار الاجتماعات وأداء الشركة من خلال عينة من الشركات الأمريكية. وقد توصل إلى أن الشركات التي عقدت عددًا أكبر من الاجتماعات في السنة التي أعقبت أداءً ماليًا ضعيفًا قد حققت لاحقًا تحسّنًا ملموسًا في أدائها التشغيلي، ما يشير إلى أن الزيادة في عدد الاجتماعات لم تكن عبئًا إداريًا بقدر ما كانت استجابة رقابية فعالة. وقد أكد أن "زيادة الاجتماعات ترتبط إيجابيًا بتحسين الأداء المستقبلي في الشركات ذات الأداء الضعيف، مما يعكس دورها في تعزيز الرقابة (Vafeas, 1999). وهذا يفسر أن زيادة التواصل والمراجعة داخل المجلس تمكن الأعضاء من إكتشاف الانحرافات السلوكية والتدخل المبكر لتصحيح المسار. غير أن العلاقة لا تبدو بهذه البساطة في جميع السياقات، إذ تشير دراسات لاحقة إلى أن الإفراط في الاجتماعات قد يحمل معه تكاليف إضافية. فعلى سبيل المثال، تشير دراسة (Kyei, Werner , & Appiah, 2022) التي تناولت العوامل الحوكمية المؤثرة في أداء البنوك الأفريقية، إلى أن عدد الاجتماعات له تأثير إيجابي على الأداء المالي، بما يعكس تفعيل الرقابة المؤسسية وتقليل السلوك الانتهازي للإدارة، مما ينعكس على تقليص التكاليف غير المباشرة المرتبطة بالوكالة. إلا أن الباحثين نبهوا إلى ضرورة أخذ الكفاءة في الحسبان، حيث أشاروا إلى أن الاجتماعات الزائدة قد تؤدي إلى رفع النفقات التشغيلية (مثل التعويضات والنقل والخدمات اللوجستية)، مما يرفع تكاليف الوكالة من زاوية أخرى في حال لم تُدار هذه الاجتماعات. من جانب آخر يرى (Nguyen, Doan, & Nguyen , 2020) في دراستهم التي تناولت حوكمة الشركات في فيتنام، أن العلاقة بين عدد الاجتماعات وتكاليف الوكالة تتأثر بحجم المجلس وتركيبته. إذ أشاروا إلى أن المجالس الكبيرة التي تعقد عددًا مرتفعًا من الاجتماعات لا تحقق دائمًا نتائج أفضل، بل على العكس، قد تعاني من انخفاض الكفاءة نتيجة بطء اتخاذ القرار وتعقيد عمليات النقاش، ما يؤدي إلى زيادة ما يسمى بـ "تكاليف التنسيق"، وهي شكل من أشكال تكاليف الوكالة التنظيمية.

-العلاقة بين الجنسين في مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة:

من القضايا التي أثارت الجدل في مجال حوكمة الشركات هي التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة، فرغم عدم وجود صلة ارتباطية واضحة بين التنوع الجنسي في مجلس الإدارة وتكلفة الوكالة، إلا أنه يمكن تصور طبيعة العلاقة بينهما استنادًا إلى بعض النظريات ومنها نظرية الوكالة التي تقترح بأن تأثير وجود الإناث في مجلس الإدارة من خلال تعزيز دور الرقابة للمجلس على سلوك المديرين سيؤدي إلى ازدهار الشركات اقتصاديًا، زيادة الربحية وحماية مصالحهم، كما تقترح

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

نظرية أصحاب المصلحة أن الإناث في مجلس الإدارة قد يهتمن باحتياجات جميع أصحاب المصلحة ويساعدن في فهم وإدارة علاقاتهم، بما يضمن تحقيق مصالحهم المختلفة، كما تعتبر نظرية الإشارة التنوع الجنسي وسيلة مميزة لإرسال إشارات موثوقة في السوق لبناء سمعتها لاسيما في ظل عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الخارجية وإدارة الشركة (بن سليمان، بوهالي، و قدام، 2021). وقد أظهرت الأدبيات أن التنوع الجنسي، إلى تحسين ممارسات الحوكمة المؤسسية بطرق متعددة. فمن خلال الدراسة التي أجراها (Adams & Ferreira, 2009) تبين أن وجود النساء في مجالس الإدارة يساهم في تحسين جودة الرقابة، إذ أظهرت النتائج أن العضوات النساء أكثر انخراطا في الاجتماعات وأكثر استعدادا لمساءلة الإدارة التنفيذية، مما يرفع فعالية المجلس كجهاز رقابي، ويقلل بالتالي من تكاليف الوكالة المرتبطة بإهمال الرقابة او التواطؤ الإداري. وفي الاتجاه ذاته كشفت دراسة (Gul, Srinidhi, & Ng, 2011) أن المجالس المتنوعة جنسيا تنتج معلومات مالية أكثر دقة وشفافية، ما يقلل من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين، ويعزز من كفاءة السوق، وهي عناصر ترتبط مباشرة بتخفيض التكاليف الناتجة عن الرقابة والإشراف. وتدعم هذه النتيجة دراسة (Terjesen, Sealy, & Singh, 2009) التي توصلت إلى أن وجود النساء في المجلس يعزز من الاستقلالية الداخلية ويضعف احتمالية التواطؤ داخل المجلس، مما يقلل من انحراف المصالح ويدعم آليات المساءلة. كما أشارت دراسة (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010) إلى أن المجالس المتنوعة جنسيا وعرقيا ترتبط بتحقيق أداء مالي أفضل، ويرتبط ذلك-جزئيا-بتحسن الحوكمة الناتج عن الرقابة الفعالة وزيادة الشفافية، وهما عاملان يحدان من تكاليف الوكالة من خلال تقليص السلوك الانتهازي وتعزيز انضباط الإدارة.

-العلاقة بين الاعضاء الاجانب في مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة:

من بين العديد من تشكيلات مجلس الإدارة الفعالة يرى منظرو نظرية الوكالة أن وجود أعضاء أجنب في مجلس الإدارة يمكن أن يعزز آليات المراقبة على سلوك المديرين التنفيذيين، وبالتالي لن يتواطؤوا مع الإداريين الداخليين لتدمير مصالح المساهمين (قدام و بودمين، 2024). فقد أوضحت دراسة (Masulis, Wang, & Xie, 2012) أن الأعضاء الأجانب يتمتعون بدرجة أعلى من الاستقلالية والمهنية، مما يُعزز من فعالية آليات الرقابة الداخلية ويُقلل من فرص التواطؤ مع الإدارة التنفيذية، وهو ما يؤدي بدوره إلى تقليص تكاليف الوكالة. وفي السياق ذاته، بينت دراسة (Oxelheim & Randøy, 2003) أن تعيين أعضاء أجنب يُعد مؤشراً على التزام الشركة بالحوكمة الرشيدة، ما يُسهم في تعزيز ثقة المستثمرين وخفض تكاليف رأس المال، كأحد أشكال التكاليف غير المباشرة المرتبطة بالوكالة. كما أظهرت دراسة (Choi & Park, 2019) أن المستثمرين الأجانب يُؤدّون دوراً رقابياً فعالاً يُسهم في الحد من تضارب المصالح وتعزيز النمو طويل الأجل، وهو ما يُعكس إيجاباً على تقليص التكاليف المرتبطة بالعلاقة بين المالك والوكيل. كما ركزت دراسة (Huo, Malik, & Wang, 2021) على أثر الأعضاء المستقلين الأجانب في البيئة الصينية، مشيرة إلى التوتر القائم بين التوافق المؤسسي وتحقيق الأداء الفعلي. وأخيراً، أظهرت دراسة (Bijoy & Mangla, 2023) أن تنوع هيكل الملكية وتركيبية

المجلس، لا سيما بوجود الأعضاء الأجانب والمستقلين، يُعد من أبرز العوامل المؤثرة في تقليص التكاليف الناتجة عن تضارب المصالح داخل الشركة .

I-3-2 هيكل الملكية وتكاليف الوكالة:

-العلاقة بين تركيز الملكية وتكاليف الوكالة

يمكن تعريف كبار الملاك بأنهم " المساهمون الذين يملكون % 5 فأكثر من أسهم". ويؤدي تركيز الملكية في أيدي كبار الملاك إلى منافع جمّة، أهمها: المفعول الإيجابي على أداء المنشأة بحسب نظرية الوكالة؛ حيث يمثل تركيز الملكية آلية مهمة لخفض تكاليف الوكالة، ووضع حد للتصرف النفعي للإدارة العليا، وتأمين الحماية لأهداف ومصالح الملاك، والمعاونة في سد الفجوة بين المصالح المتضادة بين الإدارة والملاك . كما أن تركيز الملكية تمنح كبار المساهمين محفزات لرقابة الإدارة، وكلما زادت حصة ملكية كبار الملاك، زادت محفزاتهم، لزيادة أداء الشركة ورقابة الإدارة وتخفيض الخطر، وكذلك في حالة تركيز الملكية يمكن لكبار الملاك تحقيق منافع خاصة. من خلال مراقبة تصرفات الإدارة، مما يقلل من احتمالية سعيها إلى تأمين مصلحتها الخاصة التي تتعارض في أغلب الأوقات مع مصالح الملاك (سمور و درغام، 2020).

-العلاقة بين ملكية مجلس الإدارة وتكاليف الوكالة

إن علاقة الوكالة بين ملاك الشركة ومديريها تؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة ، لأن المديرين قد لا يعملون لصالح الملاك بقدر ما يعملون لصالحهم ، ويتمثل هذا السلوك المعمول به من طرف المديرين في الإشراف في تخصيص العلاوات لأنفسهم واختيار الفرص الاستثمارية بناء على مصالحهم الذاتية وغيرها من الاساليب التي تلي مصالحهم وتزيد من ثروتهم، وللحفاظ على حالة التوازن بين مصالح المديرين والملاك لابد من مراقبة هذا السلوك من قبل الملاك الذي بدوره يحتاج إلى تكاليف، ومن خلال الدراسات التي درست علاقة ملكية المديرين في اسهم الشركة وتكاليف الوكالة اثبت وجود تأثيرا عكسيا بينهم (حمدان، السريع ، و عناسوه، 2016، صفحة 85).

-العلاقة بين الملكية المؤسسية وتكاليف الوكالة:

توصل كل من (Berle & Means 1932) إلى أن الشركات التي تكون فيها نسبة الملكية المؤسسية عالية لديها تكاليف وكالة أقل ، لأن المالكين المؤسسين لديهم القدرة على التحكم في سلوك الإدارة وكذلك الحصول على الكثير من المعلومات التي قد لا تكون متاحة للمستثمرين الآخرين، كما أن وجودها يمنح الشركة الوصاية بسبب قلة السيولة في أسهمها وعدم تداولها في السوق المالي. بالعودة إلى العلاقة في ضوء ما سبق من المتوقع أن يكون لنسبة الملكية تأثيرا على تكاليف الوكالة. (زريقا، الغرابية ، و الحداد، 2016، صفحة 313). وقد اشارت دراسة (Cornett , Saunders , Tehranian, & Marcus, 2007) أن الملكية المؤسسية المرتفعة جدا قد تؤدي إلى تحالفات مع الإدارة، مما يزيد من تكاليف الوكالة. في حين وجدت دراسة (Tumiwa & Mamuaya , 2018) أن كل من الملكية الإدارية والمؤسسية ليس لهما تأثير على تكاليف الوكالة في شركات التصنيع المدرجة في بورصة أندونيسيا.

-العلاقة بين الملكية الأجنبية وتكاليف الوكالة:

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 وخدمة مصلحة الملاك، نظراً للقدر الكبير 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 (السريتي، 2022).

-العلاقة بين الملكية العائلية وتكاليف الوكالة:

تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين تكاليف الوكالة والملكية العائلية، مشيرة إلى أن هذه العلاقة معقدة وتتأثر بعوامل مثل الجيل المسيّر، درجة المشاركة العائلية، ومستوى الحوكمة. فقد أظهرت دراسة (Blanco, Puente, & Castrillo, 2007) أن تكاليف الوكالة تكون أقل في الجيل الأول من الشركات العائلية لكنها تزداد لاحقاً. وبيّنت دراسة (Ibrahim & Samad, 2011) أن حوكمة الشركات تؤثر في تكاليف الوكالة بشكل مختلف بين الشركات العائلية وغير العائلية، حيث يضعف دور المديرين المستقلين في الشركات العائلية. أما (Wangfeng & Lihong, 2015) فقد وجدوا أن تزايد ملكية العائلة وانفصال الملكية عن الإدارة يزيد من تكاليف الوكالة، بينما يساهم انخراط العائلة بالإدارة في تقليلها. ووفقاً ل (Villalonga & Amit, 2006)، فإن الشركات التي يديرها المؤسس تحقق قيمة أعلى، مما يدل على انخفاض تكاليف الوكالة، بعكس ما يحدث عندما يديرها الورثة. كما أظهرت دراسة (Steijvers & Voordeckers, 2009) أن الشركات العائلية الخاصة تواجه تكاليف وكالة أعلى عند الاقتراض بسبب ضعف الشفافية.

I-3-3 العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتكاليف الوكالة

إن أحد الآليات المهمة التي يلجأ إليها ملاك الشركة لتخفيض تكاليف الوكالة هو تخفيض ما لدى المدراء من تدفقات نقدية حرة، عبر تصويتهم بتوزيع الأرباح لتفادي استغلال الإدارة لها في تحقيق مصالحها الشخصية. وبشكل آخر، فإن الملاك هم من سيقدر كم من العوائد سوف تستثمر، وكم سيبقى 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 ع.، 2016، صفحة 505). حيث يرى (Jensen M. C., 1986) في دراسته الشهيرة أن زيادة توزيعات الأرباح تقلل من الأموال المتاحة للمديرين وبالتالي تقلل من فرص التوسع في المشاريع غير المربحة، مما يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة. كما يشير (SIMANE, 2023) أن دفع الأرباح يرتبط سلباً بنسبة دوران الأصول، مما يشير إلى علاقة إيجابية مع تكاليف الوكالة. ومع ذلك عند استخدام نسبة مصاريف الإدارة كمؤشر لتكاليف الوكالة، تبين أن دفع الأرباح يساعد في تقليل هذه التكاليف، مما يتماشى مع نظرية الوكالة. ووفقاً لنظرية الوكالة فإن التوزيعات المرتفعة للأرباح ترتبط بنمو التمويل الخارجي ذو التكاليف المنخفضة. فالشركات تقارن بين تكلفة التمويل الداخلي والخارجي وتلجأ إلى توزيع

أرباحها والاستعانة بالتمويل الخارجي ذو التكلفة المنخفضة. وقد وجدت دراسة (Le Sum 2016) أن توزيعات الأرباح تساهم كذلك في تخفيض تكاليف الوكالة ومن ثم تسهيل الحصول على التمويل الخارجي عبر تسكين نزاعات الوكالة. كما أكدت دراسة (Borokhovish et al 2005) الدور الايجابي للتوزيعات في تخفيض تكاليف الوكالة في بيئة الشركات الأمريكية. وبشكل عام فإن هناك اتفاق واسع في أدبيات الإدارة المالية حول الدور المهم للتوزيعات في تخفيض تكاليف الوكالة (حمدان ع.، 2016، صفحة 507).

I-3-4 عوامل أخرى مؤثرة على تكاليف الوكالة:

-العلاقة بين تكاليف الوكالة ومستوى الاستدانة:

تشير نظرية الوكالة إلى أن اختيار هيكل رأس المال المناسب قد يساعد في تخفيف تكاليف الوكالة، حيث أن حجم المديونية (الرفع المالي) في هيكل رأس المال ممكن أن تؤثر وبشكل كبير على قيمة الشركة (بوكرومة و عبيدات، 2019، صفحة 135). حيث اقترح كل من (Jensen & Meckling 1976) وجود هيكل رأس مال أمثل، يمكن أن يقلل من تكاليف الوكالة، حيث أن زيادة استخدام الدين سوف يقلل من الملكية الأساسية وهذا يؤدي إلى زيادة نسبة ملكية المديرين، وعليه تتطابق اهتماماتهم مع اهتمامات المالكين. أما (William 1987) فيشير إلى أن الرفع المالي يعمل على تقليل تكاليف الوكالة وزيادة قيمة الشركة من خلال تشجيع المديرين على العمل أكثر لصالح أصحاب الأسهم، بحيث تُعرف هذه الحجة باسم نظرية الوكالة. إذ قد يؤدي رفع نسبة المديونية في تركيبة رأس المال إلى تقليل تكاليف الوكالة (من خلال تقليل تكاليف الإشراف والمتابعة، والنفقات المانعة من قبل الوكيل، والخسائر المتبقية، والضغط على الإدارة والتقليل من قدرتهم على تحقيق مصالحهم الشخصية وتقليل الاستثمار الزائدة)، ويعرض الشركة لمراقبة والتدقيق الخارجي، حيث أن الدائنين قبل أن يزودوا الشركة بالأموال فإنهم يقومون بتحليل مركزها المالي وكذلك تقييم المخاطر (بوكرومة و عبيدات، 2019، الصفحات 130 - 131). في حين توصلت نتائج دراسة (شقور، 2017) أن تكاليف الوكالة تزداد بزيادة التمويل بالدين.

-العلاقة بين حجم الشركة وتكاليف الوكالة:

يعتبر حجم الشركة من أهم محددات الهيكل المالي (بن عزيزة و زعيبط، 2019، صفحة 244). أما فيما يتعلق بتكلفة الوكالة وعلاقته بحجم الشركة (زريقات، الغرابية، و الحداد، 2016، صفحة 319)، فقد توصل (JENSEN & MECKLING, 1976) أن زيادة حجم الشركة تؤدي إلى تعقيد في هياكل الإدارية وازدياد الفجوة بين الملاك والمديرين، مما يزيد من فرص السلوك الانتهازي ويرفع من تكاليف الوكالة. كما يدعم (Fama & Jensen, 1983) هذا الطرح من خلال تأكيدهما على أن نمو الشركات يصعب من عمليات الرقابة الفعالة، لاسيما في بيئات تفتقر إلى حوكمة مؤسسية قوية. في حين اوضحت دراسة (Ang, Cole, & Lin, 2000) أن الشركات الكبيرة تستطيع الاستثمار أكثر في آليات الرقابة الإدارية مثل: التدقيق الداخلي، مما يقلل من تكاليف الوكالة مقارنة بالشركات الصغيرة. كما ناقش (Williamson, 1985) في كتابه أن الشركات الكبيرة يمكنها تقليل التكاليف التعاقدية (ومنها تكاليف الوكالة) بفضل البنية المؤسسية المتقدمة وإمكانية فرض الرقابة الداخلية بشكل أكثر كفاءة.

II- الأدبيات التطبيقية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة

في إطار الإطار النظري للبحث، تُعدّ الدراسات السابقة ركيزة أساسية لفهم الإسهامات العلمية السابقة في مجال الدراسة، والوقوف على الثغرات التي يسعى هذا البحث إلى سدها. إذ تُوفّر هذه الدراسات خلفية معرفية تُسهم في تعميق الفهم، وتجنب التكرار، بالإضافة إلى تحديد المنهجيات والأدوات التي أثبتت فعاليتها في سياقات مماثلة. وفيما يلي عرضٌ لأبرز الدراسات ذات الصلة بموضوع بحثي، مع تبيان لأهدافها ونتائجها وعلاقتها بالدراسة الحالية. وقد قسمت هذه الدراسات إلى فئتين دراسات باللغة العربية، ودراسات باللغات الأجنبية وفيما يلي نقوم بعرض هذه الدراسات.

II-1 الدراسات باللغة العربية

-دراسة (رياض، 2015)، بعنوان: استخدام نظرية الوكالة في دراسة أثر أداء الشركة وهيكل الملكية على المزايا الممنوحة للمديرين في الشركات المساهمة العامة في الاردن، أطروحة دكتوراه، الاردن، 2015. هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين المزايا الممنوحة للمديرين التنفيذيين وكلاً من أداء الشركات وهيكل الملكية للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2011 ولغاية 2013 ولتحقيق أهداف الدراسة، تم اختبار البيانات المالية لعينة مكونة من 127 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، حيث اعتمدت الدراسة على المنهج الاستقرائي لفهم العوامل التي تؤثر على المزايا الممنوحة للمديرين التنفيذيين بالشركات المساهمة العامة الأردنية للوصول إلى السلوكيات المتبعة في الواقع من قبل تلك الشركات ووصفها بدقة والتعبير عنها رقمياً، كما اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لتحليل المعلومات الإحصائية لاختبار الفروض والوصول للنتائج. وبعد اختبار فرضيات الدراسة تم التوصل إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لأداء الشركة وهيكل الملكية على المزايا الممنوحة للمديرين التنفيذيين . كما أظهرت الدراسة إلى أن للمتغيرات الرقابية المتمثلة في كفاءة الإدارة وحجم الشركة وازدواجية مهام الرئيس التنفيذي علاقة طردية ذات دلالة إحصائية على المزايا الممنوحة للمديرين التنفيذيين، وأظهرت النتائج أن ملكية المديرين التنفيذيين في أسهم الشركة كان لها أعلى قوة تفسيرية .

- دراسة (زريقات ، الغرابية ، و الحداد، 2016)، بعنوان: تكاليف الوكالة والحاكمة المؤسسية: دليل من الشركات الصناعية الاردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. وهدفت هذه الدراسة الى استقصاء مدى اسهام بعض الآليات الداخلية للحاكمة في تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في شوق عمان ل 58 شركة صناعية أردنية للفترة ما بين 2000-2013 ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحث ببناء نموذج رياضي يشمل على متغير تابع يتمثل في تكاليف الوكالة والذي تم قياسه بنسبة الانتفاع من الأصول ومتغيرات مستقلة تمثلت في عناصر الحاكمة المؤسسية (التمويل بالدين، الملكية المؤسسية، حجم مجلس الادارة، المكافآت الادارية) كما تم الاستعانة بمتغيرين ضابطين هما حجم الشركة وفرص النمو للشركة، واستخدمت Panel Data لدراسة النموذج. وقد توصلت الدراسة الى عدة نتائج رئيسية تتعلق بتكاليف الوكالة وآليات الحوكمة المؤسسية في الشركات الصناعية الأردنية، حيث أظهرت النتائج أن التمويل بالدين يعد آلية فعالة لتخفيض تكاليف الوكالة، وذلك لوجود علاقة عكسية بينهما.

كما بينت أن حجم الإدارة يؤثر سلبا في تكاليف الوكالة عند كبر حجمه، بينما يؤدي صغر حجمه الى تخفيضها. بالإضافة إلى ذلك ثبت أن المكافآت الإدارية ترتبط بعلاقة عكسية مع تكاليف الوكالة، مما يعزز ولاء المدراء ويحقق أهداف الحوكمة المؤسسية. كما لوحظ أن الشركات ذات فرص النمو ذات صافي القيمة الحالية الموجبة تتمتع بنسبة ارتفاع أعلى من الأصول. وفي ضوء هذه النتائج أوصت الدراسة بضرورة تعزيز الشفافية في بورصة عمان عبر تفعيل قانون الإفصاح لزيادة ثقة المستثمرين، وعقد ندوات متخصصة لتطوير المفاهيم والإجراءات المتعلقة بالحوكمة المؤسسية وإنشاء مؤسسات رقابية تشريعية لضمان تطبيق قوانين الحوكمة وقياس الأداء. كما دعت الى إجراء مزيد من الدراسات لإستكشاف تأثير آليات حوكمة أخرى مثل لجان المراجعة والتدقيق على تكاليف الوكالة، وتوسيع نطاق البحث ليشمل قطاعات اقتصادية أخرى لتحليل النباين في تطبيق آليات الحوكمة.

- دراسة (حمدان، السريع ، و عناسوه، 2016) بعنوان: **هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة**. وتهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، وقد استندت في ذلك لبيانات طولية مستقاة من 31 شركة خلال فترة تمتد من (2002-2014) ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحثون ببناء نموذج رياضي يشمل على متغير تابع يتمثل في تكاليف الوكالة، ومجموعة من المتغيرات المستقلة التي تتمثل في مؤشرات هيكل الملكية؛ وهي: تركيز الملكية، وملكية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية مع إضافة جملة من المتغيرات الضابطة، والتي تتعلق بخصائص الشركة وهي: رقابة المقرضين (البنوك)، وحجم الشركة ، وعمر الشركة. وقد تبين من خلال هذه الدراسة أن مكونات هيكل الملكية تؤدي دورا سلبيا في تكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، باستثناء ملكية مجلس الإدارة التي كانت تؤدي دورا إيجابيا غير فعال في الحد من تكاليف الوكالة.

-دراسة : (شقور، 2017)، بعنوان : **العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة "دراسة تطبيقية على البنوك المدرجة في بورصة عمان"**. هدفت هذه الدراسة الى التعرف على العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة في البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان ، وذلك من خلال أخذ عينة تتكون 16 بنك للفترة (2013-2015)، ولتحقيق هذا الهدف، قام الباحث ببناء نموذج يشمل على متغير تابع يتمثل في تكاليف الوكالة تم قياسه باستخدام ثلاثة مؤشرات، هي مؤشر معدل دوران الاصول، ومؤشر المصاريف التشغيلية، ومؤشر التدفق النقدي الحر، في حين تمثلت المتغيرات المستقلة في حجم مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة وعدد اجتماعات لجنة التدقيق ونسبة الملكية العائلية ونسبة تركيز الملكية ونسبة التمويل بالدين وحصصة البنك السوقية وحجم البنك وأظهرت نتائج الدراسة أن تكاليف الوكالة تزداد وفقاً لمؤشر دوران الأصول بزيادة حجم مجلس الإدارة، ونسبة الأعضاء المستقلين، وعدد اجتماعات لجنة التدقيق، والملكية المؤسسية، والملكية العائلية، والتمويل بالدين، وحصصة البنك السوقية، بينما تنخفض بزيادة تركيز الملكية، ولا تتأثر بحجم البنك. وبالنسبة لمؤشر المصاريف التشغيلية، تزداد التكاليف بزيادة التمويل بالدين وتركز الملكية، وتنخفض بزيادة حجم مجلس الإدارة والملكية العائلية، ولا تتأثر بنسبة الأعضاء المستقلين أو عدد اجتماعات لجنة التدقيق أو الملكية

المؤسسية أو حصة البنك السوقية أو حجم البنك. أما وفقاً لمؤشر التدفق النقدي الحر، فتزداد التكاليف بزيادة حجم مجلس الإدارة، وتنخفض بزيادة تركيز الملكية، ولا تتأثر بنسبة الأعضاء المستقلين أو عدد اجتماعات لجنة التدقيق أو الملكية المؤسسية أو الملكية العائلية أو تركيز الملكية أو حصة البنك السوقية أو حجم البنك في البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان. كما توصي الدراسة بزيادة وعي المساهمين والمستثمرين بأهمية تكاليف الوكالة، وإصدار تشريعات تسمح بتوسيع مجالس الإدارة وزيادة نسبة الأعضاء المستقلين لدورهم في تخفيض هذه التكاليف. كما توصي بتوسيع نطاق الدراسات المستقبلية ليشمل قطاعات متنوعة مثل الصناعة والجامعات والمستشفيات والتأمين والاتصالات، بدلاً من الاقتصار على القطاع المصرفي الأردني. بالإضافة إلى ذلك، تؤكد على ضرورة تعزيز حقوق المساهمين الأقلية من خلال الحد من هيمنة الأكثرية في اختيار السياسات المحاسبية لضمان تحقيق مصالح جميع الأطراف.

-دراسة (بن عزيزة و زعبيط، 2019) بعنوان: أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة. هدفت هذه الدراسة الى تبيان أثر هيكل الاستدانة على تكاليف الوكالة في الشركة، وذلك بالاعتماد على البيانات المالية لخمسة شركات مدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017 وبعيت تحقيق هدف الدراسة قام الباحث ببناء نموذج رياضي يشمل على متغير تابع تمثل في تكاليف الوكالة والذي تم قياسه بمعدل دوران الأصول، في حين يمثل المتغير المستقل هيكل الاستدانة ممثلاً بمعدل الاستدانة طويلة ومتوسطة الاجل، ومعدل الاستدانة قصيرة الاجل، مع استعمال حجم الشركة كمتغير ضابط، وقد تم الاعتماد على نموذج الانحدار التجميعي والذي يعتبر من ابسط نماذج بانل. وأظهرت نتائج الدراسة تأثير معدل الاستدانة (طويلة، متوسطة، وقصيرة الاجل) على تكاليف الوكالة في الشركات المدروسة، أي أن زيادة الاستدانة تقلل تكاليف الوكالة حتى مستوى معين. كما وجد ان حجم الشركة يؤثر على هذه التكاليف، حيث تنخفض في الشركات الصغيرة حجم الشركة الملوكة لفرد واحد، بينما ترتفع مع كبر حجم الشركة بسبب تشتت الملكية. وتوصي الدراسة باجراء اجراءات مستقبلية لتحليل العلاقة بين هيكل الاستدانة وتكاليف الوكالة في الشركات الجزائرية، مع التركيز على متغيرات اضافية مثل العمر، السيولة، معدل النمو، وهيكل الملكية خاصة ملكية الدول والملكية العائلية نظراً لخصوصية البيئة الاقتصادية الجزائرية. كما تقترح توسع نطاق العينة ليشمل قطاعات متنوعة، ودراسة ميل الشركات الصناعية لاستخدام تمويل مرتفع التكلفة تؤكد على مراعاة السياق المحلي، مقارنة بالدراسات الاجنبية التي ركزت على التركيز وتشتت الملكية فقط.

- دراسة: (بوكرومة و عبيدات، 2019) بعنوان: اثر هيكل راس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للاوراق المالية للفترة (2010-2018)، وذلك استناداً الى عينة مكونة من 57 شركة، ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحث ببناء نموذج رياضي يشمل على متغير تابع يتمثل في تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة ومتغير مستقل تمثل في نسبة الرفع المالي كما تم الاستعانة بمتغيرات ضابطة تمثلت في الربحية، حجم الشركة، فرص النمو. حيث تم الاعتماد على اسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) حيث أظهرت نتائج الدراسة ان الاعتماد على التمويل بالدين يساهم بشكل كبير في خفض تكاليف الوكالة

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة، كما اوصت بضرورة تعزيز آليات الرقابة على الادارة من خلال انشاء اطر تنظيمية تحد من صلاحيات المديرين في استخدام الفائض النقدي. وأشارت إلى أهمية اجراء دراسات اضافية تشمل قطاعات اخرى كالخدمات والبنوك والتأمين، ودراسة الفروق في هياكل راس المال بين الشركات المالية وغير المالية لتعميم النتائج.

- دراسة (بن سليمان، بوهالي، و قدام، 2021) بعنوان: تأثير الميكانيزمات الداخلية لحوكمة الشركات على تكاليف الوكالة - دراسة قياسية لشركات مؤشر CAC 40-. وهدفت هذه الدراسة الى اختبار تأثير حوكمة الشركات على تكاليف الوكالة، من خلال دراسة قياسية على الشركات الفرنسية المتضمنة في مؤشر CAC40 وهي 26 شركة على فترة ممتدة ل 5سنوات من 2014 الى 2018، حيث قام الباحثون ببناء نموذج رياضي يشمل على متغير تابع يتمثل في تكلفة الوكالة، تم قياسه بمعدل دوران الأصول (ASTR) بالاضافة الى متغيرات مستقلة تمثلت في تركيز الملكية (BLOKOW)، ازدواجية المدير التنفيذي (DUAL)، التنوع بين الجنسين في مجلس الادارة (GNDR)، وحجم لجنة التدقيق (AUDSZ). كما تم الاستعانة في هذا النموذج بمتغيرين ضابطين هما الرفع المالي (LEV) وحجم الشركة (LOGAS)، وقد تم استخدام اسلوب البيانات الطولية (Panel Data) لانجاز نموذج الدراسة. كما أظهرت نتائج الدراسة تأثير إيجابي لتركز الملكية والتنوع الجنسي في مجلس الإدارة على خفيض تكاليف الوكالة، حيث أدى زيادة تركيز الملكية وارتفاع تمثيل النساء إلى تحسين كفاءة الأصول (معدل دورانها). في المقابل لم تظهر ازدواجية المدير التنفيذي (الجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة) وحجم لجنة التدقيق أي تأثير ذي دلالة على تكاليف الوكالة. كما كشفت النتائج عن أثر إيجابي للرفع المالي (الديون) في تعزيز كفاءة الأصول، بينما ارتبط حجم الشركة الكبير بتدني معدل دوران الأصول وارتفاع تكاليف الوكالة. تبرز هذه النتائج دور آليات الحوكمة، خاصة تركيز الملكية والتنوع الجنسي، في تعزيز الرقابة وتحسين الأداء المالي في الشركات الفرنسية المدروسة.

- دراسة : (بن سليمان و بوهالي ، 2022) بعنوان : أثر هيكل الملكية وتكاليف الوكالة على ربحية مؤسسات مؤشر CAC 40 الفرنسية "دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل " تهدف هذه الدراسة لاختبار أثر هيكل الملكية و تكاليف الوكالة على الربحية لعينة مكونة 26 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 للفترة 2014-2018، ويضم نموذج الدراسة ثلاثة انواع من المتغيرا وهي متغير تابع يتمثل في ربحية السهم (EPS) تم قياسه خلال قشمة الدخل الصافي على عدد الاسهم العادية المصدرة أما المتغير المستقل يتمثل في تكلفة الوكالة ممثلة بمعدل دوران الاصول، بالاضافة الى الاستعانة بمتغيرين ظابطين هما حجم لجنة المكافآت (RMNRSZ) وحجم الشركة (SIZE) وتم استخدام اسلوب السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في هذه الدراسة. وخلصت نتائج الدراسة ان تركيز الملكية (ارتفاع نسبة اسهم كبار المساهمين) له اثر سلبي على ربحية الشركات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC 40 بينما لا تؤثر الملكية الادارية (اسهم المدراء واعضاء مجلس الادارة) على الربحية. كما أظهرت النتائج ان انخفاض تكاليف الوكالة (مقاسة بارتفاع معدل دوران الاصول) يعزز الربحية، في حين ان زيادة حجم المؤسسة (اجمالي الاصول) يرتبط بارتفاع

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

ربحية السهم. واستنادا لهذه النتائج اوصت الدراسة بزيادة الملكية الادارية لتقليل تضارب المصالح، والحد من هيمنة كبار المساهمين، وتعزيز حوكمة الشركات لتحسين الاداء المالي.

- دراسة (السريتي، 2022) بعنوان : العوامل المؤثرة على تكلفة الوكالة في الشركات الاردنية المدرجة بيورصة عمان. وهدفت هذه الدراسة للتعرف على أثر العوامل المتمثلة في (عمر الشركة، حوكمة الشركات، نسبة المديونية، نمو الشركة، المكافأة، نصيب السهم من التوزيعات، ونمو المبيعات) على تكلفة الوكالة مقاسة بنسبة الانتفاع من الاصول، ولتحقيق هذا الهدف تم جمع البيانات واستخراج قيم المتغيرات الموجودة في التقارير السنوية المنشورة وفق موقع هيئة الاوراق المالية الاردنية، واشتملت عينة الدراسة على 30 شركة التي تتوفر لديها البيانات المطلوبة للدراسة لمدة 8 سنوات، وتم الاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data لدراسة النموذج. توصلت الدراسة الى ان تكلفة الوكالة المقاسة بنسبة الانتفاع من الاصول لا تتأثر بعمر الشركة، وحوكمتها، وحجمها، ونسبة مديونيتها، ونموها، وتوزيعات الارباح، بينما تتأثر سلبا بالعائد على الاسهم، ومكافآت مجلس الادارة ونمو المبيعات، مما يشير الى كفاءة استخدام الأصول. وأصت الدراسة بتحفيز المكافأة للادارة، وزيادة توزيعات الارباح، وتعزيز الشفافية، وإجراء مزيد من الأبحاث حول هيكل الملكية لخفض تكاليف الوكالة، خاصة في الأسواق الناشئة.

- دراسة (الياتي و المبارك، 2022)، بعنوان: حوكمة الشركات وعلاقتها بتكاليف الوكالة والأداء: دليل من السوق السعودي، وتسعى هذه الدراسة إلى دراسة علاقة بعض عناصر حوكمة الشركات بكل من تكلفة الوكالة والأداء، وذلك من خلال أخذ الشركات الغير المالية في السوق السعودي والبالغ عددها 138 شركة خلال الفترة 2017-2019. ويهدف تحقيق الدراسة قام الباحثان ببناء نموذج رياضي يشمل على متغيرين تابعين هما تكاليف الوكالة، التي تم قياسها باستخدام معدل دوران الأصول والأداء (ROA) الذي تم قياسه بمعدل العائد على الأصول، في حين تمثلت المتغيرات المستقلة في حجم مجلس الإدارة (NO-BD-Mem)، استقلالية مجلس الإدارة (BD-IND)، عدد اجتماعات مجلس الإدارة (NO-Met)، ملكية رئيس مجلس الإدارة (chair-ownership)، وملكية الإدارة التنفيذية (Exec-Owenship)، كما تم الإستعانة بمتغيرين ضابطين هما حجم مجلس (Total-Assets) الشركة والرفع المالي (Levreg)، وقد تم الإعتماد على أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analyses) لتقدير نموذج الدراسة واختبار فروضها. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة وتكلفة الوكالة، فيما لا توجد علاقة بين حجم المجلس وأداء الشركة. كما أظهرت النتائج أن هناك علاقة طردية بين استقلالية مجلس الإدارة وتكلفة الوكالة، وعدم وجود علاقة بين استقلالية المجلس وأداء الشركة. كما تشير النتائج إلى عدم وجود ارتباط ذو دلالة احصائية بين نشاط مجلس الادارة مقاسا بعدد اجتماعاته من ناحية، وبين كل من تكلفة الوكالة والأداء للشركة. كما جاءت النتائج لتشير إلى وجود علاقة طردية بين ملكية رئيس مجلس الإدارة وتكلفة الوكالة، فيما لم ترتبط ملكية رئيس المجلس بأداء الشركة. أخير، أشارت النتائج إلى عدم وجود ارتباط ذو دلالة احصائية بين ملكية المدراء من ناحية، وبين كل من تكلفة الوكالة والأداء للشركة. كما اوصى الباحثان بالحفاظ على حجم متوازن لمجلس الإدارة، نظرا للعلاقة

العكسية بين حجم المحلي وتكلفة الوكالة، مع التأكيد على ضرورة إجراء المزيد من الدراسات لتحديد الحجم الأمثل لمجلس الإدارة في البيئة السعودية. بالإضافة الى ضرورة التحكم في صلاحيات رئيس مجلس الادارة، خاصة في ظل العلاقة الطردية بين ملكيته وتكلفة الوكالة. كما تبرز الحاجة إلى إجراء دراسات تجريبية باستخدام مقاييس متعددة للأداء وتكلفة الوكالة في السياق السعودي، وذلك بسبب عدم نتائج بعض الدراسات المحلية مع الأدبيات السابقة.

II-2 الدراسات باللغة الأجنبية:

-دراسة (Singh & Davidson, 2003) بعنوان: "تكاليف الوكالة، وهيكل الملكية، وآليات الحوكمة المؤسسية". هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مدى تأثير هيكل الملكية وآليات الحوكمة المؤسسية على تكاليف الوكالة في الشركات الأمريكية الكبرى المدرجة في البورصة. اعتمد الباحثان في دراستهما على مجموعة من المتغيرات المستقلة شملت: نسبة الملكية الإدارية، وملكية كبار المساهمين من خارج الإدارة، وخصائص مجلس الإدارة مثل عدد أعضائه ونسبة الأعضاء المستقلين. وتم قياس تكاليف الوكالة من خلال متغيرين تابعين هما: كفاءة استخدام الأصول والمصاريف الإدارية. أظهرت النتائج أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يرتبط بتحسين كفاءة استخدام الأصول، إلا أنه لا يُعد كافيًا للحد من الإنفاق الإداري المفرط. كما بينت الدراسة أن تأثير ملكية كبار المساهمين الخارجيين في تقليص تكاليف الوكالة كان محدودًا. في المقابل، وُجد أن المجالس ذات الحجم الصغير تؤدي دورًا أكثر فعالية في مراقبة الإدارة والحد من الممارسات غير الكفؤة. واختتمت الدراسة بتوصيات تدعو إلى دعم الملكية الإدارية ضمن مستويات معتدلة، وتكوين مجالس إدارة أصغر وأكثر استقلالية لتعزيز فعالية الحوكمة والرقابة.

- دراسة (McKnigh & Weir, 2009)، بعنوان تكاليف الوكالة وآليات الحوكمة وهيكل الملكية في الشركات الكبيرة المدرجة في المملكة المتحدة. تهدف هذه الدراسة إلى دراسة تأثير متغيرات الحوكمة والملكية على تكاليف الوكالة لشركات مؤشر FTSE 350 في المملكة المتحدة، خلال الفترة 1996-2000 ولإنجاز هذه الدراسة قام الباحثان ببناء نموذج رياضي يتكون من متغير تابع تمثل في تكاليف الوكالة تم قياسه بواسطة ثلاثة مقاييس هي نسبة الأصول إلى إجمالي المبيعات، وتفاعل التدفقات النقدية المجانية وآفاق النمو وعدد عمليات الاستحواذ، اما المتغيران المستقلان فيمثلان آليات الحوكمة وهيكل الملكية بالإضافة انه تم الاعتماد على متغيرات ضابطة هي حجم الشركة، نوع الصناعة، السيولة ولإنجاز هذه الدراسة تم الاعتماد على Data Panal. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن وجود لجنة للترشيحات يزيد من تكاليف الوكالة، في حين زيادة ملكية المجلس تخفضها، و توصلت الدراسة كذلك إلى أنه لا يوجد تأثير لهيكل مجلس الإدارة على تكاليف الوكالة وأن الديون تساهم في خفض تكاليف الوكالة. كما أوصت الدراسة بضرورة تخصيص آليات الحوكمة وفقا لطبيعة الشركة وتحفيز الشفافية في هياكل الملكية بالإضافة إلى إعادة تقييم اللجان الإدارية ومراجعة السياسات التنظيمية.

- دراسة (Hastori, Hermanto , Sembel, & Tb, 2015)، بعنوان: "تكاليف الوكالة، الحوكمة المؤسسية، وتركيز الملكية: حالة الشركات الزراعية الصناعية في إندونيسيا" (2015) حيث تعد هذه الدراسة من الدراسات التي تناولت العلاقة بين آليات الحوكمة وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا. هدفت الدراسة إلى تحليل أثر حجم مجلس الإدارة، وعدد المفوضين، ونسبة الأعضاء المستقلين، ووجود لجنة تدقيق، بالإضافة إلى سياسات توزيع الأرباح، والرافعة المالية، وتركيز الملكية، على تكاليف الوكالة باستخدام بيانات لـ 54 شركة خلال الفترة من 2010 إلى 2013، من خلال تحليل بيانات البانل. توصلت النتائج إلى أن زيادة حجم مجلس الإدارة ومجلس المفوضين تسهم في خفض تكاليف الوكالة، بينما لم يظهر للأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة أو لجنة التدقيق دور فعال في الحد من هذه التكاليف. كما بينت الدراسة أن توزيع الأرباح يقلل من تكاليف الوكالة عبر تقليص التدفقات النقدية الحرة، في حين أن ارتفاع الرافعة المالية أدى إلى زيادة تلك التكاليف. أما تأثير تركيز الملكية فقد كان متبايناً حسب حجم الشركات. وأوصت الدراسة بضرورة تفعيل دور الهياكل الرقابية، وخاصة المجلس ولجنة التدقيق، وتعزيز الشفافية في سياسة توزيع الأرباح، ومراجعة هيكل التمويل لتقليل الاعتماد على الديون، مع مراعاة خصائص الشركات عند تصميم آليات الحوكمة.

- دراسة (Hamdan, 2018)، بعنوان: "Dividend Policy, Agency Costs and Board Independence" . تهدف إلى دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح، تكاليف الوكالة، واستقلالية مجلس الإدارة في الشركات الخليجية. تم قياس سياسة توزيع الأرباح باستخدام نسبة العوائد من التوزيعات (Dividend Yield). بينما تم قياس تكاليف الوكالة عبر كفاءة استخدام الأصول (Asset Utilisation Ratio). كما تم قياس استقلالية مجلس الإدارة من خلال نسبة الأعضاء المستقلين في المجلس. أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي تدفع توزيعات أرباح أعلى كانت أكثر كفاءة في استخدام أصولها، كما تبين أن سياسة توزيع الأرباح تسهم في تقليل تكاليف الوكالة من خلال تقليل التدفقات النقدية الحرة. علاوة على ذلك، أكدت الدراسة على دور استقلالية مجلس الإدارة في تحسين العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقليل تكاليف الوكالة، إذ تلعب استقلالية المجلس دوراً مهماً في تقليل المخاطر الناتجة عن سوء إدارة الشركات. كما أشارت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية العالية تساهم في تقليل تكاليف الوكالة من خلال زيادة الرقابة على الإدارة. بناءً على هذه النتائج، توصي الدراسة بزيادة استقلالية مجالس الإدارة لتعزيز الرقابة وتقليل تكاليف الوكالة، كما تشجع الشركات على تبني سياسات توزيع أرباح فعّالة لتقليل التدفقات النقدية الحرة. وأخيراً، تركز الدراسة على أهمية تحسين ممارسات الحوكمة المؤسسية في الشركات الخليجية لتعزيز الشفافية وتقليل المخاطر المرتبطة بتكاليف الوكالة.

-دراسة (Binta , Kabiru, Lawa, Abdullahi , & Umar, 2020)، بعنوان : أثر تكاليف الوكالة على الأداء المالي لشركات السلع الاستهلاكية المدرجة في نيجيريا. هدفت الدراسة إلى تحليل كيفية تأثير تكاليف الوكالة على الأداء المالي لشركات السلع الاستهلاكية المدرجة في نيجيريا، وذلك خلال الفترة من 2007-2016 ، ولتحقيق هدف الدراسة قام ببناء نموذج رياضي يشمل على متغير تابع يتمثل في الاداء المالي، ومتغير مستقل يتمثل في تكاليف

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

الوكالة، كما تم الاستعانة بمتغيرات ضابطة تمثلت في عمر الشركة، السيولة وحجم الشركة. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي بين تكاليف الوكالة والأداء المالي حيث ان ارتفاع تكاليف الوكالة يؤدي إلى انخفاض في الأداء المالي. وأوصت الدراسة بضرورة تعزيز ملكية المدراء في الشركات، وتفعيل ضوابط مالية صارمة بالإضافة إلى خفض النفقات الإدارية غير الضرورية.

- دراسة (Songsong, Daquan, & Xiaofeng, 2021)، بعنوان: حوكمة الشركات، تكاليف الوكالة والتنمية المستدامة للشركات: تحليل التأثير الوسيط. تهدف هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة بين حوكمة الشركات وتكاليف الوكالة والتنمية المستدامة في الشركات الغير مالية المدرجة في بورصة شنغهاي، وذلك من خلال أخذ عينة مؤلفة من 690 شركة للفترة الممتدة من 2015 الى 2019 حيث أظهرت نتائج الدراسة أن تكاليف الوكالة تتوسط العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وحجم مجلس الإدارة، وتعويضات الإدارة، والرافعة المالية، والتنمية المستدامة للشركات. حيث يؤدي تطبيق سياسة توزيع الأرباح النقدية وتقليل حجم مجلس الإدارة إلى تخفيض تكاليف الوكالة وزيادة قدرة الشركة على تحقيق التنمية المستدامة، في حين تؤدي زيادة رواتب المديرين إلى زيادة تكاليف الوكالة وتقلل من قدرة الشركة على التطور المستدام. وبينت كذلك أنو على الرغم من أن زيادة التزامات الشركة يمكن أن تخفض من تكاليف الوكالة، إلا أنه ستزيد من المخاطر المالية (مخاطر الإفلاس)، مما قد يؤثر سلباً في قدرة الشركة على التطور المستدام.

II-3 التعقيب على الدراسات السابقة

II-3-1 أوجه التشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة:

يكشف الفحص المنهجي للأدبيات البحثية السابقة عن وجود تَوَافُقٍ بحثي ملحوظ حول عدة محاور جوهرية في هذا الحقل المعرفي، تجسدت أبرزها في:

- **قياس تكاليف الوكالة:** تتبنى الدراسة الحالية مؤشر معدل دوران الأصول (Asset Utilization Ratio - AUR) كمقياس معياري رئيسي لتكاليف الوكالة، تماشيًا مع الإجماع الواسع في البحوث السابقة. ويُعزى اختيار هذا المؤشر إلى قدرته على عكس كفاءة الإدارة في توظيف أصول الشركة لتحقيق الإيرادات، حيث يشكل انخفاضه مؤشرًا دالًا على ارتفاع تكاليف الوكالة. ويضمن هذا التوافق في متغير القياس المعتمد درجة عالية من قابلية مقارنة النتائج مع الأبحاث السابقة واللاحقة، مما يعزز موثوقية المخرجات وإسهامها في التراكم المعرفي للمجال.

- **العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة:** تستند الدراسة الحالية بإحكام إلى الإطار النظري والتجريبي المجمع عليه في الأدبيات عند تحديد العوامل المستقلة المؤثرة. فتحافظ على تماسك واضح مع السابق من خلال تضمين المتغيرات الأساسية التي أثبتت الدراسات المتكررة جدارتها التفسيرية، وهي: استقلالية مجلس الإدارة (Board Independence - IND)، والملكية المؤسسية (Institutional Ownership - INST)، والرافعة المالية (Financial Leverage - LEV)، وحجم الشركة (Company Size - SIZE) ويُمثل هذا التوافق في اختيار المتغيرات المستقلة استمرارية للخط البحثي القائم، ويعزز متانة النموذج القياسي وثباته النظري، حيث يخضع لاختبار عوامل ذات سجل حافل من الأهمية الإحصائية والاقتصادية.

- **المنهجية الإحصائية:** تتماشى الدراسة الحالية مع السائد في التصميم المنهجي من خلال اعتماد تحليل بيانات البانل (Panel Data Analysis) ويعكس اختيار هذه المنهجية المتقدمة التوجه المعاصر في بحوث الحوكمة والتمويل، لما توفره من مزايا تحليلية فريدة تتمثل في معالجة البيانات عبر الأبعاد المقطعية والزمنية معًا، والتحكم في التباين غير المرصود بين الوحدات، وزيادة قوة التقديرات الإحصائية ودرجة تعميم النتائج. وهذا التوافق المنهجي يضيفي مصداقية إضافية على النتائج ويُسهّم في تعميق الفهم السببي للعلاقات بين المتغيرات.

II-3-2 أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة:

تتفرد هذه الدراسة بعدة أوجه تميزها وتجعل منها إضافة نوعية للأدبيات حول تكاليف الوكالة، سواء من حيث السياق أو المقاربة المنهجية. فمن جهة، تعتبر هذه الدراسة من بين المحاولات القليلة التي تناولت شركات مدرجة في مؤشر CAC 40 الفرنسي، مما يمنحها خصوصية علمية في استكشاف سلوك تكاليف الوكالة ضمن بيئة مؤسسية أوروبية

الفصل الاول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها

متقدمة تتسم بآليات حوكمة قوية وتشريعات تنظيمية متطورة. ومن جهة ثانية، توسعت الدراسة في تحليل العوامل المؤثرة من خلال إدماج ثلاث مكونات رئيسية تم تجاهل تكاملها في معظم الدراسات السابقة، وهي: آليات الحوكمة الداخلية متمثلة أساسا في: الملكية المؤسسية، استقلالية المجلس، ونسبة الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة، بالإضافة الى سياسة توزيع الأرباح، ومستوى المديونية. كما تتميز الدراسة باعتمادها على متغير نوعي حديث نسبيا، يتمثل في نسبة الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة، وهو متغير لم يحظ باهتمام واسع في الدراسات السابقة، سواء داخل فرنسا أو خارجها، رغم دلالاته المرتبطة بالتنوع الثقافي والحوكمة الشفافة. وهذا ما يمنح الدراسة بعدا ابتكاريا من حيث توسيع أفق النقاش حول فعالية آليات الحوكمة في خفض تكاليف الوكالة. هذا التكامل بين الحوكمة والسياسات المالية يعكس تصورا شاملا لطبيعة القرارات المؤثرة في التكاليف الناتجة عن تضارب المصالح بين الوكلاء والأصيل. علاوة على ذلك، تم توظيف بيانات مقطعية زمنية حديثة تمتد من 2015 إلى 2023، مما يسمح بتقييم أثر التحولات الاقتصادية الأخيرة، على مستوى انضباط الإدارة وكفاءة استخدام الأصول.

الخلاصة :

في إطار دراستنا لهذا الفصل الخاص بنظرية الوكالة و العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة ، توصلنا إلى أن هذه النظرية تُعد أحد الأطر الاقتصادية التي وُضعت لمعالجة الإشكاليات الناشئة عن فصل الملكية عن الإدارة، وما يترتب على ذلك من تعارض في المصالح بين الملاك والمديرين . حيث تقدم النظرية حزمةً من الآليات والحلول التنظيمية التي تُحدد إطار العلاقة بين الطرفين، وتسعى إلى تقليل الفجوة الناتجة عن هذا التعارض عبر تحقيق التوازن بين أهدافهما ومصالحهم.

ومن خلال هذا الفصل، تتبعنا التطور التاريخي لنظرية الوكالة منذ بداياتها كفكرة أولية، مروراً بتطورها كإطار نظري مستقل يتمتع بمزايا وعيوب محددة، وصولاً إلى تطبيقاتها المعاصرة. وفي هذا الصدد، أبرزنا أن إشكاليات الوكالة لا تنحصر في العلاقة بين المالك والوكيل فحسب، بل تمتد لتشمل جميع الأطراف ذات المصلحة داخل المنظمة وخارجها، ككبار المساهمين وصغارهم، والدائنين، والعملاء، وغيرهم. كما أوضحنا أن السبب الجوهري لظهور هذه النظرية يعود إلى انفصال الملكية عن الإدارة، وما يولده هذا الانفصال من صراعات وفجوات ناتجة عن اختلاف مصالح الأطراف المعنية، والتي تُشكل بدورها أحد أبرز مخاطر نظرية الوكالة.

وأخيراً، استعرضنا في هذا الفصل الفرضيات التي بنيت عليها نظرية الوكالة بالإضافة إلى التكاليف الناتجة عن نظرية الوكالة وأهم المشاكل التي تواجهها مع إقترح مجموعة من الآليات لتجنب تلك المشاكل، مثل تعزيز الشفافية، ووضع حوافز متوازنة، ورقابة مجلس الإدارة، إلى جانب مناقشة أبرز الانتقادات الموجهة لهذه النظرية، مثل تعميقها للبيروقراطية أو إغفالها للعوامل الاجتماعية المؤثرة في العلاقات التنظيمية.

الفصل الثاني: منهجية الدراسة القياسية

I. الإطار القياسي المتبع في الدراسة

II. مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

III. نموذج ومتغيرات الدراسة

تمهيد:

بعد أن تناول الفصل الأول الإطار النظري للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة، مستعرضا المفاهيم الأساسية ذات الصلة بموضوع البحث، والدراسات السابقة التي تناولت الموضوع من زوايا متعددة، هذا أسهم في بناء خلفية معرفية تؤسس لفهم أعمق للمشكلة البحثية. يأتي هذا الفصل نقطة تحول من الطابع النظري إلى الجانب التطبيقي للبحث.

يهدف هذا الفصل إلى عرض منهجية الدراسة بطريقة منظمة تساهم في توضيح الكيفية التي تم بها فحص الإشكالية البحثية ميدانيا. ويتضمن ذلك عرض منهج الدراسة و تبرير اختياره، ووصف مجتمع الدراسة وتحديد خصائص العينة المختارة، وبيان إجراءات جمع البيانات، مع التطرق إلى الإعتبارات المنهجية التي تم الالتزام بها لضمان صدق النتائج وثباتها، فضلا عن الأساليب الإحصائية والتحليلية المعتمدة في معالجة البيانات المستخلصة.

وعلى هذا الأساس سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على أهم المفاهيم الخاصة بنموذج البانل، بالإضافة إلى التعريف بنماذجه المستخدمة في الدراسة ، مع التعريف بمجتمع وعينة الدراسة التي تمثلت في الشركات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC 40 ومتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة.

I- الإطار القياسي المتبع في الدراسة

بناءً على الأهداف البحثية التي تسعى هذه الدراسة لتحقيقها، والتي انبثقت من الإشكالية العلمية والأسئلة البحثية المطروحة، يُخصّص هذا المبحث لتوضيح الإجراءات المنهجية المعتمدة في تنفيذ التحليل القياسي. ويشمل ذلك تحديد المجتمع الإحصائي وعينة الدراسة وفق معايير انتقاء واضحة، مع بيان آليات جمع البيانات ومصادرها الأولية أو الثانوية، سواءً الكمية أو النوعية. كما يقدم المبحث تحديداً تفصيلياً للنموذج الإحصائي المستخدم ومتغيراته التابعة والمستقلة والضابطة، مع تعليل اختيارها نظرياً ومنهجياً.

I-1 تعريف بيانات البانل:

تعرف بيانات السلاسل زمنية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من الأفراد أو الوحدات المقطعية (شركات أو دول) عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة.

ومن الجدير بالذكر أن تسمية البيانات المدججة متعدد ، فقد تسمى معطيات بانل panel data التي تشمل على أعداد من المفردات ، ويعود هذه التسمية إلى اقتصاديات العمل كمل قد تسمى أيضا ببيانات longitudinal data عندما تحتوي على سلاسل زمنية طويلة، وتسمى كذلك بالبيانات المدججة (مقطع عرضي وسلاسل زمنية) pooled time series- crosse section data ، وأي من هذه التسميات متماثل حيث أن استخدامها في الأدب التطبيقي كان عاما، والتسمية المعتمدة ستكون معطيات بانل (العقون و العقون، 2021، الصفحات 99-100).

I-2 أهداف معطيات البانل:

تكتسي نماذج البانل أهداف بالغة نوجزها في النقاط التالية:

- الأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم؛
- القدرة على تحديد بعض الظواهر الاقتصادية؛
- تمييز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجة الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهذا ما يؤثر إيجاباً على دقة المقدرات، أي تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية؛
- التحكم في التباين الفردي ، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي نتائج متحيزة؛
- تتضمن معطيات البانل محتوى معلوماتي ، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية ، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب تمييز معطيات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل؛

الفصل الثاني : منهجية الدراسة القياسية

- توفر معطيات البانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضا تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة والفقر، ومن جهة أخرى يمكن من خلال معطيات البانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية أخرى ؛

- تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (omitted variables) الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة (biased estimates) في الإندارات المفردة (العقون و العقون، 2021، صفحة 100).

I-3 إيجابيات بيانات البانل وسلبياته

من خلال عرض أهداف نماذج البانل يمكن استعراض إيجابيات التحليل وسلبياته باستخدام بيانات البانل على النحو المبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (II-1): إيجابيات بيانات البانل وسلبياته

الإيجابيات	السلبيات
1- عدد كبير من المشاهدات .	1- وجود مشاهدات مفقودة مما يؤدي إلى اضطرابات في نوعية التقدير.
2- الأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس.	2- معطيات بانل غير أسطوانية حيث يوجد هناك نقص سواء في الأفراد أو في الفترات أو في كليهما معا.
3- يمكن الأخذ بالاعتبار تأثيرات المميزات في الملاحظة.	3- لا يتم معالجتها بكل برامج الحاسوب الخاصة بالقياس الاقتصادي.
4- انخفاض خطر التعدد الخطي.	
5- إبراز أثر المدى الطويل والقصير.	
6- انخفاض تحيز تقدير المعلمات .	

المصدر: (معطي و بالحويصل، 2019)

I-4 النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات البانل ، المقدمة من قبل (William H 1939) Greene في الصيغة الرياضية التالية (بدرابي، 2015، صفحة 208):

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots$$

بحيث أن:

(i = 1,2,... ..., N) : تمثل الوحدات المقطعية؛

(t = 1,2,... ..., T) : تمثل الفترات الزمنية؛

y_{it} : هو المتغير التابع للوحدة i في الزمن t ؛

x_{it} : هي مصفوفة المتغيرات المستقلة ذات البعد $NT \times K$ ؛

β : متجه عمودي للمعاملات المراد تقديرها؛

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي للوحدة i في الزمن t .

تتمثل النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل وفق المنهج الحديث في ثلاثة أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية.

I-4-1 نموذج الانحدار التجميعي (PRM) (Pooled Regression Model)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات α و β ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يُهمل أي تأثير للزمن)، ويتم صياغة النموذج في المعادلة التالية (رتبة، 2014، صفحة 155):

$$y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots 1$$

بحيث: $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$

وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لتقدير معاملات نموذج الانحدار التجميعي بحجم المشاهدات $(N \times T)$ من أهم عيوب هذا النموذج افتراض ثبات قيمة معلمة الحد الثابت لجميع المقاطع المستخدمة، ولكي نأخذ بعين الاعتبار الطبيعة الخاصة لكل وحدة مقطعية، وفي هذه الحالة نستخدم نموذج التأثيرات الثابتة (العشوش، 2017، صفحة 53).

I-4-2 نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) (Fixed Effects Model)

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع α_i تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية (رتبة، 2014، صفحة 155):

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots$$

حيث:

$$i = 1, 2, \dots, N$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

حيث:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \text{ و } \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Lesast Squares Dummy Variable) LSD وذلك من خلال اضافة سلسلة من المتغيرات الوهمية 2 عددها (1) لكل وحدة أو قطاع (جواد، قاروصة، و العطار، 2023، صفحة 335).

ويصبح النموذج على الشكل الآتي (رتبة، 2014، صفحة 156):

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

$$i = 1, 2, \dots, N$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

حيث يمثل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (3) بعد حذف α_1 بالشكل الآتي:

$$y_{it} = \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots$$

I-3-4 نموذج التأثيرات العشوائية (REM) (Random Effects Model)

يتمثل النموذج ذو الأثر العشوائي في كون أن الثابت يتغير عشوائيا، وإذا تم العثور على الأثر العشوائي في كل من العامل الفردي والزمني. تتمثل طريقة التقدير الملائمة في هذا النوع من النماذج في طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) أو عن طريقة تربط بين التقدير ما بين الأفراد (Between) والتقدير داخل الأفراد (Within). ويأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} + u_{it}$$

حيث ε_{it} حد الخطأ العشوائي في الوحدات المقطعية بتباين σ_{ε}^2 ، و u_{it} يمثل حد الخطأ العشوائي في السلاسل الزمنية، بتباين σ_{μ}^2 وبدمج حدود الخطأ الخاصة بهما، يتم التعامل معها على أنهما حد الخطأ العشوائي المركب. ($\varepsilon_{it} + u_{it}$) كما يعرف نموذج التأثيرات العشوائية أيضا باسم نموذج مكون الخطأ (Error Component Model (ECM)). ويفرض $w_{it} = \varepsilon_{it} + u_{it}$ ، فإن النموذج يصبح على الشكل التالي (جواد، قاروصة، و العطار، 2023، صفحة 335):

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j x_{j(it)} + w_{it}$$

I-5 المفاضلة بين الانواع الثلاث للنماذج بيانات البانل

وذلك باستخدام الاختبارات التالية

-اختبار **F-Fisher** : يقوم هذا الاختبار بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM). فإذا كانت قيمة احصائية F المحسوبة أكبر من قيمة إحصائية الجدولة فإنه يتم رفض فرضية العدم و التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج المناسب وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب والعكس صحيح.

-اختبار **Hausman**: يقوم هذا الاختبار بالمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM). فإذا كانت قيمة P-Value المقابلة لقيمة الاحصائية Chi-square أقل من مستوى المعنوية المحدد فإنه يتم رفض فرضية العدم والتي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج المناسب وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج المناسب وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب. والعكس صحيح فإذا أشارت نتائج اختبار F-Fisher لملائمة نموذج الانحدار التجميعي للبيانات يتم التوقف عند هذه المرحلة. بينما إذا أشارت نتائج ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة للبيانات يتم بعد ذلك إجراء الاختبار الثاني المتمثل في اختبار Hausman.

I-6 خطوات تقدير نماذج بيانات البانل

حسب اطلاعنا على عدة دراسات سابقة في هذا الموضوع، يمكن استخلاص خطوات تقدير نماذج بيانات بانل من أجل إعداد مختلف البحوث الأكاديمية والمتمثلة فيمايلي:

1- معالجة بيانات بانل

- الإحصاء الوصفي.

- الارتباط بين المتغيرات التفسيرية.

- اختبارات التجانس.

2- تقدير النماذج الثلاثة لبانل

3- المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبانل

4- التحليل الإحصائي والإقتصادي لنتائج التقدير الخاصة بالنموذج المناسب للبيانات. (Benamra، 2021، الصفحات 3-

5)

II- مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

II-1 مجتمع الدراسة

مؤشر CAC 40 عبارة عن مؤشر بورصي لقياس أداء بورصة باريس بشكل عام والاتجاه العام لاقتصاد الشركات الفرنسية الكبرى بشكل خاص، أسس في 13 ديسمبر 1987 من طرف مؤسسة أعوان الصرف في فرنسا (Compagne des Agents de Changes (CAC)، بقاعدة نقاط قدرت آنذاك ب 1000 نقطة، لكنه في السنوات الأخيرة أصبح يمتد اسمه من عبارة Cotation Assisté en Continu وهي عبارة تعكس نمط توقيت قياسه والإعلان عن قيمته، حيث يعطي بصورة مستمرة (كل 15 ثانية) فكرة عن اتجاه تطور السوق، وذلك خلال مدة عمل بورصة باريس التي تتراوح بين التاسعة صباحا والخامسة وخمسة وثلاثون دقيقة مساء من أيام الأسبوع، الذي يمتد بدوره من يوم الاثنين إلى غاية الجمعة. (عمر، 2018)

يتكون مؤشر CAC40 من عينة 40 مؤسسة فرنسية مسعرة من بين 100 مؤسسة الأولى ذات الرسملة البورصية المعومة، والممثلة لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي والتي تعكس الاتجاه العام للاقتصاد الفرنسي، ويتم تعديل قائمة 40 سهما واستحداثها للحفاظ على الطابع التمثيلي للسوق المالي الفرنسي، على حد سواء من حيث حجم وشروط أنشطة القطاعات، حيث يتم إعادة النظر في تركيبة المؤشر فصليا (كل 3 أشهر) من قبل لجنة خبراء، وعندما يتم شطب مؤسسة من المؤشر فإنه يتم استبدالها من حيث المبدأ CAC Next 20، التي تضمن المتطلبات المالية للإدراج في مؤشر CAC40 (سيولة الورقة المالية، رسملة بورصية كافية، حجم التبادل اليومي للأوراق المالية كبير،... الخ) يحسب مؤشر CAC40 كل خمسة عشر ثانية حسب التعويم الحر وذلك عن طريق العلاقة التالية:

$$it = 1000 \times \frac{\sum_{i=1}^N Q_i \cdot tF_i \cdot tf_i \cdot tC_i \cdot t}{Kt \sum_{i=1}^n QI \cdot oCI \cdot o}$$

حيث أن:

t: يوم إجراء الحساب؛

N: عدد المؤسسات المكونة للمؤشر؛

Qi.t: عدد أسهم المؤسسة i في اليوم t؛

Fi.t: التعويم الحر للمؤسسة ؛

Ci.t: سعر السهم للمؤسسة في اليوم t؛

fi.t: معامل محتمل للسقف الأعلى؛

QI.O: عدد أسهم المؤسسة في التاريخ الأساسي للمؤشر في 31 ديسمبر 1987 ؛

CI.O: سعر أسهم المؤسسة في التاريخ الأساسي للمؤشر في 31 ديسمبر 1987 ؛

الفصل الثاني : منهجية الدراسة القياسية

Kt: معامل التعديل للرسملة الأساسية في اليوم t.

2-II عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من 40 مؤسسة مساهمة فرنسية في مؤشر CAC 40 في بورصة باريس للأوراق المالية. أما عينة الدراسة التي ستجرى عليها الدراسة القياسية فتتكون من 15 شركة مدرجة في نفس المؤشر للفترة الممتدة من 2015-2023 مشكلة بذلك 135 مشاهدة وذلك بناء على جملة من الاعتبارات منها:

- ألا تكون الشركة قد قامت بعملية الاندماج مع شركة أخرى ؛
- لم يتم الاستحواذ عليها خلال فترة الدراسة ؛
- يجب أن تتوفر المعلومات والبيانات المالية المطلوبة خلال فترة الدراسة، ويجب أن تكون مدرجة في المؤشر في 31 / 12 وبياناتها المالية سنوية خلال فترة الدراسة ؛
- أن لا تكون مؤسسة ذات طابع مالي لخصوصية هذا القطاع.

الجدول (2-II): قائمة الشركات الممثلة لعينة الدراسة

رقم الشركة	إسم الشركة
1	Airliquide
2	Danon
3	Bouygues
4	Renault
5	Kering
6	Sanofi
7	Vinci
8	Orange
9	Mechlin
10	Loreal
11	saint-Gobain

الفصل الثاني : منهجية الدراسة القياسية

Safran	12
Total	13
Accor	14
Capgemini	15

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع التالي : Composition du CAC40 à une date donnée

II-3 مصادر جمع البيانات

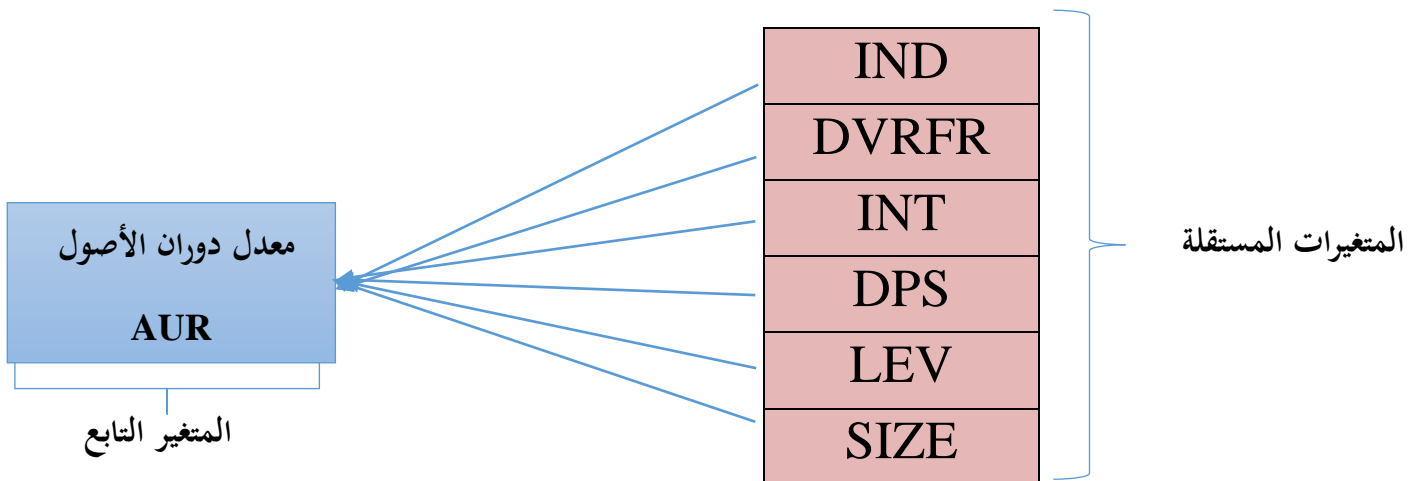
تمت عملية جمع البيانات بالاعتماد على التقارير المرجعية السنوية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2015-2023، والمتوفرة في المواقع الرسمية للشركات محل الدراسة، والموقع الإلكتروني لبورصة باريس للأوراق المالية، أين تم تشكيل قاعدة بيانات. تضم البيانات المالية المستخرجة من التقارير المرجعية السنوية. حيث تم الاعتماد على جدول حسابات النتائج والميزانيات لحساب تكاليف الوكالة، أما البيانات المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة فقد تم استخراجها من فصل حوكمة الشركات المتواجد في الوثائق المرجعية السنوية، في حين تم الحصول على البيانات المتعلقة بهيكل الملكية من نفس الوثائق من الفصل المتعلق بهيكل رأس المال.

III - نموذج ومتغيرات الدراسة

II-1 التمثيل الوصفي لنموذج الدراسة

استنادا الى الدراسات السابقة التي تناولت العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة وبعد توضيح أبرز النتائج التي وصلت اليها، تم وضع نموذج الدراسة والذي يشمل نوعين من المتغيرات وهما المتغير التابع، والمتغيرات المستقلة. حيث تم التعبير عن المتغير التابع والذي يعبر عن تكاليف الوكالة بمعدل دوران لأصول، بينما تم التعبير عن المتغيرات المستقلة

الشكل رقم (II-1): التمثيل الوصفي لنموذج الدراسة



المصدر : من إعداد الطالبة

III-2 متغيرات الدراسة وطرق قياسها

يضم نموذج الدراسة نوعين من المتغيرات وهما:

- المتغير التابع

تكاليف الوكالة: تم قياس تكاليف الوكالة من خلال معدل دوران الأصول (AUR)، وهو مقياس لفعالية قرارات الاستثمار في الشركات وقدرة إدارتها على توجيه الأصول إلى الاستخدامات الأكثر إنتاجية، فالشركات ذات معدل دوران الأصول المنخفضة تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة بسبب اتخاذ قرارات استثمارية غير مثالية أو استخدام الأموال لشراء أصول غير مدرة للدخل، وتم حساب هذا التغير من خلال قسمة المبيعات السنوية على إجمالي الأصول (البشر، 2025، صفحة 5)، أين تم اعتماد هذا القياس في دراسة (McKnight & Weir, 2009).

- المتغيرات المستقلة:

- استقلالية مجلس الإدارة (IND): يقاس بقسمة عدد الأعضاء الخارجيين على العدد الكلي لأعضاء مجلس الإدارة، تم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة (يعقوب و بوشرف، 2020) ودراسة (غريب، 2015).

- نسبة الاعضاء الأجانب (DVRFR): يقاس بقسمة عدد الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة على إجمالي عدد الأعضاء فيه، تم اعتماد هذا القياس في دراسة (قدام و بودرمين، 2024) ودراسة (بن سليمان، 2022).

- ملكية المستثمرين المؤسسيين (INT): تقاس بقسمة عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمرون المؤسسيين على إجمالي عدد الأسهم المصدردة (اسهم الشركة)، حيث تم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة (سمور و درغام، 2020) ودراسة (قدام و بودرمين، 2024).

- نصيب السهم من الارباح الموزعة (DPS): ويعتبر هذا المتغير مقياس اساسي لسياسة توزيع الارباح، يتم حسابه من خلال قسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية. وتم اعتماد هذا المقياس في دراسة (دادن و بديدة، 2011)

- الرفع المالي (DPD): يقيس الرفع المالي تأثير استخدام الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسة على ربحية المؤسسة، ويتم قياسه بقسمة إجمالي الديون مقسومة على إجمالي الأصول وتم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة (AZAR, SAYYAR, ZAKARIA, & SULAIMAN, 2018).

- حجم الشركة (SIZE): يتم حسابه من خلال لوغاريتم مجموع الاصول وتم الاعتماد على هذا المؤشر في دراسة (يعقوب و بوشرف، 2020) ودراسة (محمدي و قريشي، 2016).

الفصل الثاني : منهجية الدراسة القياسة

الجدول (II-3): متغيرات الدراسة وقياسها

الرمز	وحدة القياس	المتغير
AUR	المبيعات السنوية / إجمالي الأصول	تكاليف الوكالة
IND	عدد الأعضاء الخارجيين / العدد الكلي لأعضاء المجلس	استقلالية مجلس الإدارة
DVRFR	عدد الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة / إجمالي أعضاء مجلس الإدارة	نسبة الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة
INT	عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمرون المؤسسيين / إجمالي عدد الأسهم المصدرة	ملكية المستثمرين المؤسسيين
DPS	التوزيعات النقدية للأرباح / عدد الأسهم العادية	نصيب السهم من الأرباح الموزعة
LEV	إجمالي الديون / إجمالي الأصول	الرفع المالي
SIZE	لوغاريتم مجموع الأصول	حجم الشركة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الدراسات السابقة

III-3 تحديد النموذج الرياضي المعتمد

لاختبار العوامل المأثرة على تكاليف الوكالة في شركات مؤشر CAC40 تم اعتماد النماذج الرياضية التالية:

$$AUR_{it} = \beta_0 + \beta_1 IND_{it} + \beta_2 DVRFR_{it} + \beta_3 INT_{it} + \beta_4 DPS_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

I: تمثل مجموع المؤسسات المكونة لعينة الدراسة (15 مؤسسة) ؛

t: الفترة الزمنية (9 سنة) ؛

β_0 : الثابت؛

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$: معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة؛

μ_i : يمثل التأثيرات الخاصة بعدم التجانس (i أثر المؤسسة) ؛

الفصل الثاني : منهجية الدراسة القياسة

ϵ_{it} : الحد العشوائي للنموذج مع الفروض التقليدية.

الخلاصة:

ستعرض هذا الفصل الإطار المنهجي الذي انطلقت منه الدراسة الميدانية، حيث تم التركيز على اعتماد أسلوب بيانات البانل (Panel Data) لما يوفره من قدرة تحليلية عالية تجمع بين البعدين الزمني والمقطعي، الأمر الذي يساهم في تعميق الفهم للظواهر موضوع الدراسة. وقد تم تقديم تعريف دقيق لهذا الأسلوب، مع مناقشة إيجابياته، لاسيما في قدرته على التعامل مع التغيرات عبر الزمن وضبط تأثير المتغيرات غير المرصودة، إلى جانب سلبياته التي تتمثل في التعقيد الإحصائي وصعوبة توفير بيانات متكاملة عبر فترات زمنية ممتدة. كما تناول الفصل أهداف استخدام بيانات البانل، من خلال إبراز أهميتها في الكشف عن الديناميكيات الداخلية للظواهر الاقتصادية والاجتماعية، وتحليل سلوك الوحدات الفردية على مدى زمني. وتم تصنيف أنواع نماذج البانل المعتمدة، مثل النموذج التجميعي (Pooled Model)، نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)، ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects)، مع توضيح خصائص كل منها. كما تم التطرق إلى منهجية المفاضلة بين هذه النماذج من خلال اختبارات إحصائية معتمدة، مثل اختبار "F" لاختيار النموذج الثابت، واختبار "Hausman" للمفاضلة بين النموذجين الثابت والعشوائي، مما يضمن اختيار النموذج الأنسب لطبيعة البيانات. في جزء آخر من الفصل، تم عرض تفصيلي لعينة الدراسة، مع بيان مبررات اختيارها ومدى تمثيلها لمجتمع الدراسة. كما تم تحديد المتغيرات الرئيسية للدراسة (المستقلة، التابعة)، مع تقديم تعريف إجرائي دقيق لكل متغير، وطريقة احتسابه وفقاً للمعايير العلمية والسابقة البحثية، بما يعزز من موضوعية التحليل ودقته في الفصل اللاحقة. إن هذا الفصل يُعدّ الأساس المنهجي الصلب الذي بُنيت عليه الدراسة، إذ يساهم في ضمان الاتساق العلمي بين أهداف البحث، أدواته، وأساليب تحليله، وصولاً إلى نتائج أكثر موثوقية ومصداقية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على
تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في
مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015 – 2023

I. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة ومصنفوف

الارتباطات الثنائية

II. تقدير نماذج البانل و إختبار النموذج الأفضل

III. مناقشة نتائج الدراسة القياسية

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

تمهيد

يُشكّل هذا الفصل محورًا جوهريًا في سياق الدراسة، حيث يُعنى بعرض النتائج الفعلية المستخلصة من البيانات التي تم جمعها، ومن ثم تحليلها وتفسيرها في ضوء الإطار النظري والدراسات السابقة. ويهدف هذا الفصل إلى التحقق من مدى صحة الفروض التي انطلقت منها الدراسة، والمتعلقة بتحديد وتحليل العوامل التي تؤثر على تكاليف الوكالة في البيئة التنظيمية محل الدراسة. وقد تم تنظيم محتوى الفصل بما يضمن تسلسلاً علمياً ومنطقياً في عرض النتائج، بدءاً بالتحليل الوصفي للمتغيرات، والذي يُستخدم لفهم الخصائص العامة للبيانات وتحديد الاتجاهات الأولية، مروراً بتحليل مصفوفة الارتباطات الثانية للكشف عن طبيعة العلاقات الثنائية بين المتغيرات المستقلة وتكاليف الوكالة كمتغير تابع. تلا ذلك تقدير نموذج الدراسة باستخدام أساليب إحصائية ملائمة مثل نماذج الانحدار، مع اختبار صلاحية هذا النموذج بناءً على مؤشرات الاتساق الداخلي والتفسير الإحصائي، لضمان موثوقية النتائج ومصداقية الاستنتاجات. ولم يقف التحليل عند حدود الأرقام والمؤشرات، بل امتد إلى تفسير ومناقشة النتائج المستخلصة، مقارنةً بما ورد في الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية السابقة في مجال تكاليف الوكالة. وقد تم ذلك بهدف إبراز أوجه التشابه أو الاختلاف بين ما توصلت إليه الدراسة الحالية وما توصلت إليه الدراسات السابقة، بما يُسهم في إغناء المعرفة العلمية حول الموضوع، ويُساعد على استجلاء آليات تأثير العوامل التنظيمية والإدارية والمالية على تكاليف الوكالة. بذلك، يُمثل هذا الفصل ركيزة أساسية في الإجابة عن إشكالية الدراسة وتقييم فرضياتها، بما يعزز من قيمة النتائج ويمنحها إطاراً تحليلياً وتفسيرياً متكاملًا يخدم أهداف البحث.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

I- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة ومصفوفة الارتباطات الشائبة

يُعد التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة من المراحل الإحصائية التمهيديّة التي تهدف إلى تقديم نظرة شمولية حول خصائص البيانات، من خلال تلخيصها في مؤشرات عديدة كالتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية. ويُسهّم هذا التحليل في فهم طبيعة توزيع المتغيرات واتجاهاتها العامة. وفي السياق ذاته، تبرز أهمية مصفوفة الارتباطات الثانية بوصفها أداة لقياس قوة واتجاه العلاقات الخطية بين المتغيرات، مما يساعد في الكشف عن أنماط الترابط التي قد تدعم أو تنفي الفرضيات البحثية وتوجه التحليلات الإحصائية اللاحقة.

I-1 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

طبقت الدراسة على عينة مكونة من 15 مؤسسة اقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2023، وعليه يكون عدد المشاهدات 135 (9*15) لكل متغير من متغيرات الدراسة. والجدول أدناه يعرض الإحصاء الوصفي للمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (III-1): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	AUR	IND	DVRFR	INT	DPS	LEV	SIZE
Mean	0.604363	0.682199	0.299847	0.681953	2.596037	0.595044	10.27339
Median	0.580185	0.667000	0.307692	0.724000	2.040000	0.600636	10.30473
Maximum	1.010571	0.920000	0.560000	0.905000	14.00000	0.793279	12.85476
Minimum	0.138739	0.400000	0.000000	0.343300	0.000000	0.297704	7.390799
Std. Dev.	0.199815	0.124592	0.129509	0.146856	2.350782	0.115615	0.907892
Skewness	0.058155	-0.012679	-0.476894	-0.560795	2.907951	-0.529490	-0.417141
Kurtosis	2.345591	2.141108	3.093450	2.366912	13.23321	2.870466	5.298918
Jarque-Bera	2.485009	4.153158	5.166241	9.330559	779.3059	6.402471	33.64341
Probability	0.288660	0.125358	0.075538	0.009417	0.000000	0.040712	0.000000
Sum	81.58894	92.09688	40.47931	92.06370	350.4650	80.33092	1386.908
Sum Sq. Dev.	5.350067	2.080103	2.247517	2.889920	740.5077	1.791151	110.4520
Observations	135	135	135	135	135	135	135

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews13.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

- **معدل دوران الأصول (AUR):** يستخدم هذا المتغير كمؤشر لتكاليف الوكالة، حيث يقيس فعالية استخدام أصول الشركة في توليد المبيعات. بلغ متوسطه 0.604، وهو معدل جيد نسبياً يشير إلى فعالية تشغيلية معتدلة. إلا أن الانحراف المعياري البالغ 0.1998، إضافة إلى نطاق التغير الواسع بين الحد الأدنى 0.1387 والحد الأقصى 1.0106، يعكس وجود تباين كبير في الأداء التشغيلي بين الشركات. هذا التفاوت قد يُعزى إلى اختلاف كفاءة الإدارة أو توجهاتها، أو نتيجة سياسات تشغيلية غير موحدة. فالمؤسسات ذات الدوران المرتفع تميل إلى توظيف أصولها بفعالية، ما يقلل من التكاليف الضمنية الناتجة عن سوء استخدام الموارد.

- **استقلالية مجلس الإدارة (IND):** بلغ متوسط الاستقلالية في المجالس الإدارية 0.682، مما يدل على التزام ملحوظ من قبل غالبية الشركات بتعيين عدد معتبر من الأعضاء المستقلين، بما يعزز من فعالية الرقابة والإشراف. ومع ذلك، فإن الحد الأدنى المسجل (0.40) يشير إلى وجود مؤسسات تقترب من الحد الأدنى المقبول للاستقلالية، في حين يعكس الحد الأقصى (0.92) التزاماً متقدماً لدى بعض الشركات بأعلى معايير الحوكمة. ويُظهر الانحراف المعياري المنخفض نسبياً (0.1246) أن التباين في هذه النسبة محدود، لكنه لا يزال يعكس فروقات بين الشركات في تبني المعايير الدولية، وهو ما قد يؤثر على قدرتها في التوجيه الاستراتيجي الفعال.

ارتفاع نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يعتبر مؤشراً على حوكمة الشركات الجيدة. يُنظر إلى الأعضاء المستقلين على أنهم أقل عرضة للتأثر بالإدارة التنفيذية، وبالتالي يُعتقد أنهم يراقبون أداء الإدارة بشكل أكثر فعالية ويحمون مصالح المساهمين. هذا قد يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة من خلال تحسين الرقابة ومنع السلوكيات التي لا تصب في مصلحة المساهمين. المتوسط المرتفع (أكثر من الثلثين) يشير إلى أن شركات CAC40 تلتزم بشكل عام بممارسات حوكمة قوية فيما يتعلق باستقلالية مجلس الإدارة.

- **نسبة أعضاء مجلس الإدارة الأجانب (DVRFR):** بلغ متوسط نسبة الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة 0.2998، وهو ما يعكس وجود تباين في تطبيق الشركات لعينة الدراسة لمبدأ التنوع في التشكيلة الإدارية. وقد بلغ الحد الأدنى لهذه النسبة 0.00، ما يدل على غياب تام للعنصر الأجنبي في بعض المجالس، في حين بلغ الحد الأقصى 0.56، وهو ما يظهر وجود شركات تضم ما يزيد عن نصف أعضائها من غير المواطنين. ويعتبر الانحراف المعياري المرتفع نسبياً (0.1295) دليلاً على تباين السياسات المؤسسية تجاه استقطاب الخبرات غير المحلية، وهو ما قد تكون له

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

انعكاسات على مستوى فعالية الرقابة وجودة الأداء الإشرافي، في ظل اختلاف الخلفيات المهنية والتنظيمية لأعضاء المجالس.

يشير وجود الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة إلى تنوع دولي في مجلس الإدارة. يُعتقد أن التنوع، بما في ذلك التنوع الجغرافي والثقافي، يجلب وجهات نظر وخبرات أوسع إلى عملية اتخاذ القرار، مما قد يعزز الرقابة ويحسن جودة القرارات الاستراتيجية. هذا التنوع قد يساهم في تقليل تكاليف الوكالة عن طريق جلب أفضل الممارسات الدولية والحد من التفكير الجماعي (groupthink)، وبالتالي تحسين أداء الشركة وكفاءة استخدام الأصول. وجود متوسط يقارب الثلث يشير إلى توجه متزايد نحو العالمية في مجالس إدارة الشركات الفرنسية الكبرى.

- ملكية المستثمرين المؤسسيين (INT): بلغ المتوسط الحسابي لملكية المستثمرين المؤسسيين 0.682، مما يشير إلى وجود تركز معتبر في ملكية هذه الفئة من المستثمرين. أما أدنى قيمة فقد بلغت 0.3433، في حين وصلت أعلى قيمة إلى 0.905. وقد بلغ الانحراف المعياري المسجل 0.1469، وهو ما يدل على وجود قدر من التفاوت المقبول، إلا أن تسجيل حد أدنى منخفض يعبر عن وجود شركات ذات هياكل ملكية مشتتة.

غالبًا ما تعتبر آلية قوية للحكومة. يمتلك المستثمرون المؤسسون (مثل صناديق المعاشات، شركات التأمين، صناديق الاستثمار المشتركة) حصصًا كبيرة وعادة ما يكون لديهم حوافز قوية لمراقبة الإدارة والضغط من أجل تحسين الأداء، لأن استثماراتهم تكون كبيرة. هذا التركيز في الملكية يمكن أن يقلل من مشكلات الوكالة من خلال تزويد هؤلاء المستثمرين بالقدرة والرغبة في ممارسة الضغط على الإدارة لتحسين الكفاءة وتعظيم القيمة للمساهمين، وبالتالي قد يؤثر على معدل دوران الأصول بشكل إيجابي. المتوسط المرتفع يشير إلى دور محوري للمستثمرين المؤسسيين في هذه الشركات.

- سياسة توزيع الأرباح (DPS): يعد نصيب السهم من الأرباح الموزعة مؤشرًا مهمًا لسياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركات. وقد بلغ المتوسط 2.596، بينما تراوحت القيم بين حد أدنى قدره 0.00 وحد أقصى بلغ 14.00، ما يعكس توجهها عامًا نحو تعويض المساهمين وتقديم عوائد دورية. إلا أن الانحراف المعياري المرتفع (2.3508) يكشف عن تفاوتات واسعة في سياسات التوزيع، التي قد تعود لأسباب تتعلق بمستويات الربحية، أو باستراتيجيات الاحتفاظ بالأرباح لأغراض النمو والتوسع. هذا التفاوت يشير إلى تباين في أولويات الإدارة بين التركيز على تعظيم قيمة السهم في الأجل القصير مقابل تعزيز النمو طويل الأجل.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

توزيعات الأرباح يمكن أن تكون آلية لتقليل تكاليف الوكالة. عندما توزع الشركات أرباحًا، فإنها تقلل من الأموال المتاحة للإدارة لإعادة استثمارها في مشاريع قد تكون غير مربحة أو لا تصب في مصلحة المساهمين (مشكلة الاستثمار الزائد/Over-investment). كما أنها قد تكون إشارة إلى الثقة في الأداء المستقبلي للشركة. من ناحية أخرى، قد يؤدي دفع توزيعات أرباح مرتفعة إلى الحد من فرص النمو. الانحراف المعياري الكبير يشير إلى أن بعض الشركات تفضل الاحتفاظ بالأرباح بينما تفضل أخرى توزيعها، وهذا قد يعكس استراتيجيات مالية مختلفة أو مستويات متفاوتة من النضج التشغيلي.

- **الرفع المالي (LEV):** يشير متوسط الرفع المالي البالغ 0.595 إلى اعتماد كبير من قبل الشركات على التمويل بالدين، ما يجعلها أكثر عرضة لمخاطر السيولة والوفاء بالالتزامات. بلغت أدنى قيمة للرفع المالي 0.2977، في حين سجلت أعلى قيمة 0.7933. وقد عكس الانحراف المعياري (0.1156) تفاوتًا معتدلاً في هذه النسبة. ويعد هذا المستوى من الرفع مؤشراً على نمط تمويلي محفوف بالتحديات، خاصة في ظل بيئات اقتصادية غير مستقرة، مما قد يهدد استدامة الشركة ويضعف مرونتها المالية.

الرفع المالي يمكن أن يلعب دورًا مزدوجًا في سياق تكاليف الوكالة. من جهة، يمكن للديون أن تقلل من مشكلات الوكالة عن طريق تقييد التدفقات النقدية الحرة المتاحة للإدارة، وبالتالي الحد من الإنفاق المسرف أو الاستثمارات غير الفعالة (فرضية الانضباط بالديون). من جهة أخرى، يمكن أن تزيد الديون من تكاليف الوكالة من خلال تفاقم مشكلات ما يسمى بـ "Under-investment" (الاستثمار الناقص) حيث قد تتجنب الإدارة مشاريع مربحة إذا كان جزء كبير من الأرباح يذهب لسداد الديون. المتوسط المرتفع نسبيًا يشير إلى أن شركات CAC40 تعتمد بشكل كبير على الرافعة المالية، مما قد يعكس سياسات تمويل معينة أو طبيعة الصناعات التي تعمل فيها.

- **حجم الشركة (SIZE):** بلغ المتوسط الحسابي لحجم الشركة 10.273، مع تسجيل أدنى قيمة عند 7.3908، وأعلى قيمة عند 12.8548. أما الانحراف المعياري فقد بلغ 0.9079، ما يشير إلى استقرار نسبي في حجم الشركات محل الدراسة. ومع ذلك، فإن الفجوة بين المؤسسات الصغيرة والكبيرة تظل ملموسة. ويُعد هذا التفاوت ذا دلالة إدارية، إذ غالبًا ما تكون الشركات الأكبر أكثر قدرة على تبني نظم حوكمة متقدمة، وامتصاص الصدمات، وتوظيف الموارد بكفاءة في ظل بيئات عمل تنافسية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

حجم الشركة غالبًا ما يكون له علاقة بتكاليف الوكالة. فالشركات الكبيرة قد تكون أكثر تعقيدًا وإدارتها أكثر صعوبة، مما قد يزيد من تكاليف المراقبة ويخلق فرصًا أكبر لمشكلات الوكالة. ومع ذلك، قد تمتلك الشركات الكبيرة أيضًا أنظمة رقابة داخلية أكثر تطورًا وتنوعًا أكبر في محفظة الأعمال، مما قد يقلل من بعض أنواع تكاليف الوكالة. كما أن الحجم قد يرتبط بالوصول إلى أسواق رأس المال بشروط أفضل. التباين الكبير في أحجام الشركات يعكس الطبيعة المتنوعة لشركات مؤشر CAC40، والتي تضم عمالقة الصناعة والتكنولوجيا والمال.

I-2 مصفوفة الارتباطات الثنائية

تسمح هذه المصفوفة بتحليل الارتباطات الثنائية بين مختلف المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من جهة، ثم تحليل علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها من جهة ثانية:

الجدول رقم (III-2): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

	AUR	IND	DVRFR	INT	DPS	LEV	SIZE
AUR	1.0000						
IND	-0.0233	1.0000					
DVRFR	-0.3507	0.6195	1.0000				
INT	0.1446	0.6372	0.2399	1.0000			
DPS	0.0899	-0.1177	0.0752	-0.2725	1.0000		
LEV	0.0805	0.0160	-0.2626	0.1129	-0.2464	1.0000	
SIZE	0.3881	0.2299	0.0089	0.0650	0.0672	0.1877	1.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

تعد مصفوفة الارتباط أداة إحصائية أساسية في قياس طبيعة العلاقة بين المتغيرات المدروسة، كما أنها تستخدم للكشف عن احتمالية وقوع مشكلة الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات التفسيرية أم لا، التي قد تؤثر سلبًا على دقة تقدير النماذج الاقتصادية وتفسير النتائج. وبحسب العديد من الباحثين، فإن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد تظهر عندما تتجاوز قيم معاملات الارتباط الحد 0.8. وبناءً على البيانات الواردة في الجدول رقم (02)، تشير معاملات الارتباط إلى وجود علاقات متفاوتة القوة بين المتغيرات، دون أن تصل إلى المستويات التي تثير القلق بشأن الارتباط الخطي الحاد، حيث يتضح أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية لم تتجاوز الحد الحرج البالغ

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

0.8، اذ بلغت أعلى قيمة لمعامل الارتباط 0.6372، ما يعادل 63.72%، وهي نسبة مقبولة تشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة. ستدعم هذه النتيجة بإجراء اختبار معامل تضخم التباين VIF، يُستخدم اختبار معامل تضخم التباين (VIF) لتقييم مدى وجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار. يُشير ارتفاع قيم VIF إلى أن المتغير المستقل المعني يمكن تفسيره بشكل كبير بواسطة المتغيرات المستقلة الأخرى في النموذج، مما قد يؤدي إلى انحراف معياري كبير لمعاملاته المقدرة وبالتالي صعوبة في تحديد التأثير الفردي للمتغير. كقاعدة عامة، تُعتبر قيم VIF التي تتجاوز 5 أو 10 مؤشراً على وجود مشكلة خطيرة في التعدد الخطي تتطلب التدخل. قيمة 1 / VIF تُشير إلى درجة التسامح (Tolerance)، حيث تُشير القيم المنخفضة (القريبة من الصفر) إلى تعدد خطي مرتفع.

الجدول رقم (III-3): نتائج اختبار VIF

Variable	VIF	1/VIF
IND	3.10	0.322302
DVRFR	2.01	0.498271
INT	1.93	0.517797
LEV	1.22	0.820238
DPS	1.17	0.855593
SIZE	1.17	0.858327
Mean VIF	1.77	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

تُشير جميع قيم VIF للمتغيرات المستقلة إلى مستويات منخفضة جداً من التعدد الخطي. جميع القيم أقل بكثير من العتبات المقبولة عموماً (مثل 5 أو 10) على وجه التحديد:

- استقلالية مجلس الإدارة (IND)، نسبة الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة (DVRFR)، وملكية المستثمرين المؤسسين (INT): على الرغم من أن تحليل مصفوفة الارتباطات الثنائية أظهر ارتباطات قوية نسبياً بين هذه المتغيرات (حوالي 0.6)، إلا أن قيم VIF الخاصة بها (3.10، 2.01، 1.93 على التوالي) تؤكد أن هذه الارتباطات لا تصل إلى درجة تُسبب مشكلة تعدد خطي حادة تؤثر على موثوقية تقديرات الانحدار. هذا يعني أن كل من هذه المتغيرات يقدم معلومات كافية للنموذج ولا يمكن تفسيرها بشكل كامل من خلال المتغيرات الأخرى.

- الرفع المالي (LEV)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPS)، وحجم الشركة (SIZE): تُظهر هذه المتغيرات قيم VIF قريبة جداً من 1 (1.22، 1.17، 1.17 على التوالي)، مما يشير إلى غياب شبه كامل لمشكلة

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

التعدد الخطي المتعلقة بهذه المتغيرات. قيم $VIF/1$ المرتفعة لهذه المتغيرات (القريبة من 1) تؤكد أن درجة التسامح لديها عالية، أي أنها ليست مرتبطة بشكل كبير بالمتغيرات المستقلة الأخرى.

متوسط VIF : البالغ 1.77 يُعد مؤشرًا عامًا ممتازًا على أن النموذج لا يعاني من مشكلة تعدد خطي كبيرة بشكل عام.

II- تقدير نماذج البانل واختيار النموذج الأفضل

تعد تقدير نماذج بيانات البانل من الأساليب الإحصائية المتقدمة التي تسمح بتحليل البيانات التي تجمع بين البعدين الزمني والفردية، مما يعزز من دقة النتائج وثراء التفسير. ويُشكل اختيار النموذج الأنسب بين النماذج المختلفة، كالنموذج التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، خطوة أساسية تسبق التقدير، إذ يعتمد عليها مدى صحة النتائج ومصداقية الاستنتاجات. ويتم هذا الاختيار بالاستناد إلى مجموعة من الاختبارات الإحصائية المعتمدة في الأدبيات، والتي توجه الباحث نحو النموذج الأنسب لطبيعة بياناته.

II-1 تقدير نماذج البانل

تم اعتماد منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في تقدير معلمات نموذج الدراسة، وذلك من خلال تطبيق ثلاثة نماذج اقتصادية رئيسية، هي: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model)، ونموذج الآثار العشوائية (Random Effects Model). وقد أسفرت عملية التقدير عن النتائج الآتية:

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

الجدول رقم (III-4): تقدير معاملات النموذج

	Random		Fixed		Pooled	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
IND	.0000365	0.9997	-0.004553	0.959	0.065745	0.743
DVRFR	0.062199	0.4847	0.099266	0.274	-0.745015	0.000***
INT	-0.160895	0.2755	-0.271431	0.105	0.358157	0.008***
DPS	0.0076776	0.1362	0.007996	0.137	0.012773	0.052*
LEV	-0.223723	0.1193	-0.290979	0.061*	-0.190642	0.161
SIZE	0.110184	0.000***	0.114321	0.000***	0.082868	0.000***
Cons	-0.323357	0.1676	-0.259265	0.312	-0.232395	0.198
R-squared	0.253789		0.909987		0.3572	
Prob(F-statistic)	0.000001		0.00000		0.00000	

*** عند مستوى المعنوية 1%، ** عند مستوى المعنوية 5%، * عند مستوى المعنوية 10%.

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews13.

II-2 اختبارات المفاضلة بين نماذج البائل

بعد تقدير النماذج الثلاث للبائل نقوم بالمفاضلة بينها بهدف الوصول إلى النموذج المناسب للدراسة وذلك من خلال مجموعة من الاختبارات:

- المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM): نستعين باختبار Breusch

and Pagan للمفاضلة بين النموذجين (PRM) و (REM) وتصاغ فرضيته كالتالي:

H_0 : لا يوجد تأثيرات عشوائية النموذج التجميعي هو الأفضل.

H_1 : يوجد تأثيرات عشوائية (نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل).

ويبين الجدول أدناه نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (III-5): نتائج اختبار Breusch and Pagan

Breusch-Pagan	Cross-section	Time	Both
	252.3833	0.524458	252.9078
(0.0000)	(0.4689)	(0.0000)	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews13.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

تبين نتائج الاختبار أن القيمة الاحتمالية ($P = 0.0000$) وهي أقل من 5% وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة (H_1)، أي أن نموذج الأثر العشوائي هو الأفضل مقارنة بالنموذج التجميعي - المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM): من أجل المفاضلة بين النموذجين (PRM) و (FEM) نستعين باختبار فيشر المقيّد وذلك من خلال اختبار فرضيتين:

H_0 : النموذج التجميعي هو الملائم.

H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم.

الجدول رقم (III-6): نتائج اختبار فيشر المقيّد

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	71.980200	(22,269)	0.0000
Cross-section Chi-square	576.954807	22	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews13

أثبتت نتائج اختبار فيشر المقيّد أن القيمة الاحتمالية تساوي ($P = 0.000$) وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تفترض أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

- المفاضلة بين النموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM): يتم المفاضلة بين النموذجين (REM) و (FEM) من خلال اختبار Hausman وسيتم اختبار فرضيتين:

H_0 : التي تنص أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل

H_1 : التي تنص أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل، والجدول أدناه يبين نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (III-7): نتائج اختبار Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.670354	6	0.0991

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews13

تشير نتائج اختبار Hausman إلى أن قيمة الاحتمال تساوي 0.000 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية التي تنص أن النموذج العشوائي هو الملائم.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

بناءً على نتائج اختبار هاوسمان، إلى جانب النتائج السابقة لاختبار فيشر الذي أظهر أفضلية (FEM) على (PRM) واختبار برويش-باغان لاغرانج المتعدد الذي أظهر أفضلية (REM) على (PEM) حيث أن جميع الاختبارات تُشير إلى أن نماذج البائل (FEM) أو (REM) هي الأنسب من النموذج التجميعي. في حين حدد اختبار هاوسمان بوضوح أن نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects) هو النموذج الأنسب والأكثر ملاءمة لتحليلي، نظرًا لوجود ارتباط دال إحصائيًا بين التأثيرات الفردية والمتغيرات المستقلة.

II-3 الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج الدراسة:

بعد تحديد النموذج المناسب لتفسير بيانات الدراسة وهو نموذج الآثار العشوائية، نتقل الآن للتحقق من صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية والقياسية.

II-3-1 اختبار المعنوية الكلية للنموذج

الجدول رقم (III-8): تقدير معاملات النموذج

	Random	
	Coefficient	Prob.
IND	.0000365	0.9997
DVRFR	0.062199	0.4847
INT	-0.160895	0.2755
DPS	0.0076776	0.1362
LEV	-0.223723	0.1193
SIZE	0.110184	0.000***
Cons	-0.323357	0.1676
R-squared	0.253789	
Prob(F-statistic)	0.000001	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews13.

استنادا إلى نتائج الجدول، يتبين أن العلاقة بين المتغير التابع، والمتمثل في معدل دوران الأصول (AUR)، والمتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج تعد علاقة متوسطة، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.253789$ ، وهو ما يشير إلى أن ما نسبته 25.37% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأصول يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة محل

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

الدراسة، في حين تعزى النسبة المتبقية إلى عوامل أخرى لم يشملها النموذج. كما أن النموذج يتمتع بمعنوية إحصائية عالية على المستوى الكلي، وهو ما تؤكدُه القيمة الاحتمالية لاختبار F، والتي بلغت $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000$.

II-3-2 اختبار صلاحية النموذج من الناحية القياسية

من أجل التأكد أن نموذج التأثيرات العشوائية لا يعاني من مشاكل قياسية نقوم باختبار كل من الارتباط الذاتي للأخطاء واختبار عدم تجانس التباين:

- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test): يتم الكشف عن الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام اختبار Wooldridge، فإذا كانت قيمة prob أقل من 5% فسيكون هناك ارتباط ذاتي للأخطاء، أما إذا كانت أكبر من 5% فليس هناك ارتباط ذاتي للأخطاء، ويبين الجدول التالي نتائج الاختبار:

الجدول رقم (III-9): نتائج الاختبار الذاتي للأخطاء

F (1, 14)	4.015
Prob>F	0.0648

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Stata17

وفق نتائج اختبار Wooldridge احتمال الاختبار - P- Value المقدر بـ 0.0648 أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

- اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity): نقوم باختبار عدم تجانس التباين من خلال اختبار فرضيتين:

H_0 : التي تنص على تساوي تجانس التباين

H_1 : التي تنص على عدم تساوي تجانس التباين

فإذا كانت قيمة Prob أكبر من 5% فلا توجد مشكلة عدم التباين، أما إذا كانت أقل من 5% فهناك مشكل عدم تجانس التباين. والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (III-10): نتائج اختبار عدم تجانس التباين

chi2(1)	4.32
Prob>chi2	0.0377

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Stata17

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob أصغر من مستوى المعنوية 5% وعليه يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد عدم ثبات تباينات الأخطاء للوحدات المقطعية في نموذج التأثيرات الثابتة. أظهرت نتائج الاختبارات السابقة أن نموذج التأثيرات العشوائية يعاني من مشكلة عدم تجانس التباين، مما يُضعف من موثوقية التقديرات الإحصائية. وبناءً عليه، تم اعتماد طريقة تصحيح الأخطاء في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panels Corrected Standard Errors - PCSE)، كما اقترحها Beck and Katz (1995)، بهدف تحسين دقة النتائج وتعزيز صلاحية الاستدلال الإحصائي. وتعرض نتائج النموذج بعد التصحيح في الجدول الآتي:

الجدول رقم (III-11): نتائج نموذج الدراسة بعد التصحيح.

AUR	Coefficient	std. err.	Z	P>z
IND	.0657453	.2068202	0.32	0.751
DVRFR	-.745015	.1737304	4.29	0.000
INT	.3581575	.1148587	3.12	0.002
DPS	.0127732	.0018498	6.91	0.000
LEV	-.1906424	.0881249	2.16	0.031
SIZE	.0828676	.0092956	8.91	0.000
_cons	-.2323952	.0996673	2.33	0.020
R-squared	0.3572			
Prob(F-statistic)	0.0000			

*** عند مستوى المعنوية 1%، ** عند مستوى المعنوية 5%، * عند مستوى المعنوية 10%.

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Stata17

أظهرت نتائج نموذج الانحدار الموضحة في الجدول رقم (11) ما يلي :

- مستوى استقلالية مجلس الإدارة (IND): تبين أن متغير استقلالية مجلس الإدارة له تأثير إيجابي طفيف على AUR ، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (0.0657)، إلا أن هذا الأثر غير دال إحصائياً (P=0.751)، مما يشير إلى أن نسبة المديرين المستقلين في مجلس الإدارة لا تؤثر تأثيراً معنوياً على AUR في العينة المدروسة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

- أعضاء مجلس الإدارة الأجانب (DVRFR) : أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية دالة إحصائيًا بين تركيز حقوق التصويت ومتغير AUR حيث بلغ معامل الانحدار (-0.7450) عند مستوى دلالة عالية جدًا. (P=0.000) ويفسر هذا بأن زيادة نسبة الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة تؤدي إلى انخفاض مستوى AUR ، مما يعكس أثرًا سلبيًا للهيمنة في هيكل الملكية على هذا المؤشر.

- الملكية الداخلية أو المؤسسية (INT) : تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة دالة إحصائيًا بين الملكية الداخلية وAUR، بمعامل قدره (0.3581) ومستوى دلالة (P=0.002) هذا يدل على أن ارتفاع نسبة الملكية الداخلية يرتبط بزيادة AUR، وربما يعكس ذلك توافق المصالح وقوة الحوكمة عندما يرتفع تملك الإدارة لأسهم الشركة.

-توزيعات الأرباح (DPS) : أظهرت نتائج النموذج وجود علاقة طردية قوية ودالة إحصائيًا بين توزيعات الأرباح وAUR، حيث بلغ معامل الانحدار (0.0127) عند مستوى دلالة (P=0.000) ويعني ذلك أن ارتفاع توزيعات الأرباح يرتبط بزيادة AUR ، ما يعزز دور توزيعات الأرباح كآلية تقلل من التكاليف الناتجة عن تضارب المصالح.

-الرافعة المالية (LEV) : توصلت النتائج إلى وجود علاقة عكسية دالة إحصائيًا بين الرافعة المالية وAUR، حيث بلغ معامل الانحدار (-0.1906) عند مستوى دلالة (P=0.031) وهو ما يعني أن ارتفاع الرافعة المالية قد يؤدي إلى انخفاض AUR ، مما يشير إلى أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين قد يكون له أثر سلبي على هذا المتغير.

- حجم الشركة (SIZE) : أظهرت النتائج أن حجم الشركة يؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على AUR ، بمعامل قدره (0.0829) ومستوى دلالة (P=0.000) ويشير ذلك إلى أن الشركات الأكبر حجمًا تميل إلى تحقيق مستويات أعلى من AUR .

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

III - مناقشة وتفسير النتائج

- استقلالية مجلس الإدارة (IND):

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (11) إلى عدم وجود أثر لاستقلالية مجلس الإدارة (IND) على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول (AUR) للمؤسسات محل الدراسة وعليه ننفي صحة الفرضية الأولى التي تنص على " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية الاستقلالية لمجلس الإدارة على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة"، هذه النتيجة لا تدعم منظور نظرية الوكالة ولا نظرية الاعتماد على الموارد ولا نظرية الإشراف. ويمكن تفسير غياب هذا الأثر بعدد من العوامل المتداخلة. فقد يرجع الأمر إلى الطابع الشكلي لاستقلالية أعضاء المجلس، حيث تمنح الصفة "المستقلة" من الناحية القانونية فقط دون أن تكون مقترنة بدرجة كافية من الكفاءة أو الحياد الفعلي، مما يضعف من مساهمتهم في عمليات الرقابة الجوهرية. كما قد يعاني الأعضاء المستقلون من نقص في الوصول إلى المعلومات الداخلية الدقيقة والمعمّقة، الأمر الذي يحد من قدرتهم على تقييم الأداء واتخاذ قرارات قائمة على معرفة وافية. كما قد لا يتمتع الأعضاء المستقلون بسلطة حقيقية داخل المجلس، خاصة في ظل هيمنة الرئيس التنفيذي أو الأعضاء التنفيذيين، مما يجعل دورهم استشاريا أكثر من كونه رقابيا فاعلا. أيضا قد يكون لضعف الديناميكية داخل المجلس دور في هذه النتيجة، حيث يحتمل أن التفاعل بين الأعضاء المستقلين وغير المستقلين محدود أو غير فعال، وهو ما يقلل من فرص النقاش البناء وتبادل الآراء الذي يفضي إلى قرارات استراتيجية تقلص من سلوكيات الوكالة. تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Hastori, Hermanto, Sembel, & Tb, 2015) التي أظهرت أن إستقلالية مجلس الإدارة لا تؤثر على تكاليف الوكالة، في حين تتعارض نتيجة هذه الدراسة مع نتيجة دراسة (شقور، 2017) ودراسة (الياتي و المبارك، 2022) التي توصلتا إلى أن نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة تؤثر على تكاليف الوكالة حيث تزداد تكاليف الوكالة بزيادة نسبة الاعضاء المستقلين في مجلس الإدارة.

- أعضاء مجلس الإدارة الأجانب (DVRFR):

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (11) إلى وجود أثر سالب ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لأعضاء مجلس الإدارة الأجانب (DVRFR) على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول (AUR) للمؤسسات محل الدراسة وعليه نؤكد صحة الفرضية الثانية التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لأعضاء مجلس الإدارة الأجانب على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة"، تتناقض هذه النتيجة مع ما تفترضه نظرية الوكالة التي ترى أن وجود أعضاء أجنبي في مجلس الإدارة يمكن أن يعزز آليات المراقبة على

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

سلوك المديرين التنفيذيين، وبالتالي لن يتواطؤوا مع الاداريين الداخليين لتدمير مصالح المساهمين ، كما لا تتماشى مع طرح نظرية الاعتماد على الموارد التي تنظر إلى المديرين الأجانب كمصدر للمعرفة الدولية والعلاقات العابرة للحدود، والتي يفترض أن تساهم في تسهيل الوصول إلى الأسواق والموارد المالية العالمية. يمكن تفسير هذا النتيجة من خلال جملة من المحددات التنظيمية والثقافية التي تعوق الأثر الإيجابي المحتمل لهؤلاء الأعضاء. إذ أن غياب التجانس الثقافي والمعرفي، وضعف الاطلاع على البيئة المحلية، قد يقيد مساهمتهم الفعلية في الرقابة الاستراتيجية والتسيير التنفيذي، مما يؤدي إلى تباطؤ في اتخاذ القرارات الحيوية وإضعاف ديناميكية استغلال الموارد التشغيلية، وهو ما ينعكس في النهاية في صورة انخفاض معدل دوران الأصول. علاوة على ذلك، قد يتسم الأعضاء الأجانب بمستوى عالٍ من التحفظ المؤسسي والحذر التنظيمي، خصوصاً في بيئات ذات شفافية محدودة أو أنظمة حوكمة غير ناضجة، مما يؤدي إلى تقييد المبادرة التشغيلية وخلق فجوات في التواصل مع الإدارة التنفيذية. وتعارض نتيجة هذه الدراسات مع الدراسات الآتية: (Masulis, Wang, & Xie, 2012) ودراسة (Oxelheim & Randøy, 2003) وكذا دراسة (Bijoy & Mangla, 2023) هذه الدراسات توصلت إلى أن نسبة الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة تساهم في خفض تكاليف الوكالة.

- ملكية المستثمرين المؤسسيين (INT):

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (11) إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين ملكية المستثمرين المؤسسيين (INT) وتكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول (AUR) للمؤسسات محل الدراسة وعليه نؤكد صحة الفرضية الثالثة التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لملكية المستثمرين المؤسسيين على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة"، هذه النتيجة تتوافق مع ما تدعو وجهة نظر "المراقبة النشطة" والتي تفترض أن المستثمرين المؤسسيين، بفضل امتلاكهم لخبرات تحليلية متقدمة وقدرتهم الواسعة على الوصول إلى المعلومات الدقيقة، يضطلعون بدور رقابي فعال على قرارات الإدارة وسلوكياتها التشغيلية والمالية. إن هذا الدور الرقابي يساهم في تعزيز ممارسات الحوكمة الرشيدة، ويحد من فرص استغلال الموارد من قبل المديرين لأغراض شخصية أو غير فعالة، خصوصاً في ظل وجود فوائض نقدية يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع التكاليف المرتبطة بالوكالة في غياب رقابة فعالة. وعليه، فإن ارتفاع نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين يمكن أن يُسهم في تخفيض درجة عدم تناسق المعلومات بين الإدارة والمساهمين، والحد من تكاليف الوكالة. تتوافق هاته النتيجة مع دراسة (Hamdan, 2018) والتي ترى أن الملكية المؤسسية تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة، وتعارض نتيجة هذه الدراسة مع الدراسات الآتية (شقور، 2017) و(حمدان، السريع ، و عناسوه، 2016) هاته الدراسات التي توصل إلى أن الملكية المؤسسية تزيد من تكاليف الوكالة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

- سياسة توزيع الأرباح (DPS):

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (11) إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPS) وتكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول (AUR) للمؤسسات محل الدراسة وعليه نؤكد صحة الفرضية الرابعة التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة". ويعزى هذا الأثر إلى أن سياسة توزيع الأرباح تمثل أداة رقابية فعالة لتقليل الفائض النقدي المتاح للإدارة، وبالتالي تقليل فرص استغلال الموارد في استثمارات غير منتجة أو لصالح أهداف شخصية. كما أن التوزيعات المنتظمة تعزز ثقة المساهمين في الإدارة، وتدفعها إلى تحسين أدائها التشغيلي للحفاظ على قدرتها على توزيع الأرباح مستقبلاً، ما يؤدي بدوره إلى خفض التكاليف الناتجة عن تعارض المصالح. علاوة على ذلك، فإن وجود سياسة واضحة لتوزيع الأرباح يقلل من الحاجة إلى الرقابة المباشرة من قبل المساهمين، ويُعزز الانضباط المالي داخل الشركة، وهو ما ينعكس إيجاباً على كفاءة تخصيص الموارد ويحد من تكاليف الرقابة والتحفيز. تتوافق هاته النتيجة مع الدراسات التالية (Hastori, Hermanto, Sembel, & Tb, 2015) (Hamdan, 2018)، (Songsong, Daquan, & Xiaofeng, 2021) في حين تتعارض نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (السريتي، 2022) التي توصلت أن تكاليف الوكالة لا تتأثر بنصيب السهم من توزيعات الأرباح.

- الرفع المالي (LEV)

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (11) إلى وجود أثر سالب ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% للرفع المالي (LEV) على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول (AUR) للمؤسسات محل الدراسة وعليه نؤكد صحة الفرضية الثانية التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة"، ويعزى هذا الأثر إلى أن الزيادة في الديون لا تؤدي دائماً إلى تعزيز الانضباط المالي، بل قد تفاقم من حدة التناقض بين مصالح المديرين والمساهمين، خاصة في ظل غياب الاستخدام الكفء للأموال المقترضة. فبينما يُتوقع أن تساهم الالتزامات الدورية تجاه الدائنين في تقليل سلوكيات الإدارة الانفرادية وتحفيزها على رفع الكفاءة التشغيلية، فإن الإفراط في الاعتماد على الدين قد يُنتج آثاراً عكسية، إذ تصبح المؤسسة تحت ضغط مالي مستمر يقلص من قدرتها على تمويل الاستثمارات الإنتاجية، ويزيد من احتمالية اتخاذ قرارات قصيرة الأجل تهدف إلى الحفاظ على السيولة على حساب القيمة طويلة الأجل. علاوة على ذلك، فإن الديون المرتفعة غالباً ما ترتبط بارتفاع مستوى المخاطر التي تتحملها المؤسسة، وهو ما يترجم إلى تراجع في ثقة المستثمرين وانخفاض في الطلب على الأسهم،

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

وبالتالي تراجع سعر السهم في السوق. هذا الانخفاض لا يعبر فقط عن تدهور القيمة السوقية، بل يعكس أيضا تزايد التكاليف غير المرئية الناجمة عن تصاعد مخاوف حملة الأسهم من سوء استغلال الموارد المالية، وهو ما يعتبر أحد أبرز مظاهر تكاليف الوكالة. كما أن عدم قدرة المؤسسة على تحويل الدين إلى أرباح موزعة بشكل منتظم يُعزز من إدراك المساهمين لضعف الرقابة الداخلية، ويضعف الحافز على الاستثمار طويل الأجل. وبهذا فإن العلاقة السلبية بين الرفع المالي ودوران الأصول في هذه الحالة تُعد مؤشرًا واضحًا على أن الرفع المالي قد يتحول من أداة انضباط إلى مصدر لتفاقم النزاعات الوكالية، حين لا يستخدم بفعالية أو حين تتجاوز مخاطره قدرة المؤسسة على الاستيعاب المالي والتشغيلي وتتوافق هذه النتيجة مع الدراسات التالية (شقور، 2017) بالإضافة إلى دراسة (Hastori, Hermanto, Sembel, & Tb, 2015) في حين تتعارض النتيجة مع الدراسات التالية (بن سليمان، بوهالي، و قدام، 2021) إضافة لدراسة (زريقات، الغرابية، و الحداد، 2016)، وكذا دراسة (بن عزيزة و زعيبط، 2019) بالإضافة إلى دراسة (بوكرومة و عبيدات، 2019).

- حجم الشركة (SIZE)

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (11) إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين حجم الشركة (SIZE) وتكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول (AUR) للمؤسسات محل الدراسة وعليه نؤكد صحة الفرضية السادسة التي تنص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول للمؤسسات محل الدراسة"، تشير هذه النتيجة إلى أن الشركات الأكبر حجما تتمتع بقدرة أعلى على تقليص التكاليف الناتجة عن تعارض المصالح بين المديرين والمساهمين. ويمكن تفسير هذه العلاقة الإيجابية من منطلق أن المؤسسات الكبرى غالبا ما تتسم بهيكل تنظيمي أكثر تطورا، وأنظمة رقابة داخلية أكثر إحكاما، مما يضعف من فرص التصرفات الانتهازية ويعزز من الانضباط الإداري. كما أن الشركات الأكبر، بحكم تنوعها القطاعي والجغرافي، تكون أقل عرضة للمخاطر التشغيلية المحددة، مما يمنحها استقرارا ماليا أعلى يترجم إلى نتائج أكثر اتساقا وكفاءة في استغلال الموارد. علاوة على ذلك، فإن المؤسسات الكبيرة غالبا ما تكون ذات تاريخ طويل في السوق، مما يكسبها خبرة تراكمية وقدرات إدارية متقدمة تسهم في تحسين عملية اتخاذ القرار وتقليل الهدر الناجم عن المعلومات غير المتناظرة. كما أن السمعة الجيدة المرتبطة بحجم الشركة تعزز ثقة المستثمرين وأصحاب المصلحة، مما يسهل عملية جمع الموارد المالية بأقل تكلفة ممكنة، ويقلل من الحاجة إلى إجراءات رقابية مكثفة من قبل المساهمين مما يساهم في تخفيض

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

تكاليف الوكالة. هذه النتيجة تتعارض مع نتائج الدراسات التالية (بن عزيزة و زعيبط، 2019) ودراسة (بن سليمان، بوهالي، و قدام، 2021) حيث توصلت هذه الدراسات إلى أنه كلما زاد حجم الشركة إزدادت معه تكاليف الوكالة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2023

الخلاصة

تناول هذا الفصل عرضاً وتحليلاً لنتائج الدراسة المتعلقة بالعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة، حيث استُهل بتحليل وصفي للبيانات بهدف الوقوف على الخصائص العامة لعينة الدراسة وتوزيع المتغيرات محل التحليل. بعد ذلك، تم تطبيق تحليل مصفوفة الارتباطات الثانية للكشف عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة وتكاليف الوكالة، حيث أظهرت النتائج وجود علاقات ذات دلالة إحصائية بين بعض المتغيرات المدروسة.

كما تم في هذا الفصل تقدير واختبار صلاحية نموذج الدراسة باستخدام الأساليب الإحصائية الملائمة، وتبين من خلال المؤشرات القياسية أن النموذج يتمتع بدرجة جيدة من الملاءمة التفسيرية والتنبؤية. وفي القسم الأخير، تم تفسير ومناقشة نتائج الدراسة في ضوء الأدبيات السابقة والنظرية الاقتصادية، حيث أظهرت النتائج توافقاً مع بعض الدراسات السابقة واختلافاً مع أخرى، ما يدل على خصوصية البيئة التي أجريت فيها الدراسة وأهمية السياق المؤسسي والتنظيمي في تحديد تكاليف الوكالة. بالتالي، ساهم هذا الفصل في توضيح كيف تؤثر العوامل المختلفة على تكاليف الوكالة، ومدى قوة العلاقات التي تربطها.

الخاتمة

الخاتمة

تناول هذا البحث دراسة معمقة للعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة، انطلاقاً من الإطار النظري وصولاً إلى الجانب التطبيقي. وقد استهل الفصل الأول بتوضيح المفاهيم الأساسية لنظرية الوكالة، مبرزاً أسباب نشوئها في ظل انفصال الملكية عن الإدارة وما يترتب على ذلك من تعارض في المصالح وعدم تماثل في المعلومات. كما تتبع هذا الفصل التطور التاريخي للنظرية وأهميتها في تفسير الظواهر التنظيمية وتطوير آليات الحوكمة والرقابة. كما تم التطرق في هذا الفصل إلى مجموعة من الدراسات التي تناولت موضوع دراستنا وقد قمنا بتقسيمها إلى دراسات باللغة العربية ودراسات باللغة الأجنبية.

انتقل الفصل الثاني إلى الجانب المنهجي، حيث تم عرض منهجية الدراسة الميدانية. وقد ارتكزت الدراسة على أسلوب بيانات البانل (Panel Data) لما يوفره من قدرة تحليلية عالية تجمع بين البعدين الزمني والمقطعي. تم في هذا الفصل تقديم تعريف دقيق لهذا الأسلوب ومناقشة إيجابياته وسلبياته، بالإضافة إلى تصنيف أنواع نماذج البانل المعتمدة (النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية) ومنهجية المفاضلة بينها باستخدام اختبارات إحصائية مثل اختبار "F" واختبار "Hausman". كما تم تحديد مجتمع وعينة الدراسة التي تمثلت في الشركات الفرنسية المدرجة في مؤشر CAC 40، وتحديد المتغيرات الرئيسة للدراسة (المستقلة، التابعة، والضابطة) وتعريفها الإجرائي.

أما الفصل الثالث، فقد خصص لعرض وتحليل النتائج الفعلية المستخلصة من البيانات التي تم جمعها. بدأ هذا الفصل بتحليل وصفي للمتغيرات لفهم الخصائص العامة للبيانات وتحديد الاتجاهات الأولية. تلاه تحليل مصفوفة الارتباطات للكشف عن طبيعة العلاقات الثنائية بين المتغيرات المستقلة وتكاليف الوكالة كمتغير تابع. وقد تم تقدير واختبار صلاحية نموذج الدراسة باستخدام الأساليب الإحصائية الملائمة، حيث أظهرت المؤشرات القياسية أن النموذج يتمتع بدرجة جيدة من الملاءمة التفسيرية والتنبؤية. وفي الجزء الأخير من هذا الفصل، تم تفسير ومناقشة النتائج المستخلصة، ومقارنتها بما ورد في الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية السابقة، مع تسليط الضوء على أوجه التشابه والاختلاف.

– نتائج الدراسة:

بناءً على تحليل البيانات والنتائج التي تم التوصل إليها، يمكن استخلاص الاستنتاجات الرئيسية التالية:

- معدل دوران الأصول (AUR) يُستخدم كمؤشر لتكاليف الوكالة، لكن هنا تباين كبير بين الشركات، مما يشير إلى فروق في كفاءة الإدارة؛

الخاتمة

- استقلالية مجلس الإدارة (IND) على الرغم من التزام الشركات بتعيين أعضاء مستقلين، لم يثبت وجود تأثير معنوي إحصائي لاستقلالية مجلس الإدارة على معدل دوران الأصول، مما قد يشير إلى أن الاستقلالية قد تكون شكلية أو غير فعالة بالقدر الكافي في الممارسة؛
- أعضاء مجلس الإدارة الأجانب (DVRFR) وُجدت علاقة عكسية ودالة إحصائية، مما قد يعزى إلى تحديات في التجانس الثقافي أو ضعف الاطلاع على البيئة المحلية، مما قد يؤثر على فعالية الرقابة؛
- ملكية المستثمرين المؤسسيين (INT) توجد علاقة موجبة ودالة إحصائية، مما يدعم دور هذه الملكية في تعزيز الحوكمة الرشيدة والمراقبة الفعالة للإدارة؛
- توزيعات الأرباح (DPS) توجد علاقة طردية قوية ودالة إحصائية، مما يؤكد دورها كأداة لتقليل التكاليف عن طريق تقليل الفوائد النقدي المتاح للإدارة وتعزيز ثقة المساهمين؛
- الرفع المالي (LEV) لوحظت علاقة عكسية ودالة إحصائية، مما يشير إلى أن زيادة الديون قد لا تؤدي بالضرورة إلى تعزيز الانضباط المالي، بل قد تفاقم تضارب المصالح إذا لم يتم استخدام الأموال بكفاءة؛
- حجم الشركة (SIZE) يؤثر حجم الشركة بشكل إيجابي ومعنوي، مما يشير إلى أن الشركات الكبيرة قد تكون أكثر قدرة على تقليل تكاليف الوكالة بسبب هيكلها التنظيمي المتطور وأنظمة الرقابة الداخلية الأكثر إحكامًا.

– التوصيات

على ضوء ما توصلنا إليه من نتائج، يمكن تقديم التوصيات التالية:

- التحول من الاستقلالية الشكلية إلى الجوهرية لأعضاء مجلس الإدارة، من خلال ضمان وصولهم الشامل للبيانات ذات الصلة وتوفير برامج تدريب متخصصة، لتمكينهم من ممارسة رقابة فعالة وموضوعية تحد من تضارب المصالح وتكاليف الوكالة؛
- إعادة النظر في معايير اختيار أعضاء مجلس الإدارة الأجانب، مع التركيز على الكفاءات التي تمتلك فهمًا عميقًا للسياق الثقافي والاقتصادي المحلي، وذلك لضمان إسهامهم الفعال في الرقابة الاستراتيجية وتجنب التحديات الناجمة عن الاختلافات المعرفية أو الثقافية التي قد تزيد من تكاليف الوكالة؛
- تعزيز الشفافية في الإفصاح المالي وغير المالي، وذلك لتمكين المستثمرين المؤسسيين من الوصول إلى المعلومات الضرورية التي تدعم دورهم الرقابي النشط، مما يعزز من كفاءة استخدام الأصول ويحد من تكاليف الوكالة؛
- تبني سياسات توزيع أرباح منتظمة وواضحة المعالم، حيث تُعد هذه السياسات آلية فعالة لتقليل التدفقات النقدية الحرة المتاحة للإدارة، مما يقلل من فرص الاستثمار في مشاريع غير منتجة ويحد من تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح؛

- تبني استراتيجية متحفظة في استخدام التمويل بالدين، مع تقييم دقيق لمستويات الرفع المالي. ينبغي توجيه الأموال المقترضة نحو استثمارات ذات عائد اقتصادي إيجابي لخدمة مصالح المساهمين، وتجنب المخاطر التي قد تزيد من تكاليف الوكالة أو تعيق الأداء التشغيلي؛
- إستغلال الشركات الكبيرة للاستفادة من ميزتها النسبية في الحجم لتطوير أنظمة رقابة داخلية أكثر تعقيداً وتطوراً، وتطبيق معايير حوكمة صارمة. هذا الاستثمار يساهم في تعزيز الكفاءة التشغيلية، والحد من الهدر، وتقليل تكاليف الوكالة من خلال الاستفادة من اقتصادات الحجم والقدرات التنظيمية المتطورة.

-آفاق الدراسة

بعد دراستنا لهذا الموضوع فإننا نقترح بعضاً من الأفكار كآفاق للدراسة:

- إجراء دراسات مستقبلية على عينات أكبر وأكثر تنوعاً من الشركات، لتشمل قطاعات صناعية مختلفة، وبلدان ذات أطر تنظيمية واقتصادية متباينة؛
- يجب على الدراسات المستقبلية استكشاف وتطبيق مقاييس بديلة أو متعددة لتكاليف الوكالة (بخلاف معدل دوران الأصول فقط)، مثل تكاليف التدقيق الخارجي، أو نفقات البحث والتطوير، أو مستويات الاستثمار الزائد/الناقص، أو الفجوة بين الأداء الفعلي والأداء المحتمل؛
- البحث في كيفية تأثير التطورات التكنولوجية الحديثة (مثل الذكاء الاصطناعي، تحليلات البيانات الضخمة، والبلوك تشين) على تقليل عدم تماثل المعلومات، وتعزيز الرقابة، وبالتالي التأثير على تكاليف الوكالة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

– المقالات

1. بريش عبد القادر؛ وبدروني، عيسى، (2016)، سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، (2).
2. بن سليمان سوراية؛ بوهالي رتيبة، (2022). أثر هيكل الملكية وتكاليف الوكالة على ربحية مؤسسات CAC 40، مجلة الأعمال والإقتصاد المعاصرة 5(1).
3. بن سليمان سوراية؛ بوهالي رتيبة؛ وقدم جمال، (2021)، تأثير الميكانزمات الداخلية لحوكمة الشركات على تكاليف الوكالة، دفاتر مركز البحث في الإقتصاد التطبيقي من أجل التنمية (les cahiers du CREAD)، 37 (3).
4. بن عزيزة، صورية؛ وزعبيط، نور الدين، (2019)، أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة، مجلة الباحث الاقتصادي، 7(11)، 231–259.
5. بوكرومة، كريمة؛ وعبيدات، عبادة، (2019)، أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 13(2)، 129–148.
6. حمدان، علام محمد موسى، (2016)، العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركة. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 12(3).
7. حمدان، علام محمد موسى، (2016)، هل تلجأ الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح لتخفيض تكاليف الوكالة؟ المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 12(3).
8. حمدان، علام محمد موسى؛ السريع، عادل محمد يسلم؛ محمد سالم، (2016)، هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين، مجلة الجامعة الإسلامية بغزة للإقتصاد والأعمال، 24 (4)، 82–98.
9. الخفاجي، ناطق جبار سالم؛ حيدر عطا؛ وعبدالله، نوفل حسين، (2021)، آليات حوكمة الشركات للحد من إدارة الأرباح. مجلة كلية مدينة العلم، 13(1).
10. خيرى، يسرى محمد علي، (2022)، أثر التحصين الإداري على السلوك غير المتماثل للتكلفة، المجلة المصرية للدراسات التجارية، 46(4)، 336–396.

11. الزحيم، علاء جميل مكط، (2015). دور آليات حوكمة الشركات في الرقابة على تكاليف المسؤولية الاجتماعية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، 17(1).
12. زريقات، زياد محمد؛ الغرابية، محمد عبد الرحمن؛ والحداد، لارا محمد، (2016)، تكاليف الوكالة والحاكمة المؤسسية. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 12(2).
13. السريتي، الحسين رمضان، (2022). العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة، مجلة الدراسات الاقتصادية، 5 (4).
14. سمور، محمد علاء إبراهيم؛ ودرغام، ماهر موسى، (2020)، أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة، مجلة الجامعة الإسلامية، 28(3)، 1-20.
15. شقور، عمر فريد، (2017)، العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، 2(2).
16. عيادي، عبد القادر، (د.ت)، نشأة المحاسبة وتطورها في ظل نظرية الوكالة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، 2(2) 33.
17. فرهود، صبيحة برزان، (د.ت)، عدم تماثل المعلومات المحاسبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 10(49).
18. قدام جمال؛ ويودمين سارة، (2024)، أثر حوكمة الشركات على ربحية السهم. مجلة الأصل للبحوث الاقتصادية والإدارية، 8(2)، 204-223.
19. مروى يعقوب؛ وبوشرف جيلالي. (2020)، أثر خصائص مجلس الإدارة على أداء المؤسسات، مجلة الإستراتيجية والتنمية، 10(1)، 26-44.
20. نوري، بتول محمد؛ وسلمان، علي خلف، (2014)، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل الوكالة. رماح للبحوث والدراسات، (14).
21. الياتي، سعد بن عبد المحسن؛ والمبارك، عائذ بن إبراهيم (2022)، حوكمة الشركات وعلاقتها بتكاليف الوكالة والأداء: دليل من السوق السعودي، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، 15(1)، 61-83.

– الرسائل الجامعية والأطروحات

1. بن سليمان، سوريّة، (2022)، أثر حوكمة الشركات على قيمة المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد الصديق بن يحيى.
2. تغليسية، لمين، (2018/2017)، مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في الإفصاح عن معلومات مالية ذات جودة. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3.
3. رياض حسام الدين. (2015). استخدام نظرية الوكالة في دراسة أثر أداء الشركة، أطروحة دكتوراه، جامعة العلوم الإسلامية العالمية.
4. سعيد، عهد علي، (2009)، الأثر المتوقع لحوكمة الشركات على مهنة المراجعة في سوريا، رسالة ماجستير، جامعة تشرين.

ثانيا:مراجع باللغة الأجنبية

- BOOK

1- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*.

-Scientific articles and journals

1. Adams, R., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.
2. Ang, J., Cole, R., & Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81–106.
3. Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B., & Simpson, W. (2010). Gender and Ethnic Diversity of US Boards. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396–414.
4. Coles, J., Daniel, N., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356.
5. Cornett, M., et al. (2007). Institutional ownership and corporate performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771–1794.
6. Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
7. Grossman, S., & Hart, O. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*, 107–140.
8. Gul, F., Srinidhi, B., & Ng, A. (2011). Board gender diversity and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314–338.
9. Healy, P., & Palepu, K. (2001). Information asymmetry and corporate disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
10. Huo, C., Malik, T., & Wang, X. (2021). Foreign Independent Directors on Chinese Firms. *SAGE Open*, 11(4).
11. Khosravi, S., & Mehrazeeen, A. (2019). Audit quality & Agency cost. *Journal of Management and Accounting Studies*, 4(2), 79–84.
12. Masulis, R., Wang, C., & Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 527–554.
13. McKnight, P., & Weir, C. (2009). Agency costs in UK companies. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139–158.
14. Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). Foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 2369–2392.
15. Panda, B., & Leepsa, N. (2017). Agency Theory: Review and Evidence. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95.
16. Pepper, A., & Gore, J. (2015). Behavioral agency theory. *Journal of Management*, 41(4), 1045–1068.
17. Puyvelde, S., et al. (2012). Governance of Nonprofit Organizations. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 41(3), 431–451.
18. Singh, M., & Davidson, W. (2003). Agency costs and governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 793–816.
19. Songsong, L., et al. (2021). Corporate Governance and Sustainable Development. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2021, 1–15.
20. Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Private Family Ownership and Agency Costs. *Family Business Review*, 22(4), 333–346.

21. Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women Directors on Corporate Boards. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 320–337.
22. Tumiwa, R., & Mamuaya, N. (2018). Ownership Influence on Agency Costs. *International Journal of Applied Business & Management*, 3(1), 65–74.
23. Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
24. Villalonga, B., & Amit, R. (2006). Family ownership and firm value. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
25. Wangfeng, Z., & Lihong, C. (2015). Family Involvement and Agency Costs. *Perspectives in Science*, 7, 367–370.

- Academic Theses

1. SIMANE, M. E. (2023). *The Relationship Between Dividend Policy and Agency Costs*. PhD Thesis, University of the Witwatersrand.
2. Wahida, N. S. (2014). *Agency costs and corporate performance*. Master Thesis, Universiti Utara Malaysia.

قائمة الملاحق

الملاحق

الملاحق رقم 01: نتائج التحليل الوصفي الوصفي

	AUR	IND	DVRFR	INT	DPS	LEV	SIZE
Mean	0.604363	0.682199	0.299847	0.681953	2.596037	0.595044	10.27339
Median	0.580185	0.667000	0.307692	0.724000	2.040000	0.600636	10.30473
Maximum	1.010571	0.920000	0.560000	0.905000	14.00000	0.793279	12.85476
Minimum	0.138739	0.400000	0.000000	0.343300	0.000000	0.297704	7.390799
Std. Dev.	0.199815	0.124592	0.129509	0.146856	2.350782	0.115615	0.907892
Skewness	0.058155	-0.012679	-0.476894	-0.560795	2.907951	-0.529490	-0.417141
Kurtosis	2.345591	2.141108	3.093450	2.366912	13.23321	2.870466	5.298918
Jarque-Bera	2.485009	4.153158	5.166241	9.330559	779.3059	6.402471	33.64341
Probability	0.288660	0.125358	0.075538	0.009417	0.000000	0.040712	0.000000
Sum	81.58894	92.09688	40.47931	92.06370	350.4650	80.33092	1386.908
Sum Sq. Dev.	5.350067	2.080103	2.247517	2.889920	740.5077	1.791151	110.4520
Observations	135	135	135	135	135	135	135

الملاحق رقم 02 : مصفوفة الارتباطات الثنائية واختبار تضخم التباين VIF

	AUR	IND	DVRFR	INT	DPS	LEV	SIZE
AUR	1	0.0232944092 7590706	0.3507038298 330671	0.1445779796 825442	0.0898909586 4239352	0.0805305673 2887139	0.3881188938 114138
IND	0.0232944092 7590706	1	0.6194856308 556819	0.6372129122 217608	0.1176998273 343335	0.0160277430 3079015	0.2299129798 722947
DVRFR	0.3507038298 330671	0.6194856308 556819	1	0.2398727557 115881	0.0752099797 3329349	0.2625810387 383572	0.0089480958 24278094
INT	0.1445779796 825442	0.6372129122 217608	0.2398727557 115881	1	0.2724792033 913255	0.1129255244 242675	0.0649545390 6989615
DPS	0.0898909586 4239352	0.1176998273 343335	0.0752099797 3329349	0.2724792033 913255	1	0.2463585345 629611	0.0672159406 0316315
LEV	0.0805305673 2887139	0.0160277430 3079015	0.2625810387 383572	0.1129255244 242675	0.2463585345 629611	1	0.1877248417 798331
SIZE	0.3881188938 114138	0.2299129798 722947	0.0089480958 24278094	0.0649545390 6989615	0.0672159406 0316315	0.1877248417 798331	1

. vif		
Variable	VIF	1/VIF
IND	3.10	0.322302
DVRFR	2.01	0.498271
INT	1.93	0.517797
LEV	1.22	0.820238
DPS	1.17	0.855593
SIZE2	1.17	0.858327
Mean VIF	1.77	

الملحق رقم 03: إختبارات المفاضلة بين نماذج البائل

-إختبار Breush-Pagan Test:

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
 Null hypotheses: No effects
 Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	252.3833 (0.0000)	0.524458 (0.4689)	252.9078 (0.0000)

-إختبار فيشر

Redundant Fixed Effects Tests
 Equation: Untitled
 Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	50.005620	(14,114)	0.0000
Cross-section Chi-square	265.390908	14	0.0000

-إختبار Hausman test

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

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.670354	6	0.0991

الملحق رقم 04: نتائج تقدير نماذج البانل

- النموذج التجميعي

Dependent Variable: AUR
Method: Panel Least Squares
Date: 05/01/25 Time: 11:13
Sample: 2015 2023
Periods included: 9
Cross-sections included: 15
Total panel (balanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IND	0.065745	0.200187	0.328420	0.7431
DVRFR	-0.745015	0.154890	-4.809948	0.0000
INT	0.358157	0.133994	2.672930	0.0085
DPS	0.012773	0.006512	1.961507	0.0520
LEV	-0.190642	0.135230	-1.409765	0.1610
SIZE	0.082868	0.016834	4.922533	0.0000
C	-0.232395	0.179762	-1.292796	0.1984
R-squared	0.357210	Mean dependent var		0.604363
Adjusted R-squared	0.327080	S.D. dependent var		0.199815
S.E. of regression	0.163911	Akaike info criterion		-0.728523
Sum squared resid	3.438967	Schwarz criterion		-0.577879
Log likelihood	56.17529	Hannan-Quinn criter.		-0.667305
F-statistic	11.85534	Durbin-Watson stat		0.327349
Prob(F-statistic)	0.000000			

- نموذج الاثار الثابتة

Dependent Variable: AUR
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/01/25 Time: 11:15
 Sample: 2015 2023
 Periods included: 9
 Cross-sections included: 15
 Total panel (balanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IND	-0.004553	0.088439	-0.051487	0.9590
DVRFR	0.099266	0.090286	1.099456	0.2739
INT	-0.271431	0.165933	-1.635780	0.1046
DPS	0.007996	0.005334	1.499030	0.1366
LEV	-0.290979	0.153688	-1.893303	0.0609
SIZE	0.114321	0.021567	5.300803	0.0000
C	-0.259265	0.255275	-1.015631	0.3120

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.909987	Mean dependent var	0.604363
Adjusted R-squared	0.894195	S.D. dependent var	0.199815
S.E. of regression	0.064995	Akaike info criterion	-2.486974
Sum squared resid	0.481578	Schwarz criterion	-2.035042
Log likelihood	188.8707	Hannan-Quinn criter.	-2.303322
F-statistic	57.62388	Durbin-Watson stat	1.532815
Prob(F-statistic)	0.000000		

- نموذج الاثار العشوائي

Dependent Variable: AUR
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/01/25 Time: 11:18
 Sample: 2015 2023
 Periods included: 9
 Cross-sections included: 15
 Total panel (balanced) observations: 135
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IND	3.65E-05	0.087906	0.000415	0.9997
DVRFR	0.062199	0.088757	0.700776	0.4847
INT	-0.160895	0.146926	-1.095079	0.2755
DPS	0.007678	0.005121	1.499338	0.1362
LEV	-0.223723	0.142676	-1.568048	0.1193
SIZE	0.110184	0.019948	5.523526	0.0000
C	-0.323357	0.232978	-1.387933	0.1676

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.168747	0.8708
Idiosyncratic random		0.064995	0.1292

Weighted Statistics			
R-squared	0.253789	Mean dependent var	0.076961
Adjusted R-squared	0.218811	S.D. dependent var	0.074866
S.E. of regression	0.066170	Sum squared resid	0.560448
F-statistic	7.255552	Durbin-Watson stat	1.294737
Prob(F-statistic)	0.000001		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.039910	Mean dependent var	0.604363
Sum squared resid	5.136545	Durbin-Watson stat	0.141269

الملحق رقم 05: إختبارات صلاحية النموذج الأفضل

- إختبار الارتباط الذاتي

```
. xtserial AUR IND DVRFR INT DPS LEV SIZE2
```

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data  
H0: no first-order autocorrelation  
F( 1, 14) = 4.015  
Prob > F = 0.0648
```

- إختبار عدم التجانس

Breusch-Pagan/cook-Weisberg test for heteroskedasticity

```
. hettest
```

```
Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity  
Assumption: Normal error terms  
Variable: Fitted values of AUR
```

```
H0: Constant variance
```

```
chi2(1) = 4.32  
Prob > chi2 = 0.0377
```

الملحق رقم 06: نموذج الدراسة المصحح

- نموذج الدراسة المصحح

. xtpcse AUR IND DVRFR INT DPS LEV SIZE2

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

Group variable: **code** Number of obs = **135**
 Time variable: **time** Number of groups = **15**
 Panels: **correlated (balanced)** Obs per group:
 Autocorrelation: **no autocorrelation** min = **9**
 avg = **9**
 max = **9**
 Estimated covariances = **120** R-squared = **0.3572**
 Estimated autocorrelations = **0** Wald chi2(6) = **149.53**
 Estimated coefficients = **7** Prob > chi2 = **0.0000**

AUR	Panel-corrected					[95% conf. interval]	
	Coefficient	std. err.	z	P> z			
IND	.0657453	.2068202	0.32	0.751	-.3396149	.4711055	
DVRFR	-.745015	.1737304	-4.29	0.000	-1.08552	-.4045097	
INT	.3581575	.1148587	3.12	0.002	.1330386	.5832763	
DPS	.0127732	.0018498	6.91	0.000	.0091477	.0163987	
LEV	-.1906424	.0881249	-2.16	0.031	-.363364	-.0179209	
SIZE2	.0828676	.0092956	8.91	0.000	.0646486	.1010865	
_cons	-.2323952	.0996673	-2.33	0.020	-.4277395	-.0370508	

